

CRISIS EN EL SUDESTE ASIÁTICO: LAS CAUSAS DEL MAL, EL TRATAMIENTO DEL FMI Y LA SABIDURÍA DE LA MEDICINA ORIENTAL

GUADALUPE MÁNTEY DE ANGUIANO*

Este trabajo investiga los problemas que planteó a las economías del sudeste de Asia la apertura de la cuenta de capitales con el exterior a principios de los noventa. Se abordan las dificultades que encontraron sus gobiernos para continuar con las políticas monetaria y cambiaria de estímulo a las exportaciones, y su necesidad de vincular sus monedas al dólar, permitiendo que se sobrevaloraran frente al yen y otras divisas con la consecuente pérdida de competitividad en el comercio internacional. La autora considera, al igual que otros investigadores, que la crisis de Asia fue generada por un pánico financiero que el FMI exacerbó y al cual están expuestas las economías emergentes por carecer de un prestamista de última instancia en el sistema financiero internacional actual. El artículo propone una serie de medidas tendientes a prevenir las crisis financieras retomando algunos instrumentos de política económica que fueron empleados con éxito en el pasado por los países de la región.

CRISIS IN THE ASIAN SOUTH-EAST: THE CAUSES OF THE MALADY, THE IMF'S REMEDY AND THE WISDOM OF ORIENTAL MEDICINE**

This study explores the problems caused for South East Asian economies by the opening up of a capital account with foreign countries in the early 1990s. It describes the governments' difficulties in continuing with the monetary and exchange policies to stimulate exports, which allowed

* Profesora de Finanzas Internacionales en la Universidad Nacional Autónoma de México, Campus Acatlán. Agradezco los comentarios y sugerencias de dos árbitros anónimos; los errores que permanezcan son mi exclusiva responsabilidad.

** Traducción del español al inglés: Suzanne Stephens.

their currencies to become overvalued in relation to the yen and other currencies, with the subsequent loss of competitiveness in international trade. Like other researchers, the author believes that the Asian crisis was driven by the financial panic exacerbated by the IMF to which emerging economies are exposed due to the lack of a last-resort moneylenders within the current international financial system. The study suggests several measures designed to prevent financial crises based on certain economic policy instruments successfully used by the countries in the region in the past.

CRISE DANS LE SUD-EST ASIATIQUE: LES CAUSES DU MAL, LE TRAITEMENT DU FMI ET LA SAGESSE DE LA MÉDECINE ORIENTALE*

Dans cet article, l'auteur examine les problèmes qu'a soulevés, au sein des économies du Sud-est asiatique, l'ouverture du compte des opérations en capital avec l'extérieur au début des années 90. L'auteur signale les difficultés pour les gouvernements de poursuivre leurs politiques monétaires et de taux de change visant à encourager les exportations et qui les ont amenés à rattacher leur monnaie au dollar, permettant leur surévaluation par rapport au yen et autres devises, entraînant une perte de compétitivité dans les échanges internationaux. A l'instar d'autres chercheurs, l'auteur estime que la crise asiatique a été causée par la panique financière, que le FMI n'a fait qu'exacerber, à laquelle étaient exposées les économies des pays émergents devant l'absence d'un prêteur de dernière heure dans l'actuel système financier international. Plusieurs mesures sont proposées visant à prévenir les crises financières, reprenant quelques-uns des instruments de politique économique employés avec succès dans le passé par les pays de la région.

INTRODUCCIÓN

La crisis cambiaria que en 1997 se extendió por cinco países del sudeste de Asia (Tailandia, Corea, Indonesia, Filipinas y Malasia) ha creado una gran confusión respecto a los elementos que contribuyeron al espectacular desempeño del sector real de esas economías durante las dos décadas previas y los errores de política que generaron fragilidad en sus estructuras financieras.

Respecto a tales errores, se ha llamado la atención sobre los elevados índices de apalancamiento que registraban las empresas de la región y acerca de la necesidad de reducirlos a estándares occidentales; también se han destacado los vínculos patrimoniales entre los intermediarios financieros y las empresas no financieras en los conglomerados, con-

* Traducción del español al francés: Charles Allport.

siderándolos como un factor que ocasionó ineficiencias y corrupción en la asignación de los créditos.

Sin embargo estos dos elementos estuvieron presentes durante todo el periodo exitoso de industrialización y de hecho formaron parte esencial de la estrategia de desarrollo. El alto grado de apalancamiento en el sector corporativo es sólo un reflejo del elevado coeficiente de ahorro familiar que existe en esos países, el cual duplica al registrado en las naciones industrializadas del hemisferio occidental; de no haberse dado ese endeudamiento las economías asiáticas habrían enfrentado fuertes tendencias recesivas (Wade y Veneroso, 1998).

Por otra parte, la organización económica a base de grupos de capital industrial financiero ha sido ampliamente reconocida como una respuesta subóptima de los países en desarrollo a las limitaciones que les imponen sus mercados financieros poco profundos y segmentados (Leff, 1978 y 1986; Amsden, 1989). Aun desde un punto de vista social, la canalización del crédito al financiamiento de la inversión de los miembros del grupo habría sido preferible a la desintermediación financiera, que lleva a los ahorradores a usar salvaguardias improductivas contra la inflación (Mckinnon, 1974).

El presente trabajo investiga los factores que contribuyeron al deterioro de las economías asiáticas al inicio de los noventa, y encuentra que existe un buen número de razones para atribuirlo a la profundización de la desregulación financiera, que llevó a sus gobiernos a liberalizar la cuenta de capitales de la balanza de pagos.

El artículo se divide en siete secciones. Las dos primeras describen la desregulación financiera que realizaron los gobiernos de la región desde los ochenta, hasta culminar con la apertura de la cuenta de capital con el exterior en 1993, y sus efectos más notables. Las dos siguientes analizan las dificultades que enfrentaron los gobiernos de la zona para mantener sus políticas económicas de fomento a la exportación, con libre movimiento de capitales, y la creciente vulnerabilidad de sus economías a una reversión del flujo de inversiones a corto plazo. En la quinta sección se discuten los errores de apreciación del FMI, al tratar la crisis cambiaria regional como un problema de insolvencia y no como un problema de liquidez. Las secciones sexta y séptima presentan los elementos de una teoría recientemente elaborada por Taylor (1998) y Soros (1998), para explicar la proclividad del actual sistema financiero internacional a generar crisis de liquidez, y las medidas de política económica preventiva que de ella se derivan. Al final se recogen las conclusiones del trabajo.

LA DESREGULACIÓN FINANCIERA DE LOS OCHENTA

El modelo de desarrollo asiático, basado en la promoción de exportaciones, se apoyó fuertemente en una vinculación directa del crédito a la inversión productiva (Lall 1997; Bustelo, 1992). La disponibilidad de financiamiento

a corto y largo plazos, a precios subsidiados, y condicionado al desempeño exportador, fue un instrumento empleado por todos los países de la región para inducir a sus empresas a llevar a cabo las innovaciones tecnológicas que requería su ambicioso programa de inserción en la economía mundial (Stiglitz y Uy, 1996).

Inspiradas en el modelo neoliberal, cada una de las economías de la región promovió el desarrollo de sus mercados financieros y la canalización institucional de los ahorros (McKinnon, 1974 y 1988; Fry, 1990).

Durante los setenta y los ochenta, Corea y los cuatro llamados "nuevos tigres" (Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) obtuvieron un espectacular crecimiento, cuyos beneficios se distribuyeron ampliamente entre la población. Entre 1970 y 1996 su PIB medido en dólares aumentó 30 veces; el multiplicador financiero¹ se duplicó, y la relación entre el crédito interno y el PIB se triplicó. El coeficiente de inversión pasó de 18 a 36%, superando con creces el promedio de 20% de los países industrializados y de 26% del conjunto de países en desarrollo en el último año. Las ventas de mercancías al exterior duplicaron su participación en el PIB, de 15 a 32%, y lo mismo sucedió respecto al total de las exportaciones mundiales, que aumentó de 1.75 a 6.32 por ciento (véase cuadro 1).

