

Reunión de Economía Mundial

Universidad de Huelva

27-28 de mayo de 1999

**Globalización financiera y riesgo sistémico:
algunas implicaciones de las crisis asiáticas**

Pablo Bustelo

Departamento de Economía Aplicada 1

Universidad Complutense de Madrid

URL: <http://www.ucm.es/info/icei/asia/Bustweb1.htm>

E-mail: bustelop@ccee.ucm.es

Resumen: Este trabajo explora, a la luz de las recientes crisis asiáticas, la relación entre globalización financiera y riesgo sistémico a escala mundial. Tras exponer las manifestaciones, características e implicaciones (de fragilidad/vulnerabilidad de las economías nacionales, especialmente en el Tercer Mundo) de la globalización financiera, reseña brevemente las enseñanzas internacionales de las crisis asiáticas. Dos facetas de tales enseñanzas son puestas de manifiesto: la amenaza que supone la especulación de los mercados financieros internacionales y los peligros que entraña una liberalización forzada de los sistemas financieros en países del Tercer Mundo. Finalmente, el trabajo subraya el alcance del riesgo sistémico en la economía mundial, habida cuenta que las crisis asiáticas pueden definirse apropiadamente como crisis sistémicas. Además, se sugieren diversos mecanismos para contrarrestar tal riesgo sistémico, esto es, para prevenir futuras crisis financieras, en lo que atañe a la protección de los países del Tercer Mundo ante los flujos de capital a corto plazo y potencialmente reversibles, así como a las formas de garantizar flujos de capital más estables a escala internacional.

1er Borrador, Marzo de 1999. Se ruega no citar sin permiso del autor. Cualquier comentario será bienvenido.

Introducción

Por vez primera desde los años treinta, unas crisis financieras regionales han aumentado extraordinariamente el riesgo sistémico a escala mundial. No es en absoluto exagerado afirmar que el tipo vigente de globalización financiera (o, más en general, económica), además de provocar crisis financieras recurrentes (SME en 1992-93, México en 1994-95, Asia oriental en 1997-99), seguidas de recesiones más o menos intensas, entraña riesgos ciertos de (1) inestabilidad duradera del sistema financiero internacional en su conjunto y (2) deflación y recesión a nivel internacional.

Este trabajo aborda, en el apartado 1, la delimitación de las expresiones “globalización financiera” y “riesgo sistémico”. El apartado 2 expone las manifestaciones de la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX y las imperfecciones de los mercados de capital, especialmente patentes si están internacionalizados. Además, subraya que el alcance y los defectos de funcionamiento de la globalización de las finanzas suponen una mayor fragilidad y una creciente vulnerabilidad de las economías nacionales, especialmente en el Tercer Mundo. El apartado 3 enumera algunas de las implicaciones internacionales de las recientes crisis asiáticas, en lo que atañe a la especulación de los mercados financieros internacionales y a las presiones externas para que los países asiáticos hoy afectados por las crisis liberalizaran, de manera prematura e indiscriminada, sus sistemas financieros desde principios de los años noventa. El apartado 4 aborda el alcance del riesgo sistémico a escala internacional y enumera algunas de las propuestas que, para contrarrestarlo, han hecho los especialistas.

1. Delimitación

1.1. Globalización financiera

Por globalización financiera se entiende la creciente dependencia financiera mutua entre los países del mundo ocasionada por el cada vez mayor

volumen y variedad de las transacciones transfronterizas de flujos de capital. Tal globalización se ha visto facilitada, en los últimos treinta años, por la liberalización del régimen financiero internacional y por la proliferación de nuevas técnicas e instrumentos de tipo financiero debida al rápido desarrollo de la informática y de las comunicaciones electrónicas.

1.2. Riesgo sistémico

El riesgo sistémico es, en sentido amplio, el peligro de que ciertos desarreglos en una institución financiera, en un mercado de bienes o de factores o en un país se generalicen al conjunto de las instituciones financieras, afecten a otros mercados o acaben por repercutir en varios países y, por extensión, a toda la economía mundial.

