

Jornadas de Economía Crítica, Albacete, Febrero de 2000

**CAUSAS DE LAS CRISIS CAMBIARIAS EN EL TERCER MUNDO:
DEFICIENCIAS ESTRUCTURALES Y GLOBALIZACIÓN FINANCIERA**

Pablo Bustelo Gómez (bustelop@ccee.ucm.es)

Clara García Fernández-Muro (cgfm@jet.es)

Iliana Olivie Aldasoro (i.olivie@retemail.es)

Departamento de Economía Aplicada I
(Economía Internacional y Desarrollo)
Universidad Complutense de Madrid

En los medios académicos se ha llegado a cierto consenso sobre que la interpretación más adecuada de las crisis financieras asiáticas (1997-1999) es aquella que identifica como causas de las mismas tanto factores internos (unos parámetros fundamentales “intermedios”) como factores externos (un determinado funcionamiento del sistema financiero internacional, consecuencia de la globalización financiera). Este artículo estudia diversas aportaciones teóricas sobre el papel de los parámetros fundamentales y de la globalización en la generación de crisis financieras con el fin de proveer de un respaldo teórico a dicha interpretación combinada o mixta. Por una parte, los denominados modelos de segunda generación muestran que unos parámetros fundamentales “intermedios”, cualquiera que sea su naturaleza, son necesarios para que se dé una crisis financiera, pero no la causan por sí solos, tal y como parece que ocurrió en Asia oriental. Además, apuntan que es necesario que el país en cuestión esté inmerso en un determinado marco financiero internacional para que sea posible la crisis. Por ello, y por la necesidad de respaldar la interpretación combinada de las crisis asiáticas, vemos, por otra parte, que la globalización financiera provoca determinados mecanismos en el sistema financiero internacional que, sumados a los parámetros fundamentales no muy buenos, permiten el estallido de crisis financieras en el tercer mundo, tal y como parece que ocurrió en Asia oriental.

INTRODUCCIÓN

Las crisis asiáticas han reavivado los debates sobre las causas de las crisis financieras. Más aún, han reabierto la eterna cuestión de si tales crisis tienen sus orígenes en el interior de los países afectados o en el funcionamiento del mercado financiero internacional. De hecho, hay autores que identifican determinadas deficiencias económicas (a veces también políticas o institucionales) internas de los países asiáticos (los denominados *fundamentals*, que vamos a llamar parámetros fundamentales), y consideran que tales deficiencias fueron causas de las crisis financieras¹. Otros autores, en cambio, encuentran las causas de las crisis financieras asiáticas en el funcionamiento del sistema financiero internacional², más concretamente en mecanismos que éste promueve o permite, como es el pánico financiero. Finalmente, hay autores que combinan ambas visiones y que consideran que unos parámetros fundamentales deficientes coadyuvaban en la generación de las crisis, pero que además fue necesario que operaran ciertos mecanismos (i.e. el pánico financiero) para que se produjeran los ataques especulativos que, en último término, provocaron las crisis³.

El objetivo de este estudio es demostrar que la interpretación combinada de las causas de las crisis asiáticas está justificada en virtud de algunas teorías sobre crisis financieras. A la vista de tal estudio teórico, y de los estudios empíricos que sobre las crisis financieras asiáticas se han realizado, concluimos que las crisis asiáticas fueron fruto tanto de unos parámetros fundamentales “intermedios” como de un determinado funcionamiento del sistema financiero internacional. Ambos factores (internos y externos) se aunaron para generar vulnerabilidad en los países asiáticos. Dicha vulnerabilidad permitió que un cambio de expectativas (sobre la determinación de los gobiernos de mantener inalterado su régimen cambiario) conllevara ataques especulativos y crisis financieras. Finalmente, y a la luz del caso asiático, proponemos ciertas medidas de política económica que podrían permitir la prevención de nuevas crisis financieras.

En el epígrafe 1 resumimos las aportaciones de los modelos de segunda generación en torno a la función que desempeñan unos parámetros fundamentales “intermedios” en el origen de las crisis financieras en general, y de las crisis asiáticas en particular. En el epígrafe 2 abordamos las explicaciones teóricas que permiten concluir que el funcionamiento del sistema financiero internacional, propiciado por la globalización, también es responsable de la generación de las crisis financieras, y de las crisis asiáticas en particular.

¹ Ver Corsetti *et al.* (1998), Bisignano (1999), FMI (1998a y b), Islam (1998), Kregel (1998a y b) y Krugman (1997 y 1998).

² Ver Bello, Bullard y Malhotra (1998), Sachs (1998) y Radelet y Sachs (1998a y b).

³ Alba *et al.* (1998), Banco Mundial (1998 y 1999), BAsD (1999), Chowdury (1999), Glick (1998), Jotzo (1999), Rana (1999), Wade (1998a, b y c) y Wade y Veneroso (1998a y b).

1. EL PAPEL DE LOS PARÁMETROS FUNDAMENTALES EN LA GENERACIÓN DE LAS CRISIS FINANCIERAS ASIÁTICAS

1.1. Los parámetros fundamentales en los modelos de segunda generación

Existen diversos modelos teóricos sobre crisis financieras que tratan de identificar las variables y mecanismos que conducen a las crisis desde un punto de vista nacional. Hay dos corrientes principales: los denominados modelos de primera generación⁴, que predominan en la literatura especializada durante los decenios de los 70 y los 80; y los denominados modelos de segunda generación⁵, que sustituyen a los anteriores desde principios de los años 90. La diferencia entre las dos corrientes estriba, entre otras cosas, en la función que otorgan a los parámetros fundamentales de la economía en la generación de las crisis financieras. Mientras que los modelos de primera generación presentan procesos en los que los parámetros fundamentales de la economía causan por sí mismos una crisis financiera, los modelos de segunda generación identifican procesos en los que los parámetros fundamentales simplemente abren la puerta a que las expectativas de los agentes privados se autocumplan. Más concretamente: los modelos de primera generación muestran incompatibilidades entre políticas económicas (normalmente entre las políticas fiscal y monetaria y la política cambiaria de mantenimiento de un tipo de cambio fijo) que conllevan un deterioro de los parámetros fundamentales que culmina, inevitable y predeciblemente, en una crisis financiera. En cambio, los modelos de segunda generación muestran que unos parámetros fundamentales “intermedios” (es decir, ni muy saneados ni muy deficientes) permiten que un cambio de expectativas origine una crisis financiera. Más adelante vemos que los modelos de segunda generación, además, dejan entrever que si unos parámetros fundamentales “intermedios” permiten el autocumplimiento de las expectativas es porque el país en cuestión está inmerso en un sistema financiero internacional determinado.

Es conveniente entender los dos conceptos básicos que aportan los modelos de segunda generación para entender la relación entre los parámetros fundamentales y la generación de una crisis financiera. Consideramos que dichos conceptos son: el autocumplimiento de las expectativas de los agentes privados y el equilibrio múltiple. En estos modelos el ataque especulativo y la consiguiente devaluación de la moneda se producen cuando el mercado espera que el gobierno devalúe su moneda. Es decir, se produce un ataque especulativo cuando los agentes privados consideran que los costes de mantener el ancla son demasiado elevados con respecto a los beneficios de mantenerla. Dichos costes de mantener el ancla (que al elevarse hacen que el gobierno decida devaluar) dependen, a su vez, de las expectativas del mercado. En otras palabras, las expectativas de devaluación traen consigo modificaciones en determinados parámetros fundamentales, lo que conlleva el incremento de los costes de mantener el ancla. Al ser más costoso mantener el ancla, aumentan las expectativas de devaluación que tienen los agentes privados. Y así el proceso se retroalimenta hasta que se produce un ataque especulativo contra la moneda local, que culmina en la devaluación de la misma. Vemos, pues, que la decisión del gobierno de dejar flotar la moneda depende en

⁴ Ver Krugman (1979), Flood y Garber (1984) y Connolly y Taylor (1984)

⁵ Ver Obstfeld (1986, 1994 y 1996), Jeanne (1997), Calvo (1998a), Chang y Velasco (1998) y Cole y Kehoe (1996 y 1998).