Durante la década de los ochenta los cinco países de referencia liberalizaron en buena medida sus sistemas financieros, siguiendo la tendencia mundial a sustituir los instrumentos de control directo de la política monetaria por mecanismos de mercado. Uno a uno fueron eliminando los topes a las tasas de interés y disminuyendo el uso de encajes en la regulación del volumen de crédito (Kamin *et al.*, 1998). Todos desarrollaron sus mercados monetarios, principalmente los mercados interbancarios y de títulos gubernamentales, a fin de apoyarse crecientemente en operaciones de mercado abierto (Cole *et al.*, 1995).

En todos los casos, con excepción de Filipinas,² el mercado cambiario se dejó libre, siendo éste un contrapeso para la actividad intervencionista de los bancos centrales en otros campos de la política monetaria y crediticia, como la asignación selectiva de los créditos y el monto del endeudamiento externo neto de los intermediarios financieros.

Hasta principios de los noventa las autoridades monetarias mantuvieron un importante control en la vinculación del crédito con la inversión productiva, particularmente en las áreas definidas como prioritarias en cada país. El empleo de mecanismos de mercado para la determinación de las tasas de interés, y la sustitución de encajes y otros controles directos por operaciones de mercado abierto, únicamente ofrecieron a los intermediarios flexibilidad en cuanto al volumen del crédito que podían otorgar, pero no en lo tocante a su asignación (Arestis y Demetriades, 1997).

1 Relación entre la cantidad de dinero más el cuasidinero y la base monetaria.

2 Durante los ochenta Filipinas mantuvo un tipo de cambio semifijo que le impedía dar libertad absoluta al mercado cambiario. El banco central tenía como objetivo prioritario mantener la estabilidad cambiaria (Yap *et al.*, 1995).

CUADRO 1
INDICADORES FINANCIEROS DEL SUDESTE DE ASIA *

Años	PIB millones de dólares	Crédito interno a PIB	Coefficiente de inversión	Coefficiente de exportaciones	Multiplicador financiero
1970	35 019.3	0.234	0.188	0.150	2.698
1971	37 504.2	0.256	0.194	0.157	2.961
1972	43 989.4	0.265	0.197	0.173	2.827
1973	59 176.5	0.260	0.202	0.218	2.816
1974	79 110.2	0.253	0.209	0.261	2.713
1975	90 382.0	0.257	0.228	0.223	2.717
1976	109 466.2	0.262	0.233	0.248	2.847
1977	137 526.1	0.278	0.240	0.246	2.843
1978	151 786.6	0.299	0.271	0.261	3.047
1979	193 697.2	0.300	0.280	0.266	3.023
1980	221 086.2	0.311	0.275	0.284	3.463
1981	254 019.9	0.322	0.298	0.264	3.985
1982	263 612.9	0.366	0.288	0.255	4.212
1983	255 763.3	0.407	0.295	0.271	4.617
1984	267 985.5	0.407	0.273	0.288	4.913
1985	274 240.6	0.435	0.269	0.276	5.136
1986	272 457.1	0.462	0.258	0.290	5.297
1987	330 349.3	0.454	0.271	0.309	5.062
1988	401 993.3	0.449	0.285	0.318	5.195
1989	454 326.9	0.499	0.317	0.300	5.031
1990	517 726.8	0.554	0.349	0.290	5.515
1991	703 041.7	0.463	0.315	0.247	5.745
1992	662 827.3	0.552	0.354	0.290	5.714
1993	724 485.1	0.596	0.342	0.292	5.830
1994	848 415.0	0.634	0.347	0.301	5.764
1995	974 554.0	0.664	0.357	0.325	5.754
1996	1049 632.7	0.718	0.357	0.317	6.015
1997	613 574.6	0.856	0.337	0.494	6.022
1998	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	8.521

FUENTES: Mántey *et al.*, *Indicadores gráficos de inestabilidad financiera en América Latina y el Sudeste de Asia*, UNAM, México, 1999.

FMI, *Estadísticas financieras internacionales*, septiembre de 1999.

Ésta fue, sin duda, la etapa más exitosa de la estrategia de desarrollo en la región, ya que le permitió sortear con mínimos daños la crisis de la deuda externa del Tercer Mundo. Los tipos de cambio se mantuvieron competitivos, favoreciendo las exportaciones (Williamson, 1995); la acumulación de capital y el crecimiento del ingreso fueron elevados, y el sistema bancario estuvo protegido de una excesiva exposición en moneda extranjera.

APERTURA FINANCIERA EN LOS NOVENTA

Los problemas empezaron a aparecer en los noventa, cuando se profundizó la liberalización financiera abriendo la cuenta de capital de la balanza de pagos y exponiendo a los mercados locales a la inestabilidad del mercado financiero internacional (Amsden y Euh, 1997).

La OCDE impuso la apertura financiera como condición para que estos países entraran a la organización, obligándolos también a adherirse al Acuerdo Multilateral de Inversiones, que en adelante los privaría del derecho a establecer políticas de desarrollo basadas en el estímulo diferencial a productores nacionales. Esto llevó a eliminar los controles que había al endeudamiento externo de los bancos y las empresas no financieras, y también acabó con la vinculación que existía entre la expansión del crédito interno y la inversión productiva, gracias a la cual la desregulación financiera interna había contribuido al acelerado desarrollo industrial de estos países en el pasado.

La apertura de la cuenta de capital, por otra parte, forzó a los países del sudeste de Asia a poner mayor empeño en la estabilidad de sus tipos de cambio para alentar la permanencia de los capitales foráneos.

A principios de los noventa los mayores ingresos de capital externo de los países de la región provenían de la inversión extranjera directa, y los flujos de capital a corto plazo eran de escasa importancia. La desregulación estimuló a las empresas no financieras y a los bancos a fondearse en el exterior a bajo costo y sin cobertura, por la percepción generalizada de un bajo riesgo cambiario (Kregel, 1998).

En Tailandia, donde la deuda pública externa había sido en el pasado cuidadosamente contratada a modo de mantener un perfil adecuado de vencimientos y una diversificación en monedas de denominación, la deuda privada creció anárquicamente, impulsada por el establecimiento del centro financiero internacional de Bangkok (Girón, 1999; Puyana, 1999). El influjo de capital externo en las cinco economías asiáticas de referencia promedió 6% del PIB de 1990 a 1996, llegando a ser de 13% en Tailandia, y superior a 15% en Malasia.

En la primera mitad de los noventa el crédito bancario internacional a los países de Asia se duplicó, y se redujo sensiblemente la proporción de créditos a plazo mayor de un año. Para 1995 el crédito externo concedido a plazo menor de un año representaba ya dos tercios del crédito externo

total. Dentro de éste, los préstamos al sector público de las economías asiáticas representaban sólo 9%; el resto fue concedido al sector privado. Los bancos respondían por 42% de los préstamos foráneos (véase el cuadro 2).

La excesiva entrada de capitales dificultó el manejo del tipo de cambio y las políticas de tasas de interés. La esterilización de los flujos, mediante la colocación de valores gubernamentales de alto rendimiento, tuvo el perverso efecto de atraer un mayor volumen de capitales, lo que contribuyó a sobrevaluar los tipos de cambio (Felix, 1993; Cambiaso, 1993).

La monetización de las entradas de capital, con sistemas bancarios desregulados, aceleró la expansión del crédito. Una parte de éste, libre ya de las ataduras de la canalización selectiva, tendió a dirigirse hacia la especulación bursátil, inflando los mercados accionarios, cuya oferta en el corto plazo es poco flexible. Las elevadas ganancias de capital que ello produjo estimularon un mayor influjo de capitales, retroalimentando el proceso especulativo.