2. Globalización financiera y fragilidad/vulnerabilidad de las economías nacionales

2.1. Manifestaciones y características de la globalización financiera

El alcance de la globalización financiera puede observarse en un conjunto de indicadores. El volumen medio diario de las operaciones en divisas (*foreign currency trading*) a escala mundial pasó de 10.000-20.000 millones de dólares en 1973 a 80.000 millones de dólares en 1980 (equivalentes a 10 veces el comercio internacional), a 880.000 millones en 1992 (50 veces el comercio internacional) y a 1.260.000 millones en 1995 (70 veces el comercio internacional). Esos 1,2 billones de dólares equivalían al total de las reservas mundiales en divisas y oro (Eatwell, 1996). La emisión de activos financieros internacionales aumentó de 220.000 millones de dólares en 1986 a 569.000 millones en 1996, mientras que los activos bancarios internacionales netos crecieron de 1,88 billones en 1986 a 5,15 billones en 1996 (Shirakawa *et al.*, 1998). La compraventa internacional de Bonos del Tesoro de Estados Unidos creció de 30.000 millones de dólares en

1983 a 500.000 millones de dólares en 1993. La compraventa internacional de bonos y acciones entre residentes y no residentes pasó de 3% del PIB de EE.UU. en 1970 a 9% en 1980 y a 135% en 1993 (en el caso del Reino Unido, creció de prácticamente cero en 1970 a 1.000% en 1993). El *stock* de préstamos bancarios internacionales aumentó de 265.000 millones de dólares en 1975 a 4,2 billones en 1994. El *stock* total de activos financieros en el mercado mundial creció de 5 billones de dólares en 1980 a 35 billones en 1992 (equivalentes a 200% del PIB conjunto de la OCDE). Se estima de tal *stock* podría alcanzar 83 billones de dólares en el año 2000, esto es, tres veces más que el PIB de la OCDE (Eatwell, 1996). Los flujos netos de capital privado hacia los países del Tercer Mundo aumentaron de una media anual de 15.100 millones de dólares en 1983-88 a 107.600 millones en 1989-95 y a 200.700 millones en 1996 (FMI, 1997).

Además, es bien sabido que los mercados de capital (y, *a fortiori*, los que tienen un carácter internacional) presentan un buen número de imperfecciones, que hacen que el tipo de interés de “equilibrio” tienda a generar exceso de demanda y tendencia al alza del tipo de interés, y que cabe agrupar en tres grupos:

- información imperfecta (o incompleta) y asimétrica, puesto que los agentes no conocen todos los aspectos del funcionamiento de los demás agentes y puesto que los oferentes no disponen de toda la información sobre el comportamiento de los demandantes;
- funcionamiento asimétrico, especialmente en el caso de los flujos de capital hacia los países del Tercer Mundo, ya que los fondos suministrados sólo representan una fracción relativamente pequeña de los fondos totales de los oferentes mientras que suponen una proporción relativamente alta de los fondos foráneos (y totales) de los demandantes;
- tendencia intrínseca al aumento del riesgo, ya que se produce una selección adversa (al aumentar el tipo de interés tiende a reducirse la calidad media de los demandantes, con lo que tal situación se percibe como un aumento del riesgo medio), porque los prestatarios, ante un aumento de tipos, tienden a invertir en actividades de mayor

rentabilidad pero de mayor riesgo, y porque los contratos en ese tipo de mercados son imperfectos, como consecuencia del hecho de que los prestamistas no pueden controlar todos los aspectos del comportamiento de los prestatarios.

2.2 Las crecientes fragilidad y vulnerabilidad de las economías nacionales

Los flujos internacionales de capital tienden a afectar considerablemente al comportamiento de variables macroeconómicas clave de los países receptores, como son el tipo de cambio o el precio de los activos. Por ejemplo, ante un fuerte aumento de los flujos netos de capital privado hacia los países del Tercer Mundo, éstos experimentan una apreciación en términos reales de sus monedas y una inflación de activos, como demuestra la experiencia de Asia oriental en el periodo 1990-96. A su vez la apreciación de la moneda encarece las exportaciones, mientras que la inflación de activos genera una burbuja especulativa susceptible de explotar.