última instancia de las expectativas de los agentes privados. De ahí que se diga que las expectativas se autocumplen: si los agentes privados esperan que se devalúe, se elevan los costes de mantener el tipo fijo, y finalmente habrá que devaluar. Si, en cambio, esperan que no se devalúe, el gobierno podrá mantener el tipo fijo. Así, hay crisis que “no tendrían por qué haber ocurrido, sino que ocurren porque los agentes que participan en el mercado esperan que ocurran” (Obstfeld, 1994, p. 190). Por todo esto se puede concluir que unos parámetros fundamentales “intermedios” no son suficientes para que se produzca una crisis financiera, sino que ha de haber un proceso de retroalimentación entre las expectativas de devaluación y el empeoramiento de los parámetros fundamentales (incremento del coste de mantener el ancla) para que tal crisis ocurra.

Dependiendo de cómo sean las expectativas, se mantiene un tipo de cambio u otro, ambos en equilibrio. Así, hay varios equilibrios posibles (equilibrio múltiple), y cuál de ellos se imponga depende de las expectativas de devaluación de los agentes privados. Obstfeld en su modelo prototipo (Obstfeld, 1996), Cole y Kehoe (1996 y 1998) y Chang y Velasco (1998), entre otros, señalan que la existencia del equilibrio múltiple depende en última instancia de los parámetros fundamentales del país. Si las condiciones económicas de un país son muy buenas (i.e. no hay paro, no hay déficit público ni comercial, no hay problemas de liquidez en el sistema bancario...) el mantenimiento del ancla apenas tiene costes, con lo que no hay expectativas de devaluación y no se desata el proceso de retroalimentación. En cambio, si las condiciones económicas del país son muy malas, no es posible el equilibrio sin devaluación, y ésta se produce indefectiblemente, como en los modelos de primera generación. Así, el equilibrio múltiple se da en una banda (que puede ser anchísima) de valores intermedios de los parámetros fundamentales de la economía. Por ello se concluye que, aunque unos parámetros fundamentales no muy “buenos” no sean condición suficiente para el estallido de una crisis financiera, sí son condición necesaria.

La literatura sobre modelos de segunda generación, además de presentar los dos conceptos explicados, ofrece modelos concretos en los que se ofrecen diversos ejemplos de autocumplimiento y de equilibrio múltiple. En cada uno de ellos la naturaleza de los parámetros fundamentales es distinta. Es decir, algunos modelos se centran en cómo determinados parámetros comerciales abren la puerta al autocumplimiento de las expectativas, otros en cómo lo hacen determinados parámetros financieros, otros en cómo lo hacen determinados parámetros productivos, etc. De ello se concluye que cualquier parámetro fundamental “intermedio”, cualquiera que sea su naturaleza, puede coadyuvar en el desencadenamiento de una crisis financiera.

En resumen, de los modelos de segunda generación se extraen diversas lecciones sobre los parámetros fundamentales como causas de las crisis financieras. En primer lugar, observamos que el que existan deficiencias en los parámetros fundamentales puede no ser suficiente para que se produzca una crisis financiera. Unos parámetros fundamentales “intermedios” no conducen inevitable y predeciblemente a una crisis financiera, como consideraban los modelos de primera generación, sino que ésta se produce por la creencia de los agentes privados de que el gobierno tiene que devaluar su moneda. En segundo lugar, pese a que unos parámetros fundamentales no demasiado saneados no sean condición suficiente para el estallido de una crisis financiera, sí son una condición necesaria. En el caso en que el país en cuestión tuviera unos parámetros

fundamentales saneados, apenas habría costes de mantener el ancla, con lo que las expectativas de devaluación no se autocumplirían. En tercer lugar, los modelos de segunda generación demuestran que los parámetros fundamentales “intermedios” que abren la puerta al autocumplimiento de las expectativas pueden ser de cualquier naturaleza.

1.2. El caso asiático

A continuación tratamos de ver si un marco teórico como el arriba descrito es útil para entender las crisis financieras asiáticas. La pregunta que debemos hacernos es, en primer lugar, si efectivamente se puede hablar de equilibrio múltiple para los países asiáticos y si por tanto la crisis se dio por el autocumplimiento de las expectativas de los agentes privados. Numerosos estudios empíricos sobre las crisis asiáticas consideran que existían diversas deficiencias en los parámetros fundamentales asiáticos. Sobre tales deficiencias muchos consideran que no eran las deficiencias que convencionalmente se habían detectado antes del estallido de las crisis financieras, y que además no eran deficiencias tan graves como para dar lugar inevitablemente a las crisis financieras, sino que fue necesario un cambio de expectativas y los consiguientes ataques especulativos para que se produjera el abandono del tipo de cambio fijo⁶. Por tanto, los parámetros fundamentales en Asia oriental efectivamente desempeñaron el papel que los modelos de segunda generación les atribuyen: fueron necesarios para situar a los países asiáticos en una zona de crisis, en un estado de vulnerabilidad, pero no fueron suficientes para arrastrar a dichos países a la crisis, sino que hizo falta un cambio de expectativas sobre la determinación de los gobiernos de mantener su política cambiaria. No obstante, sería necesario un análisis ulterior de por qué se produjo el cambio de expectativas (sobre lo cual los modelos de segunda generación no dan ninguna explicación) y de la existencia de un vínculo causal entre dicho cambio de expectativas y las crisis.

A continuación vemos que hay determinados modelos concretos de segunda generación que incorporan algunos de los parámetros fundamentales que no estaban muy saneados en Asia oriental y que implicaron la vulnerabilidad de estos países a un cambio de expectativas. Como en otros modelos de segunda generación, en los modelos que aquí resumimos las deficiencias de algunos parámetros fundamentales son necesarias para la existencia del equilibrio múltiple y del autocumplimiento de las expectativas.

El objetivo de los modelos de Cole y Kehoe (1996 y 1998) es determinar cómo deben ser el nivel de deuda pública y la estructura de vencimientos de ésta (es decir, cómo deben ser determinados parámetros fundamentales de la economía) para que puedan darse crisis financieras como consecuencia de una pérdida de confianza en la política cambiaria del gobierno. El mismo objetivo del modelo indica que se trata de un modelo de expectativas que se autocumplen en un contexto de equilibrio múltiple, y que se considera que hay un estado de los parámetros fundamentales de la economía (en este

⁶ Alba *et al.* (1998), Banco Mundial (1998 y 1999), BAsD (1999), Bustelo *et al.* (1999), Chowdury (1999), Glick (1998), Jotzo (1999), Rana (1999), Wade (1998a, b y c) y Wade y Veneroso (1998a y b) ofrecen interpretaciones de este tipo de las crisis financieras asiáticas. En Bustelo *et al.* (1999), Glick (1998) y Jotzo (1999) además se considera que los parámetros fundamentales que no estaban muy saneados en Asia oriental no eran los convencionales antes de las crisis.

caso la deuda pública y su vencimiento) que hace posible la existencia de ese equilibrio múltiple. Estos autores llaman zona de crisis a ese estado de los parámetros fundamentales que permiten el autocumplimiento de las expectativas.

Las conclusiones principales del modelo son, por una parte, que la zona de crisis se “encoge” si el gobierno consigue reducir su deuda o alargar el vencimiento de ésta, con lo que el gobierno va a intentar cualquiera de las dos cosas para salir de la zona de crisis y evitar así estar a merced del autocumplimiento de las expectativas. Por otra parte, las medidas de prevención que consistan en incrementar el coste de la devaluación pueden ser contraproducentes si no implican el abandono de la zona de crisis. Dicho de otro modo, si las medidas de prevención no eliminan completamente la posibilidad de un autocumplimiento de las expectativas, sólo logran que la crisis, de producirse, sea más aguda.

En Asia oriental no había unos niveles de deuda pública considerables⁷, con lo que no se puede concluir que este modelo explique adecuadamente qué es lo que situó a los países asiáticos en una zona de crisis. No obstante, la deuda externa de Asia oriental sí era una deuda a corto plazo. “Pensamos que una versión de nuestro modelo que incorpore un sistema bancario privado con garantías gubernamentales explícitas o implícitas a los prestamistas extranjeros puede dar cuenta de estas crisis [las de Asia oriental]” (Cole y Kehoe, 1998, p. 32).