Las burbujas especulativas en los mercados bursátiles fomentaron el consumo al crear un efecto riqueza entre la población (Williamson, 1995). La inversión fija, contra lo que postulaba la teoría convencional, no se vio incrementada con la apertura de la cuenta de capitales, y el coeficiente de inversión en la región detuvo su tendencia ascendente, mostrando que en el sudeste de Asia, al igual que en otros países de la OCDE, la inversión bruta fija sólo está vinculada al ahorro interno (Felix, 1995; Puyana, 1999).

POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA CON APERTURA FINANCIERA

La apertura financiera en los países del sudeste de Asia complicó la instrumentación de las políticas monetaria y cambiaria favorables al crecimiento de las exportaciones. Por una parte, la apertura implicó una reducción en la eficacia de la política monetaria basada en mecanismos de mercado. Las restricciones en la oferta de reservas del banco central y los efectos de las operaciones de mercado abierto sobre las tasas de interés domésticas pudieron ser fácilmente evadidos por los intermediarios bancarios fondeándose en los mercados internacionales (Radecki y Reinhart, 1989).

Por otra parte, la acumulación de pasivos en moneda extranjera, no sólo de los bancos sino también de las empresas no financieras, puso a los bancos centrales de esos países ante un dilema: si ajustaban el tipo de cambio para mantener su posición competitiva en el comercio internacional afectaban la solvencia de los bancos y las empresas por su fuerte exposición en moneda extranjera, y si elevaban las tasas de interés para sostener tipos de cambio sobrevaluados deterioraban las carteras bancarias y la balanza en cuenta corriente. El problema se complicó más aún por el comportamiento de los mercados bursátiles, que tendieron a magnificar las variaciones de los tipos de cambio, mostrando sin embargo poca respuesta a las fluctuaciones en las tasas de interés domésticas (Kamin *et al.*, 1998).

CUADRO 2
CRÉDITO INTERNACIONAL A PAÍSES DEL SUDESTE DE ASIA EN 1995 y 1998
(millones de dólares)

País /año	Crédito externo total	A menos de un año		A bancos		Al sector público		Al sector privado no bancario		Memorandum IED flujo anual
		Dólares	%	Dólares	%	Dólares	%	Dólares	%	
Diciembre de 1995										
Corea	77 392	54 130	69.9	52 269	67.5	5 167	6.7	19 921	25.7	17 273
Filipinas	8 325	4 070	48.9	2 266	27.2	2 684	32.2	3 373	40.5	5 309
Indonesia	44 843	27 900	62.2	9 849	22.0	6 659	14.8	28 303	63.1	10 259
Malasia	16 759	7 882	47.0	4 385	26.2	2 092	12.5	10 153	60.6	4 178
Tailandia	62 994	43 817	69.6	20 750	32.9	2 705	4.3	39 420	62.6	2 068
TOTAL	210 313	137 799	65.5	89 519	42.6	19 307	9.2	101 170	48.1	39 087
Diciembre de 1998										
Corea	65 293	29 607	45.3	37 149	56.9	5 447	8.3	22 665	34.7	-9 195 1/
Filipinas	16 160	8 676	53.7	5 996	37.1	2 062	12.8	8 097	50.1	959
Indonesia	44 827	23 612	52.7	5 171	11.5	6 662	14.9	32 991	73.6	-10 347
Malasia	20 826	9 268	44.5	5 750	27.6	1 822	8.7	13 239	63.6	5 106 1/
Tailandia	40 749	23 698	58.2	8 825	21.7	1 908	4.7	30 007	73.6	6 778
TOTAL	187 855	94 861	50.5	63 191	33.6	17 901	9.5	106 999	57.0	6 699

FUENTES: FMI, *Estadísticas financieras internacionales*, septiembre de 1999.

BIS, *The Maturity Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, junio de 1996 y mayo de 1999.

Las autoridades monetarias de los países asiáticos optaron en los noventa por tolerar una ligera sobrevaluación de sus monedas y el concomitante desequilibrio comercial, pues el volumen de capitales que atraía la política de altas tasas de interés con estabilidad cambiaria les permitía no sólo financiar cómodamente el déficit de comercio, sino además incrementar sus reservas de divisas (Kregel, 1999).

Al respecto, es conveniente resaltar que los países del sudeste de Asia mantuvieron en el pasado reservas internacionales en proporciones muy inferiores a las que registraron otros países en desarrollo; en tanto la reserva de divisas promedió 49% de las importaciones anuales en América Latina³ durante los ochenta, en los cinco países de Asia considerados apenas llegó a 23%. Si bien el mayor grado de apertura en el sudeste de Asia podría explicar esta desproporción,⁴ es ilustrativo señalar que en América Latina la reserva de divisas representó en promedio 106% del medio circulante durante el periodo de referencia, en tanto que en los países del sudeste asiático sólo cubrió 73% de ese agregado monetario.

El gran potencial exportador de los países asiáticos y el alto grado de control que tenían sus autoridades sobre el uso del crédito y las divisas permitieron mantener en bajos niveles su liquidez internacional, pero esta situación se volvió sumamente peligrosa una vez que los gobiernos abandonaron los controles sobre la asignación del crédito y eliminaron trabas a la libre movilidad del capital. Bajo estas nuevas condiciones el aumento de las reservas internacionales era un objetivo necesario de la política económica.

La desproporción entre el desequilibrio comercial y el ingreso de capitales, que permitía acumular divisas, determinó un sesgo adicional de la política cambiaria, la cual tendió a mantener estable la paridad de las monedas respecto al dólar, alejándose del yen. Este comportamiento era racional, atendiendo a que una parte creciente de las deudas externas se denominaba en dólares (Grabel, 1993), pero acentuó la pérdida de dinamismo de las exportaciones de los países de Asia Oriental de 1994 a 1996, al coincidir con la revaluación del dólar frente al yen y el debilitamiento de la economía japonesa (Guillén, 1999).

En el cuadro 3 puede apreciarse que el financiamiento de largo plazo en yenes al sudeste de Asia redujo sensiblemente su importancia a lo largo de los noventa, reflejando los problemas que dejó en los intermediarios financieros japoneses la burbuja especulativa de sus mercados a fines de los ochenta. Por contraste, los financiamientos en dólares pasaron de representar una cuarta parte del total en 1991, a 40% en 1995, y a alcanzar 58% de la deuda externa total de largo plazo en 1997.

3 El grupo de países considerados incluye a Brasil, México, Argentina, Chile y Venezuela.

4 Agradezco a un árbitro anónimo su reflexión sobre este punto.

CUADRO 3
 ESTRUCTURA POR MONEDA DE DENOMINACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA
 DE LARGO PLAZO EN LA REGIÓN SUDESTE DE ASIA Y PACÍFICO
 (porcentajes respecto al total anual)

Monedas	1991	1993	1995	1997
Marco alemán	3.5	2.4	2.5	1.8
Franco francés	2.1	1.6	1.5	1.1
Yen japonés	29.3	29.1	26.4	20.1
Libra esterlina	0.9	0.6	0.4	0.5
Franco suizo	0.7	0.6	0.5	0.2
Dólar de EU	25.8	32.1	40.0	57.8
Moneda múltiple	21.1	19.4	17.1	13.1
DEG's	0.1	0.1	0.1	0.1
Otras	14.2	11.4	9.4	3.1

FUENTE: Banco Mundial, *World Development Finance*, Washington 1999.