Además, buena parte de los flujos netos de capital privado hacia los países del Tercer Mundo está compuesta por inversiones en cartera o préstamos bancarios a corto plazo, cuya gestión, en las economías receptoras, resulta ser extremadamente compleja (Reinhart y Dunaway, 1996). Entre 1983-88 y 1989-95 la media anual de inversiones directas aumentó de 10.400 millones de dólares a 41.800 millones, mientras que la media anual de inversiones en cartera pasó de 3.400 millones a 44.000 millones (FMI, 1998). Sólo a partir de 1995, como resultado de la crisis mexicana, la inversión directa sobrepasó a la inversión en cartera (en 1995, 72.500 millones y 16.900 millones, respectivamente; en 1996, 90.700 millones y 44.600 millones, respectivamente).

Tales flujos a corto plazo son potencialmente reversibles. Si se registra una retirada masiva y repentina de fondos, los resultados suelen ser de dos tipos: un amplio recorte en la absorción de los países receptores y una crisis financiera, que se manifiesta en bruscas devaluaciones y en un fuerte aumento de los tipos de interés, lo que contribuye a desencadenar o a agravar las crisis bancarias,

provocando una contracción del crédito bancario (*credit crunch*). Si tal crisis financiera se produce, los efectos nacionales a corto y medio plazo pueden ser un recorte duradero de los préstamos bancarios internacionales (América Latina en los años 80), una conversión masiva a dólares de instrumentos denominados en moneda nacional (México en 1994-95) o una negativa generalizada a reestructurar los préstamos a corto plazo junto con una retirada de fondos (crisis asiáticas de 1997-99), lo que ha provocado una caída de las cotizaciones de las monedas y un aumento de los tipos de interés. Esos últimos factores desembocaron en Asia oriental, además de en una recesión, en una mayor dificultad para reembolsar el servicio de la deuda externa. Las empresas emprendieron una afanosa venta de activos, liquidándolos a bajo precio para obtener divisas, generando un círculo vicioso de caída de precios de los activos y de devaluaciones, y en definitiva una deflación de deuda (Kregel, 1998).

3. Enseñanzas internacionales de las crisis asiáticas

Las crisis asiáticas han sido ya analizadas con cierto detalle (véanse sobre todo Glick, 1998 y, en nuestro país, Bustelo, 1998a y b y García/Olivié, 1999). Las crisis han sido, como es bien sabido, novedosas (distintas de las anteriores), imprevistas (por los modelos teóricos, las instituciones internacionales o los analistas), heterogéneas (diferentes entre sí), serias (por su impacto tanto regional como internacional), polémicas (en cuanto a su diagnóstico y a los remedios del FMI) y duraderas (mucho más de lo previsto en un principio).

Entre las implicaciones teóricas y prácticas de las crisis asiáticas, destacan: la necesaria construcción de modelos de tercera generación de crisis financieras en el Tercer Mundo y de un nuevo conjunto de indicadores de predicción o, cuanto menos, la modificación sustancial de los modelos de primera y segunda generaciones (Krugman y Obstfeld, respectivamente); una profunda reevaluación crítica de la actuación del FMI ante esos episodios y, más en general, de su funcionamiento y políticas; y un planteamiento novedoso sobre la gestión macroeconómica en los llamados países emergentes (Bustelo, 1998b y 1999).

Respecto del último de los aspectos mencionados, todo parece indicar que la política económica de los países del Tercer Mundo debe ser consistente, en el sentido de evitar a toda costa que se produzca una situación de elevado déficit por cuenta corriente y/o moneda apreciada (como en el sudeste asiático) o un proceso de desregulación imprudente del sector financiero (como en Corea del Sur).