En cualquier caso, hay dos modelos en los que los parámetros fundamentales deficientes que abren la puerta al autocumplimiento de las expectativas coinciden bastante más con los que pudieron hacerlo en los países asiáticos. Veámoslos.

Calvo (1998a) considera que los parámetros fundamentales que permiten una crisis de autocumplimiento de expectativas son las vulnerabilidades del sistema bancario, las cuales surgen por una combinación de unas políticas compensatorias del riesgo-país y de una entrada masiva de capitales. El autor considera, asimismo, que el déficit por cuenta corriente no desempeña un papel tan importante en la generación de una crisis financiera como las variables financieras (sobre todo el desajuste entre el vencimiento de los activos y el de los pasivos de los bancos comerciales). El argumento que desarrolla este autor es el siguiente:

En primer lugar, el autor afirma que la soberanía de los gobiernos conlleva vulnerabilidad financiera. Si esto es así es porque existe incertidumbre sobre hasta qué punto los gobiernos tienen la determinación de mantener sus políticas económicas. Dicha incertidumbre conlleva un riesgo para los inversores extranjeros, denominado riesgo-país. Los mercados de seguros son incapaces de cubrir todo ese riesgo que la incertidumbre trae consigo. De ahí que sea el gobierno el que trate de compensar dicho riesgo ofreciendo subsidios a las inversiones y a las entradas de capital o imponiendo controles a la salida de capitales. Las garantías institucionales son un ejemplo de los mecanismos de compensación de riesgo a que este modelo se refiere. La vulnerabilidad financiera surge porque las garantías suelen conducir a los bancos comerciales a prestar para inversiones no líquidas. Esta idea está bien explicada en Calvo (1996): “si los

⁷ Para un análisis empírico del estado de numerosos parámetros fundamentales de Asia oriental en los años previos a las crisis ver Bustelo *et al.* (1999).

depositantes creen que el banco central actuará como prestamista de último recurso, apenas tendrán incentivos para supervisar la calidad y las características de los préstamos bancarios. En particular, no se preocuparán por la existencia de un desajuste de vencimientos en el que los préstamos son a más largo plazo que los depósitos” (Calvo, 1996, p. 7).

En segundo lugar, la entrada masiva de capitales también trae consigo un incremento de la vulnerabilidad financiera. Los capitales extranjeros aumentan la vulnerabilidad del sistema bancario porque, por una parte, son normalmente a corto plazo⁸; y porque, por otra parte, hacen que haya más fondos disponibles para proyectos de inversión a largo plazo. Además, los agentes privados esperan que la entrada de capital sea temporal y que la economía antes o después vuelva a su estado inicial. Así pues, como los agentes privados son conscientes de la vulnerabilidad del sistema a la reversibilidad de los capitales, aumentan sus expectativas de una crisis bancaria. Ésta traería consigo una crisis cambiaria al entrar en juego las garantías ofrecidas por el banco central. Además, el *herding* (Calvo y Mendoza, 1998) hace que los inversores no necesiten mucha información para retirar sus fondos, sino que tienden a seguir los rumores del mercado, con lo que se hace más posible la crisis⁹.

Chang y Velasco (1998) desarrollan un modelo en el que, al igual que en el que acabamos de describir, la falta de liquidez del sistema financiero es lo que genera vulnerabilidad a un cambio de expectativas. Asimismo se muestra cómo dicha falta de liquidez deriva de la llegada masiva de capital extranjero (especialmente si es a corto plazo) y de la liberalización del mercado financiero interior. Al igual que en el modelo anterior los bancos comerciales actúan como “transformadores de plazos” (*maturity transformers*), lo que favorece el crecimiento económico pero también abre la puerta a crisis bancarias de autocumplimiento de expectativas.

La entrada de préstamos extranjeros aumenta la vulnerabilidad del sistema bancario a través de dos vías. En primer lugar, por la actitud de los inversores extranjeros. Éstos pueden decidir, individual y racionalmente, no renovar su crédito porque esperen que el resto de los prestamistas no van a hacerlo y que va a haber una crisis bancaria (es decir, que hay pánico financiero y autocumplimiento de las expectativas). En segundo lugar, por la estructura de vencimientos de los capitales recibidos. Cuanto más corto es el plazo de vencimiento del capital que entra en el país, mayor es la probabilidad de una crisis bancaria. Y cuanto mayor sea la deuda externa, mayor es la vulnerabilidad del sistema bancario, pero sólo en el caso de que dicha deuda externa esté compuesta fundamentalmente por deuda a corto plazo.

También la liberalización financiera aumenta la vulnerabilidad del sistema bancario. En Chang y Velasco (1998) se tienen en cuenta dos políticas concretas de liberalización financiera: la disminución del requisito de reservas a los bancos

⁸ En el epígrafe 2.2 se justifica dicha afirmación al explicarse que la globalización financiera acorta los vencimientos de los capitales que fluyen a los mercados emergentes. Además, hay otro modelo (Calvo, 1998b) que considera que incluso los capitales en forma de inversión extranjera directa pueden llevar a crisis de autocumplimiento de las expectativas. El corto plazo sólo incrementa la probabilidad de que tal crisis ocurra.

⁹ El *herding* se trata más detenidamente en el epígrafe 2.1.

comerciales y el incremento del grado de competencia en el sector bancario. Ambas políticas favorecen el crecimiento económico pero facilitan el estallido de una crisis por autocumplimiento de expectativas.

Al igual que en el modelo anterior, la crisis bancaria conlleva una crisis cambiaria por la existencia de un tipo de cambio fijo y por el hecho de que el banco central actúa como prestamista de último recurso. Esto es así porque, al producirse la retirada de depósitos, el banco central otorga un crédito de emergencia a los bancos comerciales, lo que puede agotar las reservas del primero. De esa forma se evita la crisis bancaria pero se produce una crisis cambiaria. Si, en cambio, el régimen cambiario es una junta monetaria (*currency board*), el banco central no actúa como prestamista de último recurso. Entonces la crisis bancaria provoca la quiebra de los bancos comerciales, pero la paridad sobrevive.

Combinando ambos modelos obtenemos una descripción bastante fiel de los problemas financieros que pusieron a los países asiáticos en una situación de vulnerabilidad. La liberalización del sistema financiero interior, la entrada masiva de capitales (que fue, en parte, consecuencia de dicha liberalización) y la incertidumbre sobre las políticas gubernamentales implicaron un desajuste entre los vencimientos de los activos y de los pasivos de los bancos comerciales, lo que supuso la entrada de dichos países en la denominada zona de crisis. Además, la recepción masiva de capitales aumentó la vulnerabilidad a las crisis porque incrementó la posibilidad de que se diera un pánico financiero. Por supuesto estos modelos tan sólo muestran los parámetros fundamentales de naturaleza financiera que hicieron vulnerables a los países asiáticos. Si atendemos al análisis realizado en Bustelo *et al.* (1999), también había problemas comerciales (caída del ritmo de crecimiento de las exportaciones y deterioro de la balanza por cuenta corriente) y productivos (caída de la rentabilidad de la inversión y burbuja especulativa) en los años previos a las crisis. No obstante, se considera que las deficiencias comerciales eran de menor trascendencia que las financieras, y que las productivas derivaban, al menos en parte, de los problemas financieros descritos: de no ser por la entrada masiva de capitales no podría haberse dado el *boom* de crédito y la sobreinversión o la burbuja especulativa.

1.3. Conclusiones

Del estudio de los modelos de segunda generación se extrae que unos parámetros fundamentales “intermedios”, cualquiera que sea su naturaleza, son necesarios pero no suficientes para causar una crisis financiera. Asimismo se concluye que si no son suficientes es porque es necesario que además se dé un cambio de expectativas privadas sobre la determinación del gobierno de mantener su política cambiaria. Por otra parte, vemos que el caso asiático podría explicarse bastante bien con unos modelos de segunda generación en los que se subrayase la importancia de determinados parámetros financieros como causas últimas de las crisis (como es el caso en Calvo 1998a y en Chang y Velasco, 1998). No obstante, parece lógico pensar que además de determinados problemas internos hace falta un determinado contexto financiero internacional que haga vulnerable a las economías emergentes a un cambio de expectativas. Esta idea, la existencia de unos mecanismos financieros internacionales que hacen vulnerables a las economías emergentes, igual que las hacen vulnerables unos

parámetros fundamentales “intermedios”, está apuntada en los modelos de segunda generación.