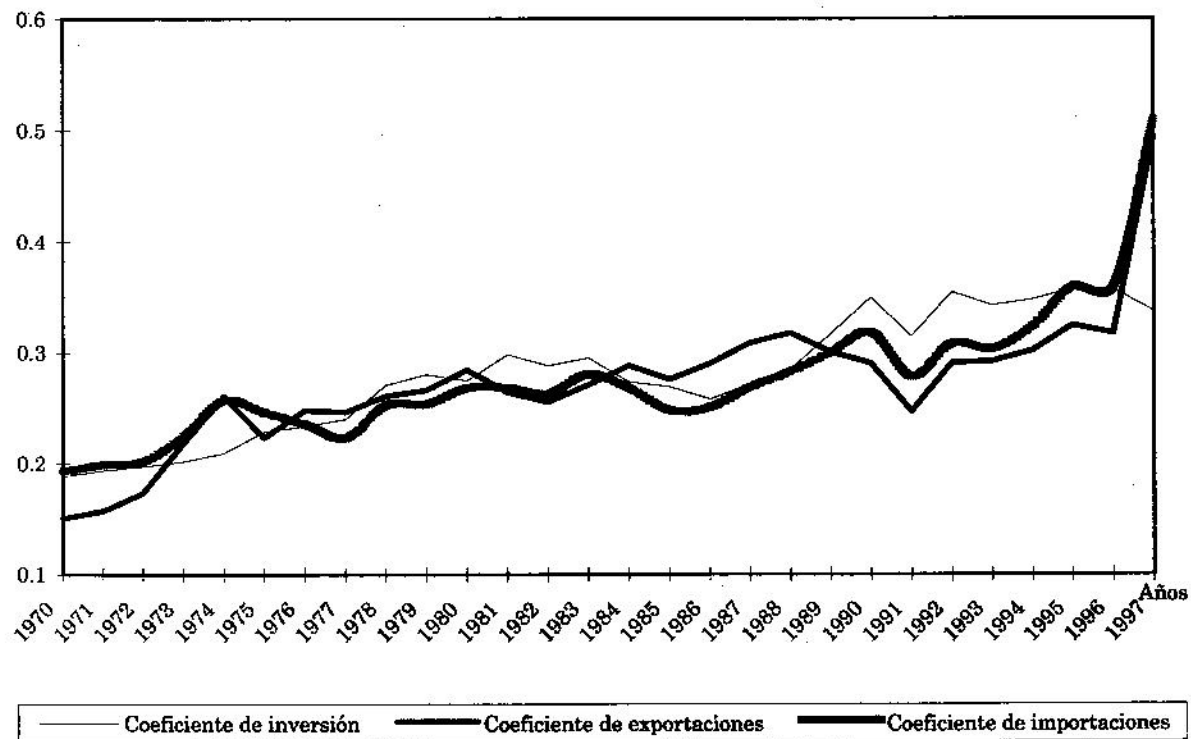
Es probable que la sustitución de monedas haya sido aún más intensa en el financiamiento de corto plazo, ya que el dólar goza de mayor preeminencia en los mercados de dinero que en los mercados de capitales.

VULNERABILIDAD DEL SECTOR EXTERNO CON APERTURA FINANCIERA

Hemos dicho ya que al desregular y abrir sus sistemas financieros los países del sudeste de Asia derogaron las disposiciones relativas a la asignación selectiva del crédito, rompiendo el vínculo que existía entre la expansión del crédito y la inversión productiva. También nos hemos referido al efecto riqueza que produjo en los consumidores la inflación de los mercados bursátiles de la zona, y que ocasionó una declinación en su propensión a ahorrar. Por último, hemos destacado la tendencia a la sobrevaluación de los tipos de cambio, inducida por las políticas de esterilización de las entradas de capital y favorecida por los desalineamientos entre las divisas clave, que deprimió el crecimiento de las exportaciones de esos países. Estos tres fenómenos determinaron un deterioro significativo de la balanza en cuenta corriente de la región a partir de 1993.

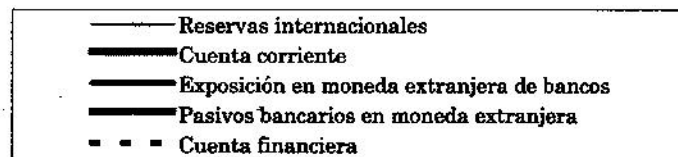
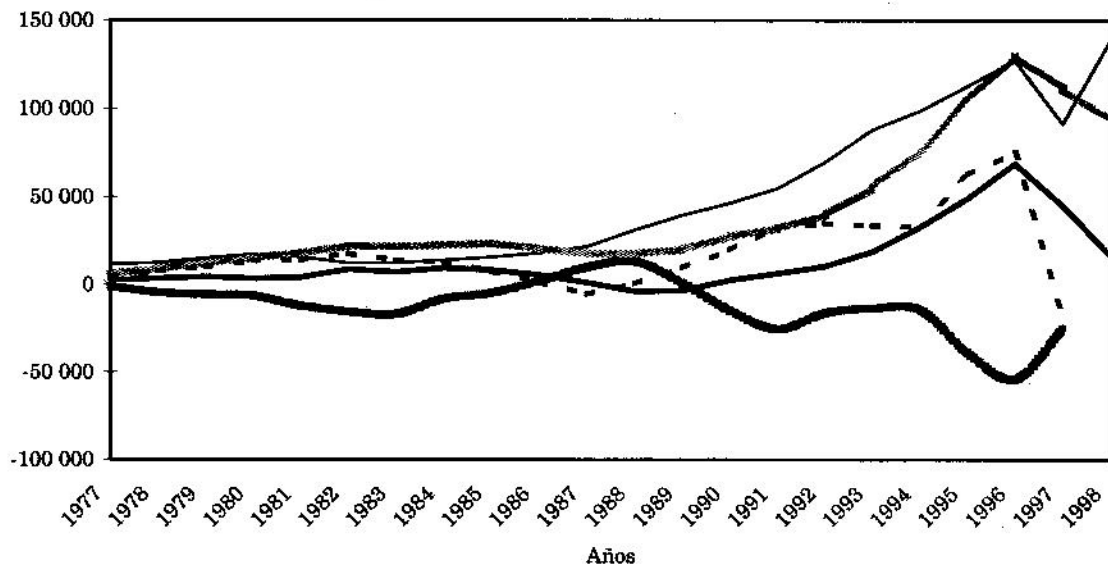
El modelo de desarrollo basado en la promoción de exportaciones había establecido durante más de dos décadas una relación firme entre el coeficiente de importaciones y el coeficiente de exportaciones, que replicaba la vinculación que había entre la inversión dirigida a incrementar la competitividad externa y el desempeño exportador (véase la gráfica 1).

GRÁFICA 1
CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL PIB EN EL SUDESTE DE ASIA



GRÁFICA 2

INDICADORES DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL EN EL SUDESTE DE ASIA



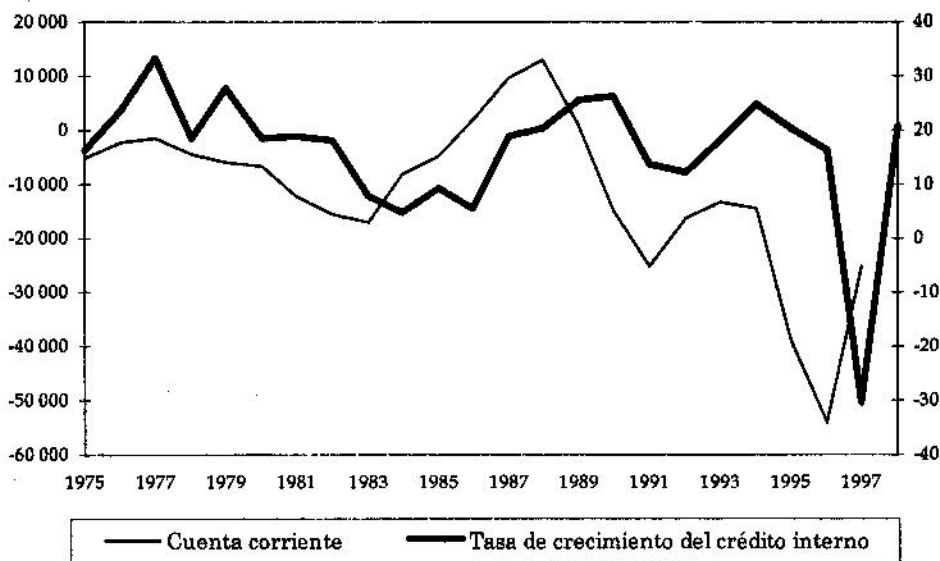
Durante los noventa esta relación estable se altera, apreciándose un cambio en la tendencia del coeficiente de inversión, que suspende su crecimiento, al tiempo que el coeficiente de importaciones supera la tendencia del coeficiente de exportaciones, reflejando los efectos de la sobrevaluación cambiaria.