Además, la liberalización y la apertura financieras en las economías emergentes deberían llevarse a cabo con extrema cautela, habida cuenta de la importancia que han tenido, en el desencadenamiento de las crisis asiáticas, la falta de una adecuada supervisión bancaria y la relajación indiscriminada de la cuenta de capital. La liberalización financiera en países del Tercer Mundo debería llevarse adelante después de alcanzar la estabilidad macroeconómica, la apertura comercial y el establecimiento de un sólido sistema financiero. La desregulación financiera debe aplicarse únicamente en un contexto de adecuada supervisión y regulación gubernamentales. La apertura financiera debería suceder (y no preceder o coincidir con) el establecimiento de un sistema financiero sólido.

Junto con los factores internos que contribuyeron a desencadenar las crisis asiáticas (sobreinversión y acumulación de deuda externa a corto plazo, con carácter general; déficit por cuenta corriente y/o moneda apreciada, en el sudeste asiático; alta proporción de la inversión extranjera en cartera, en Corea del Sur), es necesario poner de manifiesto, a los efectos de este trabajo, los factores externos de las crisis: la especulación de los mercados financieros internacionales y una liberalización forzada de los sistemas financieros nacionales.

3.1. La especulación de los mercados financieros internacionales

Los años noventa generaron en Europa occidental y Japón un fuerte excedente de liquidez, de resultas de las políticas monetarias expansivas que se adoptaron para hacer frente al crecimiento lento. En un contexto de bajos tipos reales de interés, los inversores buscaron colocaciones rentables fuera de esas zonas, especialmente en los llamados *mercados emergentes*. Los flujos privados netos de financiación exterior aumentaron en esas economías de 162.200 millones

de dólares en 1994 a 295.200 millones en 1996, con arreglo a datos del *Institute of International Finance* (IIF, 1998). Una parte muy importante de esos flujos fue a parar a las cinco principales economías emergentes de Asia oriental (Corea del Sur, Indonesia, Malasia, Tailandia y Filipinas), que recibieron 37.900 millones de dólares en 1994 y 93.800 millones en 1996. Cuando estalló la crisis a mediados de 1997, se produjo un fuerte ataque especulativo de los mercados financieros internacionales contra las monedas y las bolsas de valores de esas economías. Las presiones de esos mercados han provocado enormes depreciaciones monetarias, salvo, claro está, en el caso del dólar de Hong Kong y en el del *yuan* chino. Además, entre agosto de 1997 y agosto de 1998 (la fase más aguda de las crisis) los índices de las bolsas cayeron estrepitosamente: 85% en Yakarta, 70% en Bangkok, Kuala Lumpur, Seúl y Manila, 60% en Hong Kong, 50% en Singapur, 40% en Taipei y 30% en Tokio. Durante la segunda mitad de 1997, las inversiones en cartera y, sobre todo, los préstamos bancarios internacionales dirigidos a las cinco economías mencionadas se redujeron de manera muy pronunciada: los flujos netos totales pasaron de 93.800 millones en 1996 a -6.100 millones en 1997, una reducción de más de 105.000 millones. Además, en 1998 esa cantidad habría sido de -24.600 millones de dólares (IIF, 1998). En suma, los inversores y los bancos no sólo dejaron de hacer nuevas colocaciones y préstamos adicionales en la región sino que retiraron masivamente los que habían hecho antes.