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, éstos no dicen cuáles son esas “reglas del juego”. Además, los dos últimos modelos descritos (Calvo, 1998a; Chang y Velasco, 1998) 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. El modelo de Chang y Velasco (1998) hace referencia explícitamente 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, pero que suministran un marco teórico en el que dicho papel puede inscribirse. En el epígrafe 2 estudiamos los mecanismos por los que el sistema financiero actual (más concretamente la globalización financiera) aumenta la probabilidad de que ocurran crisis financieras, sobre todo en países no desarrollados.

2. EL PAPEL DE LA GLOBALIZACIÓN EN LA GENERACIÓN DE LAS CRISIS FINANCIERAS ASIÁTICAS

En el epígrafe anterior, hemos visto que los modelos de segunda generación dejan entrever la importancia que podría tener la globalización en el desencadenamiento de las crisis financieras del último decenio. Por este motivo, en el presente epígrafe estudiamos los efectos negativos que el actual proceso de globalización financiera puede conllevar y, de forma más precisa, el papel que puede haber desempeñado en la generación de las crisis asiáticas¹⁰. Hemos identificado dos mecanismos mediante los cuales la globalización financiera puede haber intervenido en el estallido de las crisis asiáticas. El primero de estos mecanismos es internacional: la globalización financiera confiere mayor volatilidad a los mercados financieros internacionales, fundamentalmente mediante el incremento de la asimetría de la información. El segundo de estos mecanismos es interno: el proceso de globalización financiera altera los parámetros fundamentales financieros de las economías emergentes. La suma de ambos mecanismos incrementa el riesgo de crisis financiera y, parece explicar, al menos parcialmente, las crisis financieras asiáticas de los años 1997-1999.

2.1. Globalización financiera y volatilidad

La volatilidad de un activo se define como el riesgo de dicho activo y se mide, en el caso de los activos de renta fija, por la prima de riesgo que se suma al tipo de interés gubernamental. No hay consenso entre los economistas sobre si la globalización financiera ha provocado un incremento o una disminución de la volatilidad en los mercados financieros internacionales. El enfoque más convencional considera que la liberalización e internacionalización de los movimientos de capital ha traído consigo una disminución de la volatilidad (Stulz, 1999). El motivo sería que los inversores tienen acceso a un número mayor de inversiones y, mediante la diversificación de sus carteras, reducen el riesgo total de la cartera.

Sin embargo, existe una postura más heterodoxa (Hermalin y Rose, 1999) que afirma que la globalización financiera agudiza los fallos de mercado inherentes a cualquier mercado financiero local, provocando un incremento de la volatilidad. Desde este punto de vista, hay tres vías mediante las cuales se intensifican los fallos de mercado: la asimetría de la información, el uso de productos financieros derivados y, por último, el papel de los fondos de inversión colectiva. Analicemos ahora en mayor detalle dicha hipótesis heterodoxa sobre la volatilidad de los mercados financieros.

a) Asimetría de la información

Según Hermalin y Rose (1999), cualquier mercado financiero sufre el problema de la asimetría de la información. La asimetría de la información simplemente recoge el hecho de que la información en los mercados financieros no es perfecta, es decir, que se reparte de forma desigual entre los agentes que participan en dicho mercado. Por ejemplo, en cualquier contrato de deuda, el prestatario siempre tiene más y mejor información que el prestamista acerca de la rentabilidad esperada del proyecto para el cual se está endeudando.

¹⁰ Véase el gráfico al final del texto.

Según Mishkin (1996 y 1998), la asimetría de la información da lugar a dos tipos de problemas: la selección adversa y el riesgo moral. En lo que respecta a la selección adversa, el autor considera que los prestamistas que tienen poca información acerca de las condiciones particulares de una determinada economía proveen de fondos a aquellos prestatarios que ofrecen mayores tipos de interés. Como el tipo de interés refleja el riesgo de un proyecto, esto significa que los prestamistas poco informados conceden créditos para proyectos de baja calidad asociados a altos riesgos de impago. Si la rentabilidad del proyecto supera el coste del préstamo, los beneficios de dicho proyecto se reparten entre el prestamista y el prestatario. Por el contrario, si el proyecto fracasa, las pérdidas las soporta exclusivamente el prestamista. Este hecho conduce al problema del riesgo moral: el prestatario tiene pocos incentivos para invertir en proyectos de alta calidad. Como no soportaría ningún tipo de pérdida en caso de que el proyecto para el que se endeudó fallara, simplemente elige proyectos con altas rentabilidades, es decir, los proyectos más arriesgados.

La falta de información que resulta de la asimetría de la información implica un coste para el prestamista. El prestamista tiene, pues, dos alternativas: o bien puede invertir una cierta cantidad de recursos para adquirir información adicional acerca de la rentabilidad esperada del proyecto del deudor o bien puede simplemente incurrir en un riesgo mayor. A medida que aumenta la asimetría de la información, mayor es el incremento del coste de obtener información adicional o el incremento del riesgo (Hermalin y Rose, 1999). El prestamista generalmente elige la segunda opción, incurriendo en un riesgo mayor. Esto se explica por la teoría del *free rider*. El concepto del *free rider* ya fue descrito por Akerlof en 1970. Este problema surge cuando un agente económico usa la información de otro agente para evitar invertir sus propios recursos. En algunos mercados, los agentes usan la información disponible en el mercado para evaluar la calidad de sus inversiones potenciales. En consecuencia, los agentes que operan en estos mercados tienen pocos incentivos para invertir en información adicional, ya que los beneficios de dicha inversión serían compartidos por todos los demás agentes que operan en el mercado. Como resultado, hay pocas inversiones realizadas en información adicional y la calidad media de los productos consumidos es menor. En los mercados de deuda, este tipo de problema surge cuando un determinado prestamista tiene poca información acerca de un determinado prestatario (o mercado de prestatarios) y decide seguir las decisiones de otros prestamistas, basándose en la mejor información de estos otros, en vez de adquirir su propia información. Este mismo comportamiento también se define como *herding* y ha sido formalizado en algunos modelos teóricos (i.e. Calvo y Mendoza, 1998).

De acuerdo con la postura heterodoxa (Hermalin y Rose, 1999), la asimetría de la información se agudiza cuando el mercado financiero local se internacionaliza. En otras palabras, la asimetría de la información aumenta cuando el prestamista y el prestatario pertenecen a dos economías muy distintas. El prestamista tiene entonces menos información acerca del prestatario de la que tendría si éste último perteneciera al mercado local. Por lo tanto, la volatilidad asociada a las operaciones financieras es mayor en mercados globales que en mercados financieros domésticos¹¹.

¹¹ La teoría convencional también ha analizado el efecto de la globalización en la asimetría de la información (Stulz, 1999) y ha llegado a conclusiones opuestas. Desde este punto de vista, la asimetría de

b) Productos derivados

Según Hermalin y Rose (1999), la segunda vía mediante la cual aumenta la volatilidad en los mercados financieros cuando éstos se internacionalizan es el uso de instrumentos financieros derivados. El uso de este tipo de productos trae consigo un aumento de los flujos transnacionales de capital (Garber, 1998) y, en consecuencia, un incremento de la asimetría de la información y, por ende, de la volatilidad financiera.

Garber (1998) explica los mecanismos mediante los cuales el uso de derivados resulta en un aumento de los flujos internacionales de capital mediante la descripción del funcionamiento de una serie de instrumentos de este tipo. Uno de los ejemplos es sobre un *swap* de divisas básico. Supongamos que una compañía norteamericana que necesita fondos decide emitir bonos. Supongamos también que, por cualquier motivo, el coste financiero de emitir dichos bonos es inferior en Alemania que en Estados Unidos. Por tanto, la compañía americana toma la decisión de emitir bonos en Alemania. Sin embargo, los prestamistas alemanes insisten en recibir los pagos en marcos alemanes. Por el contrario, la firma estadounidense prefiere realizar los pagos en dólares, ya que sus ingresos están denominados en dicha moneda. Para solventar el problema, la compañía norteamericana firma un contrato de *swap* de divisas básico con un banco norteamericano. En cada vencimiento, la compañía americana desembolsa una cantidad predeterminada de dólares al banco que, a su vez, entrega una cantidad predeterminada de marcos alemanes a la empresa estadounidense. Dicha empresa utiliza los marcos alemanes para hacer frente al pago de los vencimientos de los bonos. Este tipo de operaciones permite a los agentes económicos beneficiarse de condiciones económicas más ventajosas en mercados extranjeros. Sin la existencia de los contratos de *swap*, la compañía americana probablemente habría emitido bonos en el mercado norteamericano a un coste mayor y no se habría registrado ninguna operación financiera internacional.