El desequilibrio en la cuenta corriente, que no era muy acentuado, pudo ser fácilmente financiado con el ingreso de capitales, como se aprecia en la gráfica 2. Las líneas de crédito interbancarias contribuyeron decisivamente a cerrar la brecha comercial, constituyendo el elemento más importante de la cuenta financiera con el exterior desde 1993.

Lamentablemente este flujo de capital es también rápido de revertirse, pues basta con que los acreedores externos se rehusen a renovar los créditos a corto plazo para que el país se vea obligado a reembolsarlos. Esto sucedió a principios de 1997, cuando el saldo de los pasivos bancarios en moneda extranjera de la región excedió el monto de sus reservas internacionales, como se aprecia en la gráfica 2.

El deterioro en la cuenta corriente fue el primero de una serie de acontecimientos generadores de inestabilidad financiera en la zona. Seguidamente vinieron el aumento de las tasas de interés y la restricción crediticia, como parte de la estrategia de los gobiernos de la zona para estabilizar su sector externo.

GRAFICA 3
INFLUENCIA DE LA CUENTA CORRIENTE EN LA POLÍTICA
CREDITICIA DEL SUDESTE DE ASIA



El endurecimiento de la política monetaria y la consecuente limitación del crédito interno causaron retrocesos en los inflados mercados bursátiles, que precipitaron retiros de inversiones extranjeras de cartera. Éstos se vinieron a sumar a la contracción de los créditos bancarios del exterior, generando pánico financiero en la región durante el tercer trimestre de 1997.

Los países afectados reaccionaron de diferentes maneras a la reversión del flujo de capitales, tratando de detenerlo con aumentos en las tasas de interés, pérdida de reservas internacionales y devaluación de su moneda, en distintas proporciones. Las políticas aplicadas respondieron a los condicionamientos de los paquetes financieros de emergencia gestionados por el FMI, que rebasaron 113 mil millones de dólares. Un hecho revelador de la naturaleza de esta crisis regional es que, al cabo de seis meses de tratamiento con las medidas convencionales de política de estabilización del FMI, la inestabilidad de los mercados financieros continuaba, no obstante que los desequilibrios de la balanza en cuenta corriente habían sido rápidamente corregidos. Al finalizar el primer trimestre de 1998 las monedas de la región se habían devaluado en más de 40%; las reservas internacionales de los países se habían contraído en cerca de una cuarta parte respecto a sus niveles previos a la crisis, a pesar de los apoyos recibidos de los organismos financieros multilaterales, y las tasas de interés en los mercados monetarios llegaban a niveles sin precedente (véase el cuadro 4).

No obstante las naturales diferencias entre países, los acreedores no hicieron esfuerzos por distinguir la situación de uno a otro, negándose en todos los casos a renovar los préstamos. Lo mismo ocurrió con los inversionistas internacionales, que se retiraron de todos mercados bursátiles de la región, ocasionando el contagio de la crisis.

Es interesante advertir que los desequilibrios comerciales registrados en 1996 y 1997 en los cinco países analizados hubieran sido fácilmente financiables con sus reservas internacionales, y muy particularmente en Indonesia, que ha sido el más afectado por la crisis. Los fundamentos económicos de las cinco naciones eran suficientemente sólidos para asegurar el pago de sus deudas externas, y los tipos de cambio se podrían haber ajustado sin crear un colapso financiero. El factor verdaderamente desestabilizador de sus economías fue la reversión de los flujos internacionales de capital de corto plazo.

Esta reflexión es importante, pues existe una destacada corriente de opinión que considera que la crisis asiática pudo haber sido evitada si los países de la región hubieran acompañado la desregulación financiera con una mejor supervisión bancaria. Al respecto es preciso insistir, como lo ha hecho el mismo director del FMI, Michel Camdessus, en que no existe sistema bancario ni país que sea inmune a una crisis causada por una reversión violenta en el flujo internacional de capital a corto plazo, y resulta oportuno recordar que en reconocimiento a esta realidad el Artículo VI del Convenio Constitutivo del FMI aún vigente, permite imponer limitaciones temporales al movimiento internacional del capital especulativo.

CUADRO 4
EVOLUCIÓN POST-CRISIS DE ALGUNOS INDICADORES ECONÓMICOS
EN PAÍSES DEL SUDESTE DE ASIA

Fecha/Indicador	Corea	Filipinas	Indonesia	Malasia ^{c/}	Tailandia
1996-IV					
Rvas. internacionales	34 037	10 030	18 251	27 009	37 731
Tipo de cambio	844	26	2 383	3	26
Tasa de interés ^{a/}	14	.12	14	7	11
Cuenta corriente ^{b/ c/}	-4 358	-1 184	-2 034	-4 596	-3 420
Tasa inflación anual	4.9	9.0	8.0	3.5	5.8
1998-I					
Rvas. internacionales	29 683	7 831	15 770	19 804	26 893
Tipo de cambio	1 383.00	37.08	8 325.00	3.65	38.80
Tasa de interés ^{a/}	23.90	17.83	57.92	9.60	20.64
Cuenta corriente	10 828	-85	1 001	n.d.	4 172
Tasa inflación anual	9.0	7.8	27.2	4.3	9.0
1999-I					
Rvas. internacionales	57 385	11 386	25 161	27 140	29 230
Tipo de cambio	1 227.00	38.77	8 685.00	3.80	37.64
Tasa de interés ^{a/}	5.70	12.70	39.96	5.25	2.69
Cuenta corriente	n.d.	1324	n.d.	n.d.	3452
Tasa inflación anual	0.7	10.1	56.0	4.6 ^{e/}	2.7

^{a/}Tasa de interés del mercado monetario.

^{b/} Cuenta corriente del primer trimestre de 1996, para fines de comparación.

^{c/} En Malasia se refiere a la cuenta corriente anual, por carecerse de datos trimestrales.

^{e/} Cifra estimada con datos a febrero de 1999.

FUENTE: FMI *Estadísticas Financieras Internacionales*, septiembre de 1999.

ERRORES DE APRECIACIÓN DEL FMI

Para el FMI la crisis del sudeste asiático fue ocasionada por tres factores: i) las debilidades de sus sistemas financieros; ii) una mala conducción de la política cambiaria, y iii) la utilización de capital foráneo en inversiones insuficientemente productivas.

El Fondo afirma que existía corrupción en el manejo del crédito, porque éste se asignaba en términos preferenciales a empresas pertenecientes a los mismos conglomerados. Sin embargo, como ya hemos expuesto antes, la conformación de grupos de capital industrial y financiero formaba parte de la estrategia de crecimiento empleada en el sudeste de Asia para superar las limitaciones de mercados de capital insuficientemente desarrollados; de modo que la canalización de recursos hacia el interior del mismo grupo estaba prevista en el plan. Adicionalmente, este esquema de financiamiento de la acumulación interna de capital había demostrado su eficacia en el periodo previo a la apertura de la cuenta de capital, cuando algunos países de la región alcanzaron los máximos coeficientes de inversión en la economía mundial.