3.2. La liberalización forzada de los sistemas financieros nacionales

Por presiones del FMI, del gobierno de EE.UU. y de la OCDE (en el caso de Corea), todos los países asiáticos afectados por las crisis emprendieron en los años noventa una precipitada liberalización de sus sistemas financieros nacionales. La desregulación y la apertura provocaron problemas que se habían evitado con anterioridad, como resultado de la coordinación gubernamental del crédito, de la planificación de las inversiones y de la protección del mercado interior de servicios financieros. En un contexto de economía abierta, se

acentuaron las “deficiencias” financieras: el acceso fácil al crédito de empresas con buenas conexiones políticas y mal gestionadas, así como una gestión inadecuada del riesgo en el sector bancario, como consecuencia de la presencia de un seguro financiero (problema del “riesgo moral”) real o percibido. El resultado fue una expansión excesiva del endeudamiento, especialmente de origen externo, ya que había prestamistas foráneos disponibles, que esperaban que las empresas y los bancos serían rescatados por el gobierno (o, en última instancia, por el FMI) en caso de dificultades. Entre 1990 y 1996, el crédito bancario al sector privado aumentó, en puntos porcentuales del PIB, 38% en Tailandia, 30% en Filipinas, 22% en Malasia, 10% en Corea del Sur y 9% en Indonesia (Glick, 1998). Además, la deuda externa (principalmente privada, a corto plazo, denominada en dólares y no protegida) alcanzó en 1997 nada menos que 218% del PIB en Indonesia, 74% en Tailandia, 62% en Malasia y 51% en Corea, esto es, bastante más que las tasas registradas en Argentina, Brasil o México en 1982, cuando se inició la crisis de la deuda en América Latina (UNCTAD, 1998). El cociente entre deuda externa a corto plazo y reservas en divisas superó el 100% entre 1990 y 1996 en los países asiáticos más afectados por la crisis (Marshall, 1998)

Además, la liberalización del sector financiero se produjo en un contexto de inadecuada regulación y supervisión financieras (Alba *et al.*, 1998). Los cocientes de adecuación del capital y los límites legales de préstamos no cumplieron las condiciones requeridas para garantizar la estabilidad bancaria. Por añadidura, los limitados requisitos de información a las autoridades monetarias y los sistemas inadecuados de clasificación de activos enmascararon, durante cierto tiempo, la verdadera magnitud del problema de los préstamos de dudoso cobro.

4. Riesgo sistémico en la economía mundial

4.1. Alcance del riesgo sistémico

Las crisis financieras recientes han cumplido todos los rasgos de las crisis sistémicas (Marshall, 1998). En primer lugar, han sido originadas (y amplificadas)

en el sector financiero, y, con mayor precisión, en el proceso de financiación exterior a las empresas y bancos. En segundo término, han generado un impresionante contagio internacional (sudeste asiático, Corea del Sur, Rusia, Brasil, etc.). Las ramificaciones mundiales de una crisis que empezó en Tailandia en julio de 1997 se han registrado como resultado de las interdependencias de liquidez y de crédito, de las expectativas de devaluación en otros países y de las nuevas percepciones del riesgo en ciertos mercados emergentes (UNCTAD, 1998). En tercer lugar, han provocado una pérdida generalizada de confianza entre los inversores. En cuarto lugar, han tenido (y seguirán teniendo durante un tiempo) altos costes en términos de actividad económica. Finalmente, han demostrado que la solución a tales crisis y a su contagio internacional exige una respuesta deliberada de política económica a escala nacional y global, sin que dejar al mercado tal responsabilidad sea en absoluto procedente.

4.2. La prevención del riesgo sistémico

El capítulo IV del *Informe sobre Comercio y Desarrollo 1998* de la UNCTAD se dedica a la gestión y prevención de las crisis financieras. El capítulo aborda las respuestas a las crisis financieras recientes, descartando por contraproducentes, ineficaces o imposibles una política monetaria restrictiva en los países afectados, una acumulación de reservas en divisas, mediante préstamos, en los bancos centrales, y la estrategia de rescates a cargo del FMI o de establecimiento de un prestamista internacional de última instancia. La UNCTAD sugiere que, enfrentada a tal tipo de crisis, la comunidad internacional debería ser más receptiva a una moratoria de deuda, con protección legal a la insolvencia, tomada unilateralmente por el país deudor y sujeta a la aprobación de algún tipo de comisión internacional. Tal moratoria debería, en opinión de la UNCTAD, verse acompañada de financiación de emergencia del FMI con cargo a los atrasos (*debt-in-possession financing*) y de una reestructuración de la deuda soberana a través de negociaciones con los acreedores privados.