Los derivados de divisas no son el único tipo de instrumento derivado que conduce a un incremento de los flujos transnacionales (Garber, 1998). Otros derivados, como los *swaps* de tipos de interés tienen el mismo efecto. Supongamos que, por algún motivo, una compañía norteamericana quiere captar fondos en Alemania. Supongamos, asimismo, que una empresa alemana quiere obtener fondos en Estados Unidos. Sin embargo, el coste del préstamo en el mercado estadounidense es inferior para la empresa americana que para la alemana. Del mismo modo, los fondos que pueden obtenerse en el mercado alemán resultan más baratos para la empresa alemana que para la norteamericana. Por este motivo, las dos empresas firman un *swap* de tipos de interés: la empresa alemana se endeuda con un prestamista alemán por un importe equivalente al requerido por la firma estadounidense mientras que la empresa americana se endeuda con un banco americano por la cantidad de dinero que necesite la compañía alemana. Al inicio de la operación, las dos empresas intercambian los fondos solicitados. Es decir, la empresa americana entrega a la firma alemana la cantidad de dinero recibida del banco estadounidense mientras que la firma alemana transfiere a la empresa estadounidense el importe del préstamo concedido por el banco alemán. Además, en cada vencimiento, las

la información se reduce con la internacionalización de los mercados financieros, fundamentalmente como consecuencia de la creciente competencia que se genera en el sector financiero.

dos compañías intercambian los pagos. De este modo, ambas empresas obtienen los fondos que requerían a menor coste. Sin la existencia del *swap* de tipos de interés, el coste del préstamo alemán para la empresa americana sería mayor y por lo tanto, quizás habría incitado a dicha compañía a captar fondos en el mercado local. Ocurriría lo mismo con la empresa alemana. Siendo así, no se habría registrado ningún flujo transnacional.

Resumiendo, el uso de derivados (ya sean de divisas o de otro tipo) fomenta el flujo internacional de capitales. Recordemos que, según Hermalin y Rose (1999), la globalización financiera incrementa la asimetría de la información y por lo tanto, la volatilidad. En consecuencia, el uso de derivados aumenta la volatilidad en los mercados financieros.

c) Fondos de inversión colectiva

Según Hermalin y Rose (1999), los fondos de inversión colectiva (como “fondos de cobertura” o *hedge funds*, fondos de pensiones, mutualidades, compañías de seguros...) también contribuyen al incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales¹². Esto sería así, por una parte, porque este tipo de inversores tiende a negociar volúmenes mayores de capital que otros inversores de menor tamaño. Por lo tanto, su actividad en los mercados financieros puede redundar en mayores incrementos o disminuciones de los precios de los activos. Por otra parte, a pesar del mayor volumen de información que pueden llegar a gestionar, los fondos de inversión colectiva suelen estar sujetos en mayor medida a comportamientos de *herding*. Según Sias (1996), los motivos de este comportamiento por parte de estos inversores son tres: en primer lugar, la alta homogeneidad de la naturaleza de esta comunidad (que implica similitudes en las decisiones de inversión); en segundo lugar, la asimetría de los incentivos o coste reputacional¹³ (las pérdidas atribuibles a los fracasos superan los beneficios de los éxitos) y, por último, el característico corto plazo de sus decisiones de inversión.

d) Conclusiones para las crisis asiáticas

Los análisis empíricos muestran que los mercados de instrumentos financieros derivados aún están poco desarrollados en economías emergentes como las asiáticas (BIS, 1999). Además, en lo que se refiere a los fondos de inversión colectiva, un estudio de Brown *et al.* (1998) muestra que este tipo de inversores, en particular los *hedge funds* no tomaron parte destacada en la retirada masiva de capitales que tuvo lugar en Asia oriental en 1997. Por lo tanto, la única vía por la que la globalización financiera puede haber generado un aumento de la volatilidad financiera en los mercados emergentes asiáticos es mediante el incremento de los flujos internacionales de capital. Si bien no hemos hallado ningún estudio que trate de relacionar empíricamente ambas variables, sí podemos observar la evolución de los indicadores de volatilidad en las economías

¹² Sobre este punto, la teoría convencional mantiene la postura contraria: los fondos de inversión colectiva contribuyen a la disminución de la volatilidad de los mercados financieros. Su argumentación se basa fundamentalmente en el mayor grado de información que poseen dichos inversores sobre sus proyectos de inversión y la mejor gestión de dicha información con respecto a otros inversores de menor tamaño.

¹³ Sobre el coste reputacional, ver Calvo y Mendoza (1998).

emergentes asiáticas desde su inclusión en el actual proceso de globalización financiera, esto es, desde principios de la década de los 90.

En términos más generales, parece que, por lo que se refiere a las economías emergentes¹⁴, el análisis heterodoxo prevalece sobre la teoría convencional: Eatwell (1996) señala que la volatilidad en los mercados financieros emergentes supera la de los países desarrollados en la última década. Creemos que esto es así porque la reducción del riesgo mediante la diversificación de las carteras solamente puede darse *ceteris paribus*. En otras palabras, el riesgo disminuye tan solo si el volumen invertido en adquirir información adicional crece proporcionalmente con el incremento de la asimetría de la información que se produce cuando el mercado financiero interno doméstico se internacionaliza. Como hemos visto, el problema del *free rider* impide que se produzca dicho incremento de inversión en información. Por lo tanto, en un mercado global, la cantidad de recursos invertidos en información adicional es inferior al necesario para mantener el nivel de asimetría de la información que se daba en el mercado local. El resultado probablemente consiste en una reducción de la volatilidad media cuando los fondos se invierten en mercados no locales pero sí conocidos (aumento leve de la asimetría de la información), por ejemplo, inversiones intra-americanas, intra-europeas o intra-asiáticas. Por el contrario, la volatilidad financiera aumenta cuando las operaciones son inter-zona (aumento sensible de la asimetría de la información), por ejemplo, inversiones americanas en el sudeste asiático.

2.2. Globalización financiera y deterioro de los balances del sistema bancario

La finalidad de este epígrafe es explicar las deficiencias económicas internas que la globalización financiera pudo provocar en las economías emergentes asiáticas en el periodo previo a las crisis económicas. En primer lugar, estudiamos la postura de ciertos autores que, de forma parecida a los modelos de segunda generación estudiados (sobre todo Calvo, 1998a y Chang y Velasco, 1998), mantienen que la liberalización financiera aumenta la vulnerabilidad a crisis financieras o, al menos, la fragilidad financiera (Fischer y Chénard, 1997; Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1999). En segundo lugar, vemos que éste análisis se adapta a los hechos ocurridos en Asia oriental.