Respecto al manejo de la política cambiaria, los países del sudeste de Asia simplemente se vieron obligados a sumarse a la tendencia a sobrevaluar los tipos de cambio en economías emergentes, condicionada por la apertura financiera y una sobreoferta mundial de financiamiento internacional en dólares (Grabel, 1993).

Por último, en lo tocante al uso de los capitales foráneos para inversiones de bajo rendimiento, Radelet y Sachs (1998) han demostrado que en el periodo de 1990 a 1996 ninguno de los cinco países de referencia mostró una tendencia ascendente en su relación marginal capital/producto. Ellos apuntan también que antes de la crisis ninguno de los sistemas bancarios de la región evidenciaba problemas de cartera vencida, lo que hace pensar que la crisis bancaria en estos países no se originó por insolvencia de los intermediarios, sino por iliquidez.

El tratamiento que el FMI dio a la crisis, sin embargo, presuponía la insolvencia, y fue enteramente contraproducente para una situación de iliquidez. De acuerdo con este organismo la crisis requería programas de austeridad para garantizar el pago de las deudas, y una profundización en la desregulación financiera para así restablecer la confianza de los inversionistas.

Con este propósito movilizó un paquete de emergencia por 113 mil millones de dólares para atender a Tailandia, Corea e Indonesia; obligó a estos países a flexibilizar sus regímenes cambiarios, a endurecer sus políticas monetarias y a incrementar el ahorro público; pidió a sus gobiernos que realizaran reformas institucionales tendientes a desintegrar los grupos industriales con participación estatal, argumentando que los monopolios obstaculizaban el crecimiento; y demandó que se profundizara la desregulación financiera, permitiendo el acceso de capital extranjero a

este sector al mismo tiempo que presionaba a los gobiernos a cerrar o recapitalizar las instituciones que tenían problemas (IMF, 1998).

El FMI trató de implantar en el sudeste de Asia los estándares contables bancarios establecidos en Basilea, ignorando las diferencias estructurales que existen entre esas economías y las del hemisferio occidental; de manera especial, sin tomar en cuenta que el elevado nivel de apalancamiento corporativo en esa región es concomitante a la elevada propensión a ahorrar de sus hogares (Wade y Veneroso, 1998). En este marco institucional las políticas de elevadas tasas de interés y astringencia crediticia fueron altamente destructivas para la solvencia de empresas que antes de la crisis operaban eficientemente, y este daño rápidamente se revirtió a sus acreedores, aumentando la fragilidad bancaria.

El proceso de deterioro financiero siguió fielmente el ciclo previsto por Minsky (1982). Para cumplir con sus compromisos financieros, en la primera etapa de la crisis los productores de la zona recortaron personal masivamente y trataron de vender sus activos más líquidos, contribuyendo a incrementar las tendencias recesivas originadas por las devaluaciones, al aumento de las tasas de interés y la contención del gasto público. El desplome de las cotizaciones bursátiles y la deflación generalizada de las deudas volvieron estériles sus intentos de allegarse liquidez, agravando la situación financiera de los bancos.

Si el FMI hubiera interpretado la crisis de Asia como un problema de liquidez, y no de solvencia, su comportamiento habría sido diferente: habría tenido que realizar la función del prestamista de última instancia en el mercado financiero internacional y habría tenido que estimular a los bancos centrales de la zona afectada para que cumplieran con la misma tarea en sus respectivos ámbitos internos.

Por el contrario, la fuerte elevación de las tasas de interés, las críticas del Fondo a la organización de los sistemas financieros locales, y los anuncios de liquidaciones y reestructuraciones de importantes intermediarios, tuvieron el efecto de acrecentar el pánico financiero, a lo que también contribuyó la degradación que de las deudas de estos países hicieron las calificadoras internacionales (Radelet y Sachs, 1998).

La actuación del FMI en el sudeste de Asia ha recibido fuertes críticas por haber sido funcional a los intereses comerciales de Estados Unidos y Japón, en detrimento de una rápida y económica solución al problema de pagos internacionales de la región (Feldstein, 1998). En particular se ha cuestionado la prontitud con que los acreedores externos fueron liberados de sus posiciones a corto plazo en la zona, sin utilizar los recursos de los paquetes financieros de emergencia como garantías en la reestructuración a más largo plazo de los préstamos, lo que habría reducido los costos sociales de la crisis. Esta gestión la han tenido que realizar los gobiernos de los países asiáticos socializando las pérdidas de sus sistemas bancarios, y con un mermado poder de negociación, una vez que los acreedores han sido liberados de su exposición a corto plazo en la región.

En 1985, cuando un grupo de países sudamericanos enfrentaba las dramáticas consecuencias de una apertura financiera imprudente, Díaz-Alejandro afirmó que la función de las tasas de interés altas era transferir riqueza de los deudores a los acreedores, y que en una situación de crisis los acreedores internacionales no aceptarían la separación de deudas en privadas y públicas, por lo que el *laissez-faire* financiero no era viable. Esto ha vuelto a cobrar vigencia en Asia.

PROCLIVIDAD DEL ACTUAL SISTEMA FINANCIERO MUNDIAL A GENERAR CRISIS DE LIQUIDEZ

Algunas investigaciones realizadas recientemente para predecir la aproximación de una crisis financiera y tomar medidas preventivas aportan valiosa información sobre los factores generadores de inestabilidad. Típicamente las crisis financieras ocurren cuando una economía entra en recesión, después de un periodo de auge económico estimulado por la expansión del crédito interno y la entrada de capitales foráneos (Kaminsky y Reinhart, 1998). Las variables que mejor anticipan las crisis son el crecimiento del PIB, las exportaciones, las desviaciones del tipo de cambio real respecto de su tendencia, el multiplicador financiero, los precios de las acciones, y la relación entre el dinero en circulación y las reservas internacionales (Kaminsky, Lizondo y Reinhart, 1998).

De lo anterior se desprende que la tendencia mundial hacia la desregulación y apertura de los sistemas financieros ha generado un terreno fértil para la gestación de crisis. George Soros (1998), Jan Kregel (1999) y Lance Taylor (1998) separadamente han elaborado una teoría que explica este fenómeno en economías emergentes como resultado de una competencia global desestabilizadora entre intermediarios financieros, que los conduce a asumir comportamientos "de rebaño".

Desde este punto de vista la inestabilidad financiera aparece y se magnifica porque la competencia mundial entre los intermediarios financieros los ha llevado a desafiar el riesgo, buscando los más altos rendimientos del mercado para retener a sus clientes. Si una institución financiera ofrece una inversión más rentable, aunque más riesgosa, el resto de intermediarios se ve forzado a seguir la pauta, pues en caso de que el riesgo se materialice, la pérdida será considerada por el público ahorrador como una falla del mercado; pero si no se llega a esa eventualidad, el menor rendimiento de la inversión más segura se tomará como ineficiencia de los administradores.

Su análisis parte de una situación de equilibrio en que el tipo de cambio de la economía emergente está "creíblemente fijo". El ciclo se inicia en el mercado financiero por un influjo de capital externo; éste llega atraído por un diferencial de tasas de interés, o por el crecimiento de los precios de algunos activos de capital en el mercado bursátil o en el mercado inmobiliario. Los especuladores locales comienzan a endeudarse fuera

para aprovechar las ganancias domésticas y van incrementando su exposición en moneda extranjera. La estabilidad del tipo de cambio encubre los riesgos y hace ver como innecesarios los gastos de cobertura.