La segunda parte del capítulo se dedica a las medidas posibles para prevenir futuras crisis financieras. Además de aumentar la vigilancia global, mejorar la información y la transparencia, y promover las consultas y la colaboración regionales, el informe de la UNCTAD se detiene en tres aspectos de gran trascendencia: una mejor supervisión y regulación financieras a escala nacional, un mayor control de los préstamos internacionales a corto plazo y de las inversiones en cartera, y la puesta en marcha de controles de capital por parte de los países susceptibles de sufrir una crisis financiera.

Cornford y Kregel (1996), Reinhart y Dunaway (1996) y Griffith-Jones (1998a), por su parte, sugieren que es necesario tomar medidas para proteger a los países del Tercer Mundo de los efectos de los flujos volátiles de capital a corto plazo, así como para fomentar flujos más estables a escala internacional.

En una enumeración no exhaustiva de medidas que podrían contribuir a tales objetivos, cabe destacar las siguientes:

- establecer impuestos o coeficientes de reserva a las entradas de capital extranjero distintas de la inversión directa, con un triple objetivo: a) modificar la estructura de los flujos de capital hacia un mayor peso relativo de los flujos a largo plazo; b) aumentar la autonomía de la política monetaria nacional, puesto que un aumento de los tipos de interés no conllevaría necesariamente un fuerte crecimiento de las entradas de capital; y c) evitar una amplia sobrevaloración de la moneda. Por ejemplo, algunos países del Tercer Mundo han recurrido a esa medida con resultados, por lo general, positivos. Chile estableció un coeficiente de reserva, no remunerada, depositada en el banco central durante un año, de una proporción (20%-30%) de los préstamos extranjeros. Otros países de América Latina (Brasil y Colombia) han fijado impuestos a los préstamos extranjeros, a la inversión extranjera en activos bursátiles, a la emisión de bonos en moneda extranjera y a las transacciones de divisas de los bancos comerciales. Colombia, además, exigió coeficientes de reserva sobre los préstamos bancarios a

corto plazo. La República Checa ha instituido un impuesto a todas las transacciones en divisas de los bancos;

- fijar límites o someter a aprobación gubernamental al endeudamiento externo a corto plazo por bancos o empresas nacionales. México o Malasia, por ejemplo, fijaron restricciones a la cantidad y al uso de los préstamos extranjeros.
- obligar a los bancos comerciales a depositar en el banco central parte de los depósitos en moneda nacional efectuados por bancos extranjeros (Malasia);
- establecer restricciones a determinados tipos de transacciones internacionales y a la toma de posiciones por parte de los bancos locales (Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y México);
- controlar los depósitos y los préstamos en divisas de los residentes en bancos nacionales y extranjeros;
- vigilar las compras por no residentes de instrumentos de deuda pública;
- prohibir la venta de instrumentos monetarios a corto plazo de residentes a no residentes (Malasia);
- otras medidas, como prohibición a los bancos locales de pagar intereses en los depósitos de no residentes; límites a la capacidad del banco central y de los bancos comerciales de proceder a *swaps* en usos distintos a las transacciones por cuenta corriente; etc.

Tales medidas, en términos generales, pueden contribuir a reducir la entrada de capital como porcentaje del PIB, a disminuir en valor absoluto las entradas netas de capital a corto plazo y a impulsar a la baja el porcentaje de entradas a corto plazo respecto de las entradas totales.