En 1985, Díaz-Alejandro ya alertaba, sobre la base de la experiencia del Cono Sur de América Latina a principios de los años ochenta, sobre la posibilidad cierta de que la liberalización pudiese acabar en *crash* financiero (Díaz-Alejandro, 1985). Por una parte, la liberalización financiera incrementa la cuantía y la proporción de los créditos e inversiones en actividades de alto riesgo. Dicho aumento de las actividades de riesgo en las operaciones de préstamo obedece al alza de los tipos de interés de los créditos (siempre, claro está, que esos tipos se hayan liberalizado), a la reducción de los controles cuantitativos y cualitativos del gobierno sobre los créditos, a la entrada de operadores nuevos y sin experiencia en el sector y a la menor supervisión y regulación (salvo que la vigilancia aumente de manera paralela a la liberalización). Otros factores del aumento del riesgo son la ausencia de personal cualificado en las instituciones financieras para valorar tal riesgo adecuadamente (y la dificultad para contratar a esos especialistas), el carácter limitado de la responsabilidad de los gerentes de los bancos en

¹⁴ Los indicadores de volatilidad han permanecido relativamente estables en los países industrializados desde el colapso del sistema de Bretton Woods en 1973, excluyendo el periodo 1992-93 (Eatwell, 1996).

caso de insolvencia, la existencia de garantías gubernamentales implícitas o explícitas y la reducción, al pasar de un sector restringido a otro con más instituciones, de los beneficios de monopolio o de oligopolio, esto es, del coste relativo de la quiebra. Por otra parte, la eliminación de los controles gubernamentales sobre los tipos de interés (de depósitos y/o de préstamos) y sobre la asignación del crédito conlleva un aumento rápido de los créditos bancarios, un crecimiento importante de los tipos de interés, un deterioro en la calidad de las carteras de préstamos, una menor capitalización de los bancos y, en ocasiones, un exceso de préstamos a empresas vinculadas a la institución financiera. Así, “el riesgo de insolvencias bancarias y, más en general, de crisis bancarias sistémicas puede ser mayor en sistemas financieros liberalizados” (Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1999, p. 307).

Las economías emergentes de Asia oriental emprendieron un proceso de liberalización financiera acelerada al principio de esta década. Dicho proceso incluyó tanto la desregulación financiera interna como la apertura de la cuenta de capital y fue el resultado de la suma de dos factores, el primero interno y el segundo externo. En primer lugar, los responsables de política económica de estos países consideraron que la liberalización financiera era necesaria para incrementar la competencia en el sector financiero y reducir, por ende, los tipos de interés de los préstamos. En segundo lugar, la apertura financiera también se vio impulsada por el actual proceso de globalización financiera ya que la atracción de capital extranjero se estaba volviendo mucho más competitiva (entre economías emergentes) y dicha actividad resultaba mucho más fácil en un marco económicamente abierto.

El proceso de liberalización financiera acelerada, sumado al incremento de los flujos de capital transnacionales (y el consiguiente incremento en la asimetría de la información) que trajo consigo la globalización financiera, provocó un rápido aumento de las entradas de capital. Esto se explica por el hecho de que a raíz del proceso de liberalización financiera que se inició en los países de la OCDE en los 70, hubo un creciente volumen de fondos en busca de mayores rentabilidades. Los países industrializados empezaron a invertir sus ahorros en economías emergentes, especialmente en América Latina y en Asia oriental. Además, el incremento de la asimetría de la información provocado por el incremento en los flujos transnacionales dio lugar a la particular estructura de las entradas de capital en Asia oriental, es decir, en las que predominaron los préstamos bancarios a corto plazo denominados en moneda extranjera.

Resumiendo, puede decirse que la globalización financiera incidió, por una parte, en el proceso de liberalización financiera acelerada de los países de Asia oriental y, por otra parte, en el volumen y composición de los flujos de capital extranjero que estos países recibieron.

El rápido aumento de las entradas de capital en las economías emergentes de Asia resultó en un *boom* de crédito. Dicho crecimiento del crédito, sumado a una serie de factores internos, provocó un exceso de riesgo en las operaciones financieras. Estos factores fueron: (1) la falta de experiencia en operaciones internacionales por parte de los agentes económicos internos; (2) un sistema de regulación y supervisión de las

operaciones financieras aún endeble¹⁵; (3) la caída en el coste del dinero (ya que los inversores locales tenían acceso a fondos más baratos a raíz de la apertura financiera) y (4) la política de ancla al dólar (que reducía el riesgo percibido de tipo de cambio). Estos cuatro factores están directamente ligados al proceso acelerado de liberalización financiera, no porque fueran consecuencia de éste (ya que eran problemas que ya se daban en estas economías cuando aún permanecían cerradas, salvo el punto 3) sino porque la apertura financiera convirtió estas deficiencias internas en auténticos factores de riesgo para la estabilidad financiera de estas economías. El riesgo excesivo en el que empezó a incurrirse en las operaciones financieras condujo a un deterioro de los balances de los bancos domésticos.

2.3. Riesgo de crisis financiera

Según la teoría de la vulnerabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998), existen cuatro factores que, en un contexto de liberalización financiera, pueden aumentar la fragilidad financiera de una economía y, por ende, el riesgo de sufrir una crisis cambiaria o bancaria. Estos factores son: (1) las subidas de tipos de interés, (2), el aumento de la incertidumbre, (3) las caídas de los precios de los activos y, por último (4) los problemas del sector bancario. Según el autor, la aparición de cualquiera de estos cuatro factores implica un empeoramiento de los problemas de selección adversa y riesgo moral que redundan en un incremento de la fragilidad financiera y del riesgo de crisis.

Como ya vimos en el epígrafe 2.1, la teoría heterodoxa relaciona la globalización de los mercados financieros con un incremento de la volatilidad. Desde nuestro punto de vista, el incremento de la volatilidad puede dar lugar a un incremento de la incertidumbre. Así pues, parece que dos de los cuatro factores que provocan un incremento en el riesgo de crisis financiera, según Mishkin, es decir, la incertidumbre y el deterioro de los balances bancarios, se dieron en las economías emergentes asiáticas en el periodo previo a la crisis.

Por lo que se refiere a la incertidumbre, Mishkin (1996 y 1998) sugiere que la aparición de, por ejemplo, problemas políticos o financieros, rumores de mercado o *crash* bursátiles provoca el agravamiento de la selección adversa y el riesgo moral ya que los prestamistas tienen mayores dificultades para distinguir los prestatarios “buenos” de los “malos”. En cuanto al deterioro de los balances bancarios, Mishkin sostiene que la disminución del valor neto de una firma aumenta el problema del riesgo moral. Esto es así porque cada vez que una empresa se endeuda para invertir en un nuevo proyecto, está arriesgando sus fondos propios, además del dinero concedido por el prestamista. Por lo tanto, cuanto menor sea el valor neto del prestatario, menor es la proporción de fondos propios (en relación con los fondos ajenos) que la empresa está arriesgando en cada proyecto. Como resultado, aquellas empresas con alto grado de apalancamiento son más propensas al riesgo que aquellas otras que tienen una menor proporción de fondos ajenos, ya que están arriesgando, sobre todo, los fondos de sus prestamistas y no los suyos propios.

¹⁵ Los dos primeros factores enumerados corresponden a las deficiencias internas que identifica Mishkin (1999) en la adaptación de su teoría de la vulnerabilidad financiera al caso particular de las crisis asiáticas.

Hasta aquí hemos estudiado cómo la globalización financiera puede provocar un incremento de la vulnerabilidad financiera de un país por dos vías: una nacional y otra internacional. Es más, estos dos mecanismos pueden interactuar propagando la asimetría de la información de los mercados internacionales al sistema financiero interno. Con respecto a la vía nacional, vemos que la globalización financiera puede empeorar el estado de determinados parámetros fundamentales financieros, situando a los países en la zona de crisis definida en los modelos de segunda generación (ver epígrafe 1). En definitiva, Asia oriental sufría un estado de vulnerabilidad financiera derivado tanto de la incertidumbre generada por el proceso de globalización, como de unos parámetros fundamentales “intermedios” (sobre todo parámetros financieros, también influidos por la globalización). Ambos factores (la incertidumbre y los parámetros financieros endeblados) aumentaron el riesgo de los países asiáticos de sufrir una crisis financiera. No obstante, consideramos, siguiendo los modelos de segunda generación, que es necesario un cambio de expectativas de los agentes privados para que se produzca el ataque especulativo y finalmente la crisis.

CONCLUSIONES

Este trabajo ha mostrado diversas aportaciones teóricas sobre el papel de los parámetros fundamentales y de la globalización en la generación de crisis financieras en general, y de las crisis asiáticas en particular. Con ello se ha tratado de proveer de respaldo teórico a la interpretación sobre las crisis de Asia oriental que considera que dichas crisis estuvieron provocadas tanto por deficiencias económicas internas como por un determinado funcionamiento del sistema financiero internacional.