El fuerte influjo de capitales tiende a sobrevalorar la moneda, y cuando ésta ya no puede sostener su paridad, el desequilibrio en las hojas de balance se vuelve trágico. En tanto las pérdidas potenciales por una caída de las cotizaciones de los activos domésticos tienen límites (dados por su costo de reposición), las pérdidas por la exposición en moneda extranjera son impredecibles, pues dependen del nivel que alcance el tipo de cambio durante una crisis.

En este punto la responsabilidad del colapso se transfiere a la política macroeconómica. Cualquier relajamiento de la política monetaria que haga disminuir los diferenciales de tasas de interés con el exterior y ocasione una devaluación de la moneda puede llevar a una catástrofe financiera; de manera similar, cualquier acontecimiento que desinfle los mercados bursátiles e inmobiliarios y promueva una salida de capitales puede tener efectos devastadores en la solvencia de los intermediarios.

En esta situación, lo más probable es que la autoridad monetaria trate de usar las reservas internacionales de que disponga para sostener el tipo de cambio, y emplee los instrumentos a su alcance para evitar el colapso. Sin embargo, serán los factores macroeconómicos los que determinen finalmente el curso de los acontecimientos.

El escenario se complicará más si las entradas de capital estimulan la inversión productiva y el crecimiento del ingreso, pues esto ejercerá presión sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos y reducirá el monto de divisas disponible para la intervención estabilizadora del tipo de cambio. En tales circunstancias el aumento de las tasas de interés domésticas tendrá que ser mayor, lo que acentuará la fragilidad de los intermediarios al elevar sus costos de captación y disminuir el valor colateral de los préstamos. Adicionalmente, el aumento del rédito habrá de contribuir a la temida deflación de los mercados bursátiles e inmobiliarios.

Nótese que este tipo de ciclo tiene como prerequisites las características más relevantes que presentaban las economías del sudeste asiático en 1997:

- a) Un tipo de cambio predeterminado.
- b) Ausencia de barreras al movimiento internacional de capitales.
- c) Circunstancias que promueven amplios diferenciales en tasas de interés y precios de activos de capital con el exterior, por ejemplo, mercados de capital poco profundos y segmentados, que son frecuentes en economías emergentes.
- d) Regulación financiera local laxa, o regulaciones prudenciales procíclicas, que propician que el crédito interno se desborde cuando hay un fuerte ingreso neto de capitales del exterior, o que se contraiga en exceso cuando la cartera bancaria se deteriora.

POLÍTICAS PARA COMBATIR CRISIS DE LIQUIDEZ

La experiencia reciente de Asia indica que el primer paso para atender con eficacia una crisis financiera es diagnosticarla acertadamente, ya que una crisis por insolvencia de los intermediarios requiere medidas totalmente opuestas a una crisis por falta de liquidez.

Las crisis cambiarias que han enfrentado las economías emergentes en los noventa han sido determinadas mayormente por pánicos financieros, que reflejan la ausencia de un prestamista de última instancia en el mercado financiero internacional. Hemos visto que esta falla institucional no está siendo debidamente atendida, pues la actuación del FMI en Asia exacerbó el pánico y estuvo sesgada a defender intereses económicos de los países centrales.

Una forma de resolver esta deficiencia, para las economías emergentes, es reduciendo su grado de apertura financiera, es decir, limitando el movimiento internacional del capital de corto plazo. Las medidas más frecuentemente recomendadas para este fin son el impuesto Tobin a las operaciones de los mercados de cambios, la aplicación de encajes a los flujos de capital de corto plazo, y una más radical: el control directo de los flujos (Williamson, 1995; Felix, 1995; Radelet y Sachs, 1998; French-Davis, 1999).

Estos instrumentos evitarían excesos en el endeudamiento externo de particulares y desbalances peligrosos en los plazos de los activos y pasivos bancarios, ayudando a hacer compatible el endeudamiento externo con el crecimiento del ingreso (Taylor, 1998).

La restricción al movimiento de capitales no debe utilizarse como expediente para mantener tipos de cambio desalineados. Por el contrario, convendría definir la política económica en términos de un tipo de cambio real que sostuviera la competitividad de las exportaciones (Díaz-Alejandro, 1985; Taylor, 1998), y también en función a una tasa de interés real que se ubicara por debajo de la rentabilidad del capital productivo para evitar el desvío de recursos a la especulación (Díaz-Alejandro, 1985; Huerta, 1999; Correa, 1999; Dillon, 1997).

Una política de este corte, sin embargo, enfrentaría el rechazo de los organismos financieros multilaterales, la banca internacional y los gobiernos de los países con moneda de reserva, que están trabajando activamente para derogar el Artículo VI del Acuerdo Constitutivo del FMI, el cual todavía legitima la imposición de barreras a los flujos especulativos de capital.

De los cinco países asiáticos analizados, únicamente Malasia optó por establecer controles al movimiento internacional de capitales, lo que le permitió elevar menos que los demás sus tasas internas de interés y el endeudamiento externo de su gobierno. Es importante mencionar que en este país la restricción al movimiento de capitales no se utilizó para evadir ajustes necesarios al tipo de cambio ni para relajar la disciplina fiscal

o monetaria; por el contrario, sus políticas monetaria y fiscal para enfrentar la crisis fueron menos expansivas que en Corea, Tailandia y Filipinas.

Estos tres países, tras una primera etapa contractiva en que se vieron obligados a dejar que flotaran sus monedas y a elevar fuertemente las tasas de interés, han reorientado sus instrumentos de política monetaria y fiscal a objetivos de desarrollo. Los gobiernos han asumido las deudas externas de sus bancos, éstos han provisto de la liquidez necesaria a las empresas, y las tasas de interés real han bajado drásticamente, facilitando el pago de las deudas internas.

Por contraste, Indonesia, que cuadruplicó sus tasas de interés y devaluó su moneda en más de 70% no ha logrado salir de la turbulencia financiera (véase el cuadro 4).

La estrategia post-crisis seguida por Corea, Tailandia, Filipinas y Malasia retoma con éxito algunos elementos característicos de su modelo de desarrollo anterior a la apertura de la cuenta de capital, como son: tipos de cambio competitivos, abundante financiamiento interno a bajo costo, gobiernos comprometidos a apoyar a la industria, y una canalización del crédito hacia actividades prioritarias, que ahora se realiza en gran medida valiéndose de las regulaciones prudenciales (Bustelo, 1992; Kamin *et al.*, 1998). Esta política ha comenzado a rendir frutos, abatiendo de manera espectacular las presiones inflacionarias generadas en la primera etapa de la crisis; para junio de 1999, de los tres países que mantuvieron abierta su cuenta de capitales, Corea y Tailandia habían reducido su tasa de inflación anual a cero, y en Filipinas era inferior a 7 por ciento.

CONCLUSIONES

Dos importantes factores que contribuyeron al rápido desarrollo industrial de los países del sudeste de Asia fueron: el mantenimiento de tipos de cambio competitivos, y el marco institucional de la política monetaria, que vinculó la expansión del crédito con la inversión productiva en actividades estratégicas.

Estos dos elementos se perdieron con la apertura de la cuenta financiera de la balanza de pagos a principios de los noventa.

El libre movimiento de capitales redujo el poder de la política monetaria al permitir a bancos y empresas fondearse en el exterior, y complicó la instrumentación de una política cambiaria de promoción de exportaciones. La necesidad de mantener tipos de cambio estables para arraigar al capital internacional, y la acumulación de pasivos externos principalmente en dólares por el sector privado, llevaron a vincular las monedas de la región al dólar, con una benigna negligencia respecto a su sobrevaluación frente al yen y otras divisas.