En otro orden de cosas, también pueden adoptarse medidas internacionales (y/o del país de origen de los flujos) que faciliten esos objetivos. Algunas de las sugeridas por la UNCTAD (1998) y por Griffith-Jones (1998b) son: acuerdos entre bancos prestatarios para fijar límites al total de préstamos en función de las características del país receptor; líneas de actuación de los bancos privados

internacionales acordes con el nivel sostenible de préstamos fijado por una institución multilateral; una mejor supervisión de tales bancos por una nueva institución internacional (*Board of Overseers of Major International Institutions and Markets*); el establecimiento de una Corporación Internacional de Seguro de Crédito, que fijaría un límite a la cantidad de préstamos de un país que estaría dispuesta a asegurar; aumentar la ponderación del riesgo, a efectos del cálculo de los coeficientes de capital, en los préstamos interbancarios a corto plazo (actualmente de sólo 20% según en Acuerdo de Basilea de 1988); mejora de la supervisión y regulación en lo que atañe al riesgo contraído en préstamos interbancarios con destino a países determinados; requisitos a los fondos de inversión de que mantengan reservas líquidas en una proporción relativamente elevada de sus inversiones en acciones y obligaciones emitidas por entidades de países del Tercer Mundo; procedimientos de supervisión de tales fondos similares a los de los bancos; generalización de las comisiones de cancelación (*exit fees*) para los fondos de inversión (*mutual funds*) que operan en mercados emergentes, etc..

Una propuesta aún más ambiciosa es la de Marshall (1998). Su análisis de las crisis asiáticas como crisis sistémicas (en el sentido de resultantes de un fallo de coordinación entre inversores) le conduce a sugerir la creación de un organismo internacional que pueda actuar de prestamista de última instancia. Su razonamiento es el siguiente. El comportamiento racional de cada inversor le conduce a sacar liquidez cuanto antes de los países en crisis, si bien, en el caso de que todos los inversores se quedaran, todos resultarían más beneficiados. De ahí la necesidad de un prestamista de última instancia, que pueda suministrar liquidez *ex ante* (antes del estallido de la crisis, a diferencia del FMI), y que tenga amplios poderes reguladores (como establecer y vigilar los niveles de capital de las instituciones deudoras, con objeto de evitar el problema del “riesgo moral”). Tal institución prestaría a países que se hubiesen comprometido a llevar a cabo reformas financieras de alcance y se comprometería a no intervenir si no existiera tal compromiso (para eludir los problemas de los “free riders”). En suma, un país soberano cedería su autoridad reguladora a una institución internacional para

asegurar a los prestamistas potenciales que existe un suministro suficiente de fondos en caso de que se anticipe una crisis sistémica. Además, si existiera tal institución, un país no comprometido en sanear y fortalecer su sector financiero tendría más dificultades para acceder a los préstamos bancarios internacionales del sector privado. La propuesta no carece de interés: no sólo sería un mecanismo para prevenir y gestionar una crisis financiera, sino también para combatir la especulación internacional.

Tales propuestas tienen, claro está, fundamento y sentido, pero son muy difíciles de llevar a la práctica, dado que exigen acuerdos entre entidades privadas, una alta calidad de los sistemas nacionales de supervisión en lo que atañe a la calificación de riesgos, o bien acuerdos entre gobiernos de los países de los que son origen los fondos de inversión para evitar su fuga hacia jurisdicciones que no impongan esos requisitos, etc..

La conclusión de la UNCTAD es, por tanto, que las medidas internacionales (y/o del país de origen de los flujos de capital) son poco realistas, de manera que el pragmatismo sugeriría los controles de capital (en los países receptores) mencionados anteriormente. En suma, aunque hay motivos para exigir supervisión gubernamental (*prudential regulation*) también para los prestamistas globales (FitzGerald, 1998), todo hace indicar que los controles de capital en los países prestatarios debe ser el primer paso.