Hemos visto que los modelos de segunda generación explican bastante bien el papel que unos parámetros fundamentales “intermedios” desempeñaron en la generación de las crisis asiáticas: ciertas deficiencias (sobre todo financieras) fueron necesarias pero no suficientes para que un cambio de expectativas sobre la capacidad de los gobiernos asiáticos de mantener sus regímenes cambiarios se convirtiera en una crisis financiera. Asimismo, hemos visto que los modelos de segunda generación dejan entrever que el autocumplimiento de las expectativas, dados unos parámetros fundamentales “intermedios”, sólo es posible en un determinado contexto financiero internacional. Por ello, ha sido necesario estudiar cómo la globalización financiera genera un incremento de la vulnerabilidad financiera de las economías emergentes (en particular, de las economías asiáticas): la globalización, por una parte, ha incrementado la incertidumbre en los mercados financieros, y por otra parte, ha incidido en el deterioro de los parámetros fundamentales financieros en Asia oriental (concretamente en el deterioro de los balances bancarios).

Con arreglo a los modelos de segunda generación es necesario que se registre un cambio de expectativas sobre la capacidad de los gobiernos para mantener sus regímenes cambiarios para que se produzca el ataque especulativo que, en último término, da lugar a la crisis. En este trabajo hemos mostrado los factores que nacional e internacionalmente confieren vulnerabilidad a dicho cambio de expectativas. Pero ¿qué es lo que provoca el cambio de expectativas? Ni los modelos de segunda generación ni la teoría sobre vulnerabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998) dan una respuesta a tal pregunta. Sería necesario profundizar en el estudio de qué determina los cambios en las expectativas de los inversores con el fin de poder prevenir futuras crisis financieras.

En definitiva, hemos visto que unos factores tanto internos (parámetros fundamentales “intermedios”) como externos (aquellos que permiten el pánico financiero) han causado las crisis financieras asiáticas. De todo esto podemos extraer algunas lecciones de política económica. En primer lugar, los gobiernos tienen la responsabilidad de procurar el saneamiento de los parámetros fundamentales para salir de la zona de crisis. Así se evitaría el autocumplimiento de las expectativas. En segundo lugar, los gobiernos deberían ser cautelosos con los procesos de liberalización financiera: no deben permitir que unas necesidades internas y/o la globalización financiera impliquen que el proceso de liberalización financiera sea demasiado acelerado. En tercer lugar, los gobiernos también tienen la responsabilidad de cerrar la otra vía por la que la globalización financiera conduce a un incremento de la fragilidad financiera, es decir, la entrada masiva de capitales extranjeros a corto plazo y denominados en moneda extranjera. Por lo tanto, deberían establecerse controles de capital que filtraran aquellos capitales que pudieran resultar más peligrosos para la

estabilidad financiera del país. En realidad, las dos últimas medidas son casos particulares de la primera. Es decir que mediante una liberalización financiera cautelosa y/o mediante el control de las entradas de capital, los gobiernos evitan que ciertos parámetros fundamentales de sus economías se deterioren y, por lo tanto, evitan la entrada en la zona de crisis.

En cuarto lugar, incluso cuando las vulnerabilidades financieras internas son corregidas, existen unos fallos de mercado característicos de los mercados financieros internacionales. Por tanto, consideramos que los gobiernos, colectivamente, deberían tratar de diseñar una nueva arquitectura financiera internacional que contrarreste los efectos negativos de dichos fallos de mercado. Uno podría pensar que ambos grupos de medidas son sustitutivos, es decir, que una vez que los gobiernos hubieran conseguido sacar a sus economías de la zona de crisis, no habría necesidad alguna de contrarrestar los efectos negativos de la globalización financiera. Sin embargo, no es posible determinar con mucha precisión cuál es la zona de crisis, teniendo en cuenta que existe ésta viene determinada por cualquier tipo de parámetro fundamental deficiente, y teniendo en cuenta que no está muy claro qué se entiende por parámetros fundamentales “buenos”, “intermedios” o “malos”.

Por tanto, creemos que deberían tomarse medidas tanto para mejorar el estado de los parámetros fundamentales internos como para mitigar los efectos negativos que tiene la globalización financiera en la fragilidad financiera de las economías emergentes.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, G. A. (1970): "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, agosto, pp. 488-500.

ALBA, P., A. BATTACHARYA, S. CLAESSENS, S. GHOSH y L. HERNÁNDEZ (1998): "Volatility and Contagion in a Financially Integrated World: Lessons from East Asia's Recent Experience", CEPR/Banco Mundial, mimeografiado, mayo.

BANCO MUNDIAL (1998): *East Asia: The Road to Recovery*, Banco Mundial, Washington DC.

BANCO MUNDIAL (1999): *Global Economic Prospects and the Developing Countries 1998-1999: Beyond Financial Crisis*, Banco Mundial, Washington DC.

BAoD (1999): *Asian Development Outlook 1999*, Banco Asiático de Desarrollo, Manila.

BELLO, W., N. BULLARD y K. MALHOTRA (1998): "Taming the Tigers: The IMF and the Asian Crisis", Focus on the Global South-CAFOD, mimeografiado, marzo.

BIS (1997): *67th Annual Report*, Bank de Pagos Internacionales, Basilea, junio.

BISIGNANO, J. (1999): "Precarious Credit Equilibria: Reflections on the Asian Financial Crisis", *BIS Working Papers*, n° 64, marzo.

BROWN, S. J., W. N. GOETZMANN y J. PARK (1998): "Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997", *NBER Working Papers*, No. 6427, febrero.

BUSTELO, P., C. GARCÍA e I. OLIVIE (1999): "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999)", *ICEI Working Papers*, n° 16, Instituto Complutense de Estudios Internacionales, noviembre.

CALVO, G. A. (1996): "Varieties of Capital-Market Crises", University of Maryland, mimeografiado, mayo.

CALVO, G. A. (1998a): "Balance of Payments Crises in Emerging Markets. Large Capital Inflows and Sovereign Governments", University of Maryland, mimeografiado, marzo.

CALVO, G. A. (1998b): "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", University of Maryland, mimeografiado, julio.

CALVO, G. A. y E. G. MENDOZA (1998): "Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets", University of Maryland/Duke University, mimeografiado, marzo.

CHANG, R. y A. VELASCO (1998): "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model", *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Papers*, No. 98-10, julio.

CHOWDURY, A. R. (1999): "The Asian Currency Crisis: Origins, Lessons and Future Outlook", *Research for Action*, n° 47, UNU-WIDER, Helsinki.

COLE, H. L. y T. J. KEHOE (1996): "A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis", *Journal of International Economics*, Vol. 41, No. 3-4, pp. 309-330.

COLE, H. L. y T. J. KEHOE (1998): "Self-Fulfilling Debt Crises", Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Research Department Staff Reports*, No. 211, julio.

CONNOLLY, M. B. y D. TAYLOR (1984): "The Exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and Its Impact on the Relative Price of Traded Goods", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 16, No. 2, pp. 194-207.

CORSETTI, G., P. PESENTI y N. ROUBINI (1998): "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part 1. A Macroeconomic Overview. Part 2. The Policy Debate", *NBER Working Papers*, n° 6833-34, diciembre.

DEMIRGUÇ-KUNT, A. y E. DETRAGIACHE (1999): "Financial Liberalization and Financial Fragility", en B. Pleskovic y J. E. Stiglitz (comps.), *Annual World Bank Conference on Development Economics 1998*, Banco Mundial, Washington DC, pp. 303-31.

DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1985): "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, septiembre-octubre, pp. 401-19.

EATWELL, J. (1996): "International Financial Liberalization: the Impact on World Development", *CEPA Working Papers*, Series III, No. 1, octubre.

FISCHER, K. P. y M. CHÉNARD (1997): "Financial Liberalization Causes Banking System Fragility", *CREFA Working Papers*, n° 97-17, Universidad Laval, Canadá.

FLOOD, R. P. y P.M. GARBER (1984): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, Vol. 29, n° 1, pp. 1-13.

FMI (1998a): *World Economic Outlook. May 1998*, Fondo Monetario Internacional, Washington DC.

FMI (1998b): "The Asian Crisis: Causes and Cures", *Finance & Development*, vol. 35, n° 2, junio.

GARBER, P. M. (1998): "Derivatives in International Capital Flow", *NBER Working Papers*, No. 6623, junio.