La pérdida de competitividad se manifestó en un aumento del coeficiente de importaciones y un languidecimiento de las exportaciones. El deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos pudo ser financiado

cómodamente con la inversión extranjera de cartera y el crédito externo interbancario, pero sólo hasta que los pasivos externos a corto plazo de los bancos alcanzaran el nivel de las reservas internacionales. En ese momento la reversión del flujo precipitó las crisis cambiaria y bursátil.

La salida de capitales a corto plazo llevó a los intermediarios financieros a situaciones de iliquidez, pero no de insolvencia, pues en esa etapa de la crisis aún no acusaban problemas serios de cartera vencida. El FMI, en lugar de desempeñar el papel de prestamista de última instancia en el mercado financiero internacional, trató el desequilibrio externo de la región como si fuera una crisis de solvencia, contribuyendo a aumentar el pánico financiero.

A dos años de distancia de la crisis es posible ver que los países que enfrentaron el colapso financiero proveyendo de liquidez a sus bancos y empresas y resistiéndose a elevar las tasas de interés real han tenido un mejor desempeño, en tanto que el país de la zona que aplicó la política monetaria más contractiva, Indonesia, ha debido pagar costos más altos que los demás en términos de inflación y devaluación de su moneda, sin lograr estabilizar su economía.

El dinámico crecimiento de la región durante los ochenta y hasta 1993, periodo en que los países sustituyeron los instrumentos de control directo de su política monetaria por mecanismos de mercado y permitieron la libre operación de sus mercados de cambios, pero mantuvieron bajo control el endeudamiento externo del sector privado, pone de manifiesto que la desregulación financiera puede hacer una contribución importante al desarrollo económico, pero sólo si se realiza en un marco institucional que garantice la canalización de los recursos financieros a la inversión y limite la movilidad internacional del capital de corto plazo.

BIBLIOGRAFÍA

- Amsden, A. H. (1989), *Asia's Next Giant*, Nueva York, Oxford University Press.
- Amsden, A. H. y Y. D. Euh (1997), "Behind Korea's Plunge", *New York Times*, 27 de noviembre.
- Arestis, P. y P. Demetriades (1997), "Financial development and economic growth: assessing the evidence", *The Economic Journal*, núm. 107, mayo.
- Bustelo, P. (1992), "La industrialización en América Latina y Asia Oriental", *Comercio Exterior*, vol. 42, núm. 12, diciembre.
- Cambiaso, J. (1993), "Síntomas del mal holandés por la vía de la cuenta de capital", *Monetaria*, vol. XVI, núm. 1.
- Cole, D., H. Scott y P. Wellons (1995), *Asian Money Markets*, Oxford University Press.
- Díaz-Alejandro, C. (1985), "Adiós represión financiera ¡Qué tal, crac financiero!", en L. Bendesky (comp.), *El papel de la banca central en la actualidad*, México, CEMLA-Banco de España.

- Dillon, J. (1997), *Turning the Tide: Confronting the Money Traders*, Toronto, Ecumenical Coalition for Economic Justice.
- Feldstein, M. (1998), "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, vol. 77, núm. 2, marzo-abril.
- Felix, D. (1993), "Suggestions for international collaboration to reduce destabilizing effects of international capital mobility on LDC's", Washington University in St. Louis Department of Economics, *Working Paper*, núm. 13, febrero.
- ——— (1995), "Financial globalization versus free trade: the case for the Tobin tax", mimeo, Washington University, octubre.
- French-Davis, R. (1999), "Enfrentando y previniendo las crisis financieras", *Estudios Internacionales*, vol. XXXI, núm. 123-124, julio-diciembre.
- Fry, M. J. (1990), *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, México, CEMLA-FELABAN.
- Girón, A. (1999), "Mutaciones financieras y crisis bancarias en el sudeste asiático", *Comercio Exterior*, vol. 49, núm. 1, enero.
- Grabel, I. (1993), "Crossing borders: a case for cooperation in international financial markets", en G. Epstein, J. Graham y J. Nembhard (eds.), *Creating a New World Economy: Forces of Change and Plans for Action*, Temple University Press.
- Guillén, A. (1999), "Crisis asiática y reestructuración de la economía mundial", *Comercio Exterior*, vol. 49, núm. 1, enero.
- Huerta, A. (1999), "Las razones de la política contraccionista y sus consecuencias", *Investigación Económica*, núm. 230, octubre-diciembre.
- International Monetary Fund, IMF (1998), "The IMF's response to the Asian Crisis", *IMF Factsheet*, Internet.
- Kamin, S., P. Turner y J. Van't Dack (1998), "The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview", Bank for International Settlements, *Policy Papers* núm. 13, Basilea, enero.
- Kaminsky, G., S. Lizondo y C. M. Reinhart (1998), "Leading indicators of currency crises", *IMF Staff Papers*, vol. 45, núm. 1, marzo.
- Kaminsky, G. y C. M. Reinhart (1998), "Financial crises in Asia and Latin America: then and now", *American Economic Review*, vol. 88, núm. 2.
- Kregel, J. (1998), "Derivatives and global capital flows: applications to Asia", ponencia presentada al Seminario Internacional sobre Reforma Financiera, Crecimiento Económico y Globalización, organizado por la UAM, México, abril.
- ——— (1999), "Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods", *Comercio Exterior*, vol. 49, núm. 1, enero.
- Lall, S. (1997), "Selective policies for export promotion: lessons from Asian Tigers", The United Nations University WIDER, *Research for Action*, núm. 43.
- Leff, N. (1978), "Industrial organization and entrepreneurship in the developing countries: the economic groups", *Economic Development and Cultural Change*, núm. 26(4), julio.

- ——— (1986), "Trust, envy and the political economy of industrial development: economic groups in developing countries", Columbia First Boston Series in Money, Economics and Finance, *Working Paper* FB-86-38, noviembre.
- McKinnon, R. I. (1974), *Dinero y capital en el desarrollo económico*, México, CEMLA, Estudios.
- ——— (1988), "Financial liberalization and economic development: a reassessment of interest rate policies in Asia and Latin America", San Francisco, Institute for Contemporary Studies Press.
- Minsky, H. P. (1982), *Can "It" Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, Armonk, M. E. Sharpe Inc.
- Puyana, J. (1999), "Globalización, capital financiero especulativo y la crisis asiática", *Comercio Exterior*, vol. 49, núm. 1, enero.
- Radecki, L. J. y V. H. Reinhart (1989), "The globalization of financial markets and the effectiveness of monetary policy instruments in the United States", en *Interest Rate Linkages and Monetary Policy*, Basilea, Bank for International Settlements.
- Radelet, S. y J. Sachs (1998), "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies and prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1.
- Soros, G. (1998), *The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered*, Nueva York, Public Affairs.
- Stiglitz, J. (1996), "Algunas enseñanzas del milagro asiático", *Desarrollo Económico*, vol. 37, núm. 147, octubre-diciembre.
- Stiglitz, J. y M. Uy (1996), "Financial markets, public policy and the East Asian miracle", *The World Bank Research Observer*, núm. 11(2).
- Sussangkarn, Ch. (1998), "Thailand's debt crisis and economic outlook", Thailand Development Research Institute, Internet, mayo.
- Taylor, L. (1998), "Capital market crises: liberalisation, fixed exchange rates and market-driven destabilisation", *Cambridge Journal of Economics*, núm. 22.
- Wade, R. y F. Veneroso (1998), "The Asian crisis: the high debt model versus the Wall Street-Treasury-IMF complex", *New Left Review*, núm. 228, marzo-abril.
- Williamson, J. (1995), "El manejo de los flujos de entrada de capitales", *Pensamiento Iberoamericano*, 0(27), enero-junio.
- Yap, J. T., M. B. Lamberte, T. S. Untalan y M.S.V. Zingapan (1995), "Money markets in Philipines", en D. Cole, H. Scott y P. Wellons (eds.), *Asian Money Markets*, Oxford University Press.