Conclusiones

Las conclusiones que se pueden extraer de las páginas anteriores son las siguientes. En primer lugar, todo parece indicar que el amplio desarrollo de la globalización financiera en los últimos años y el carácter marcadamente imperfecto de los mercados financieros internacionales han aumentado de manera extraordinaria el riesgo sistémico a escala mundial. En segundo lugar, las economías del Tercer Mundo son particularmente frágiles y vulnerables en el actual proceso de internacionalización del capital financiero. En tercer lugar, las crisis asiáticas recientes han puesto claramente de manifiesto que su

desencadenamiento se ha debido, no sólo a factores internos, sino también y sobre todo a la especulación de los mercados financieros internacionales y a las presiones externas desde inicios de los años 90 para que los países de Asia oriental liberalizaran prematura e indiscriminadamente sus sistemas financieros. Por último, habida cuenta del creciente riesgo sistémico, de la fragilidad y vulnerabilidad de las economías del Tercer Mundo y de la experiencia asiática reciente, es necesario arbitrar los mecanismos que sean necesarios para proteger a las economías nacionales de los efectos de la entrada y salida de flujos de capital a corto plazo y para fomentar los movimientos de capital a largo plazo. Algunas medidas para tal fin han sido esbozadas en la última parte de este trabajo. Corresponde a los especialistas analizar y debatir las ventajas e inconvenientes de tales propuestas. En todo caso, parece evidente que la economía mundial, en su configuración globalizada actual, necesita urgentemente cambios sustanciales.

Referencias

Alba, P. *et al.* (1998), “Volatility and Contagion in a Financially Integrated World: Lessons from East Asia’s Recent Experience”, PAFTAD 24th Conference, Diciembre.

Bustelo, P. (1998a), “El encadenamiento de las crisis asiáticas”, *Economía Exterior*, nº 6, otoño, pp. 7-15.

Bustelo, P. (1998b), “The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey”, *Documento de Trabajo*, nº 10/98, Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Octubre.

Bustelo, P. (1999), “Las peculiaridades de Asia oriental: desarrollo económico, crisis financieras y perspectivas en el siglo XXI”, SIP-Centro Pignatelli, Zaragoza, Enero.

Cornford, A. y J. Kregel (1996), “Globalisation, Capital Flows and International Regulation”, *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, nº 161, Mayo.

Eatwell, J. (1996), “International Capital Liberalisation: The Impact on World Development”, *CEPA Working Paper*, Series 1, nº 1, New School for Social Research, Octubre.

FitzGerald, E. V. K. (1998), “Global Capital Market Volatility and the Developing Countries: Lessons from the East Asian Crisis”, IDS, Junio.

FMI (1997), *Perspectivas de la economía mundial. La globalización, oportunidades y desafíos*, Mayo, FMI, Washington DC.

FMI (1998), *Perspectivas de la economía mundial. Crisis financieras, causas e indicadores*, Mayo, FMI, Washington DC.

García, C. e I. Olivie (1999), “Pánico financiero y deficiencias estructurales en la crisis de Asia oriental”, *Boletín Económico de ICE*, nº 2605, 1-7 de febrero, pp. 17-26.

Glick, R. (1998), “Thoughts on the Origins of the Asian Crisis: Impulses and Propagation Mechanisms”, *Pacific Basin Working Paper*, nº 98/07, Federal Reserve Bank of San Francisco, Septiembre.

Griffith-Jones, S. (1998a), “How to Protect Developing Countries from Volatility of Capital Flows?”, Expert Group Meeting, Commonwealth Secretariat, Junio.

Griffith-Jones, S. (1998b), “Systemic Risks and Financial Crises”, mimeografiado.

IIF (1998), “Capital Flows to Emerging Market Economies”, Institute of International Finance, 30 de septiembre.

Kregel, J. (1998), “East Asia Is Not Mexico: The Difference between Balance of Payments Crises and Debt Deflations”, *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, nº 235, Mayo.

Marshall, D. (1998), “Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure”, *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago.

Reinhart, C. y S. Dunaway (1996), “Dealing with Capital Inflows”, *Research for Action*, nº 28, WIDER, Helsinki.

Shirakawa, M. et al. (1997), “Financial Market Globalization: Present and Future”, IMES Discussion Paper, nº 97E11, Banco de Japón.

UNCTAD (1998), *Trade and Development Report 1998*, UNCTAD, Ginebra.