GLICK, R. (1998): "Thoughts on the Origins of the Asian Crisis: Impulses and Propagation Mechanisms", *Pacific Basin Working Papers*, n° 98/07, Federal Reserve Bank of San Francisco, septiembre.

HERMALIN, B. E. and A. K. ROSE (1999): "Risks to Lenders and Borrowers in International Capital Markets" *NBER Working Papers*, No. 6886, enero.

ISLAM, A. (1998): "The Dynamics of the Asian Financial Crisis and Selected Policy Implications, United Nations Department of Economic and Social Affairs, Expert Group Meeting, mimeografiado, 21-23 de julio.

JEANNE, O. (1997): "Are Currency Crises Self-Fulfilling? A Test", *Journal of International Economics*, Vol. 43, No. 3-4, pp. 263-286.

JOTZO, F. (1999), "The East Asian Currency Crisis: Lessons for an Early Warning System", *APSEM Working Paper*, n° 99/2, Australia National University, Canberra.

KREGEL, J. A. (1998a): "Yes, 'It' Did Happen Again – A Minsky Crisis Erupted in East Asia", *The Jerome Levy Economics Institute Working Papers*, n° 234, abril.

KREGEL, J. A. (1998b): "East Asia is Not Mexico: The Difference between Balance of Payments Crises and Debt Deflations", *The Jerome Levy Economics Institute Working Papers*, n° 235, mayo.

KRUGMAN, P. (1979): "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3, pp. 311-325.

KRUGMAN, P. (1997): "Currency Crises", MIT, mimeografiado.

KRUGMAN, P. (1998): "What Happened to Asia?", MIT, mimeografiado, febrero.

Causas de las crisis cambiarias en el Tercer Mundo:
deficiencias estructurales y globalización financiera

MISHKIN, F. S. (1996): "Understanding Financial Crises: a Developing Country Perspective", *NBER Working Papers*, No. 5600, mayo.

MISHKIN, F. S. (1998): "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", *NBER Working Papers*, No. 6390, enero.

MISHKIN, F. S. (1999): "Lessons from the East Asian Crisis", *NBER Working Papers*, No. 7102, abril.

OBSTFELD, M. (1986): "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 1, pp. 72-81.

OBSTFELD, M. (1994): "The Logic of Currency Crises", *Cahiers Économiques et Monétaires*, No. 43, pp. 189-213.

OBSTFELD, M. (1996): "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features", *European Economic Review*, Vol. 40, pp. 1037-1047.

RADELET, S. y J. SACHS (1998a): "The Onset of the Asian Financial Crisis", HIID, mimeografiado, febrero, también en *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 1-90.

RADELET, S. y J. SACHS (1998b): "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", Brookings Panel, mimeografiado, 26-27 de marzo.

RANA, P. B. (1999), "East Asian Financial Crisis – An Agenda for Economic Recovery", *EDRC Briefing Notes*, n° 7, Banco Asiático de Desarrollo, febrero.

SACHS, J. (1998): "The IMF and the Asian Flu", *The American Prospect*, n° 37, marzo-abril, pp. 16-21.

SIAS, R. W. (1996): "Volatility and the Institutional Investor", *Financial Analysts Journal*, marzo/abril, pp. 13-20.

STULZ, R. M. (1999): "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital", *NBER Working Papers*, No. 7021, marzo.

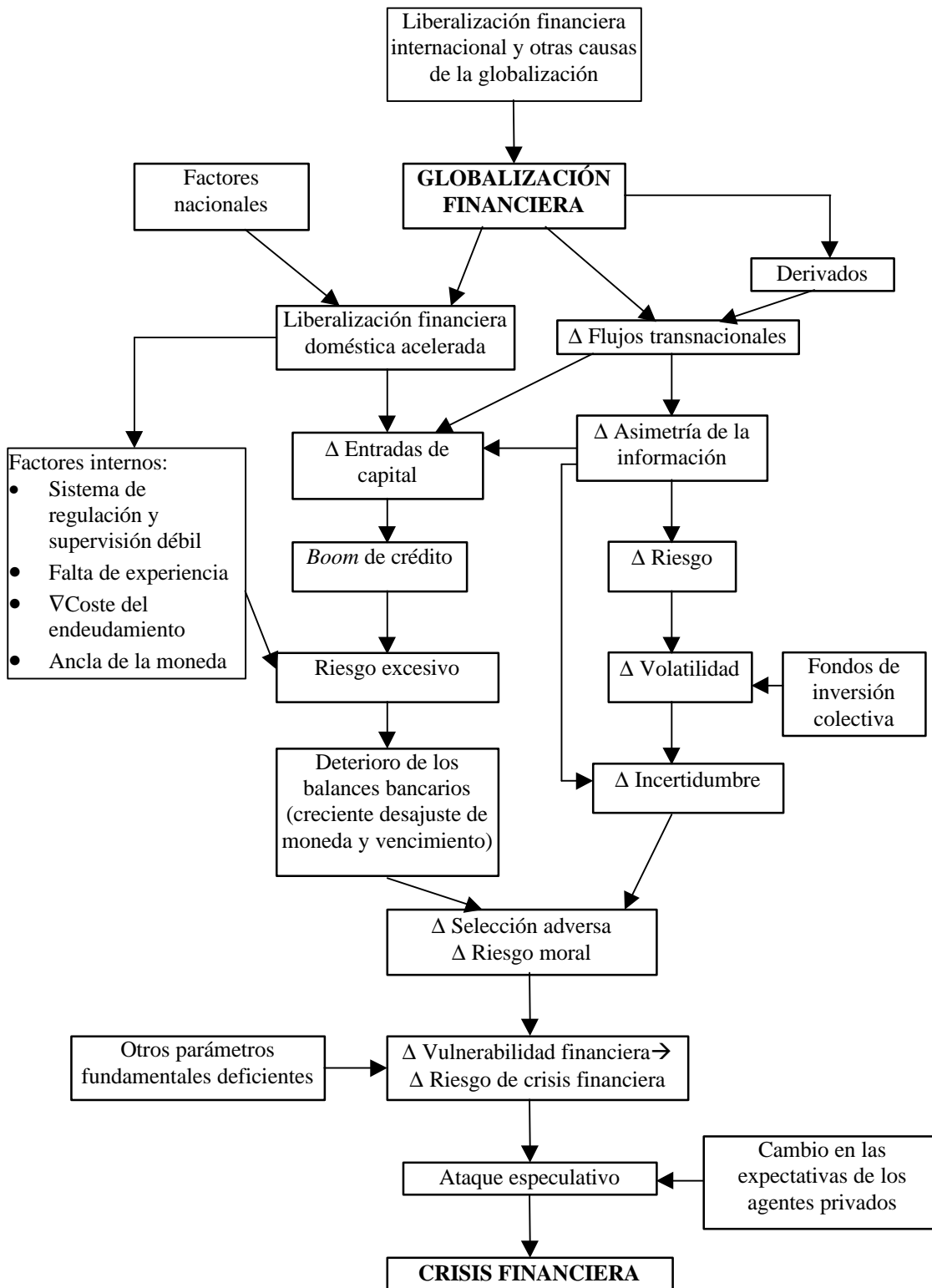
WADE, R. (1998a): "The Asian Crisis and Capital Triumphalism", Overseas Development Council, marzo, mimeografiado.

WADE, R. (1998b): "From Miracle to Meltdown: Vulnerabilities, Moral Hazard, Panic and Debt Deflation in the Asian Crisis", Russel Sage Foundation, mimeografiado, junio.

WADE, R. (1998c): "The Asian Debt-and-Development Crisis of 1997-?: Causes and Consequences", *World Development*, vol. 26, n° 8, agosto, pp. 1534-54.

WADE, R. y F. VENEROSO (1998a): "The Asian Financial Crisis: The Unrecognized Risk of the IMF's Asia Package", The Russell Sage Foundation, mimeografiado, febrero.

WADE, R. y F. VENEROSO (1998b): "The Asian Crisis: The High Debt Model Vs. the Wall Street-Treasury-IMF Complex", The Russell Sage Foundation, mimeografiado, marzo.



El papel de la globalización financiera en las crisis de Asia oriental (1997-1999)