



## Artículos

# LA CRISIS CAMBIARIA Y FINANCIERA EN EL GRUPO DE ASEAN-4: LIBERALIZACIÓN FINANCIERA DISFUNCIONAL Y COMPORTAMIENTO DE REBAÑO\*

JORGE GARCÍA ARIAS\*\*

### RESUMEN

En el presente artículo analizamos las causas que pueden explicar la crisis cambiaria y financiera que padecieron cuatro países de la Association of South East Asian Nations (ASEAN), los ASEAN-4, en el periodo 1997-1999. A nuestro juicio, dos factores son los determinantes para entender estos episodios: en primer lugar un proceso de liberalización financiera inadecuado, asecuencial y llevado a cabo sin medidas de supervisión y control —lo que nosotros denominamos una liberalización financiera disfuncional— que, junto con otras políticas económicas que se analizan en el trabajo, sentó las bases del deterioro estructural y financiero que permitió el desencadenamiento de las crisis. En segundo lugar, las crisis fueron espoleadas por un proceso de pánico financiero y comportamiento de rebaño por parte de los agentes. A estos dos factores se añaden otros, como el contagio entre economías, el desarrollo de estrategias especulativas por parte de los agentes y la inadecuada intervención de los organismos económicos internacionales, que completan la explicación del proceso de crisis.

*Palabras clave: Crisis asiáticas, liberalización financiera, pánico financiero.*

---

\* Agradezco los comentarios y sugerencias de dos evaluadores anónimos de *Problemas del Desarrollo*. Cualquier error u omisión que persista es responsabilidad exclusiva del autor.

\*\*Doctor en Economía de la Universidad de León (España), Departamento de Economía. Correo electrónico: <deejga@unileon.es>.

THE EXCHANGE AND FINANCIAL CRISIS IN THE ASEAN-4 GROUP:  
DYSFUNCTIONAL FINANCIAL LIBERALIZATION  
AND HERD MENTALITY

ABSTRACT

This article examines the causes of the financial and exchange crisis suffered by four countries in the Association of South East Asian Nations (ASEAN), known as ASEAN-4, during the period from 1997-1999. In the author's view, two factors are crucial to understanding these episodes; first, there was an inappropriate, non-sequential process of liberalization, carried out without implementing supervision and control measures—which the author calls dysfunctional financial liberalization—which, together with other economic policies analyzed in this study, established the bases for the structural and financial deterioration that triggered the crisis. Second, the crises were spurred by the financial panic and herd mentality of the agents. These two factors were compounded by others, such as contagion between economies, the development of speculative strategies by the agents and the inappropriate intervention of international economic organisms, which complete the explanation of the crisis.

*Key words: Asian crises, financial liberalization, financial panic.*

LA CRISE FINANCIÈRE ET DES DEVICES DANS LE GROUPE D'ASEAN-4:  
LIBÉRALISATION FINANCIÈRE DISFONCTIONNELLE  
ET COMPORTEMENT GRÉGAIRE

RÉSUMÉ

Dans cet article nous analyserons les causes qui peuvent expliquer la crise financière et des devises qu'ont subie quatre pays de l'Association of South East Asian Nations (ASEAN, les ASEAN-4 dans la période 1997-1999. A notre avis, deux facteurs sont déterminants pour comprendre ces épisodes: en premier lieu, un processus de libéralisation financière inadéquat, sans séquences et conduit sans mesures de supervision et contrôle —ce que nous appelons une libéralisation financière disfonctionnelle— qui, à côté d'autres politiques économiques que l'on a analysées dans le travail, a établi les bases de la détérioration structurelle et financière qui a permis le déchaînement des crises. En deuxième lieu, les crises ont été éperonnées par un processus de panique financière et un comportement de troupeau de la part des agents. A ces deux facteurs s'ajoutent d'autres, comme la contagion entre économies, le développement de stratégies spéculatives de la part des agents et l'intervention inadéquate des organismes économiques internationaux, lesquels complètent l'explication du processus de crise.

*Mots clé: Crises asiatiques, libéralisation financière, panique financière.*

## INTRODUCCIÓN

**A** lo largo de las últimas décadas, pero fundamentalmente en los últimos quince años, políticos, gestores de organismos internacionales y economistas académicos han venido estudiando la sorprendente evolución económica de los países del Este y del Sudeste Asiático. En los 30 años precedentes a la crisis que las economías de la ASEAN (Association of South East Asian Nations) padecieron a partir de 1997, los países de la región crecieron, en conjunto, más de prisa que cualquier otra zona del planeta y fueron capaces de alcanzar niveles de desarrollo e indicadores sociales y de equidad que, aunque muy alejados de los estándares de los países más desarrollados, eran envidiados, a mediados de la década de 1990, por el conjunto de economías que partían de situaciones similares que las asiáticas a mediados de 1960.

Las claves que explican esta evolución no son, necesariamente, comunes en todas las economías asiáticas afectadas por este crecimiento tan importante, pero algunas características sí son compartidas. Éstas incluirían, entre otras: fuerte crecimiento de la productividad del *output* agrícola; altas tasas de crecimiento de las exportaciones de manufacturas; reducción o contención de la tasa de fecundidad; elevadas tasas de crecimiento del capital físico; importantes mejoras en la cantidad y cualificación del capital humano; importante crecimiento de la productividad en todos los sectores; etc.<sup>1</sup> Entre las causas de política económica explicativas de este fenómeno podrían citarse, sin ánimo omnicompreensivo, las siguientes: *a)* un comportamiento macroeconómico estable, que proporcionó una base sólida sobre la que poder asentar la inversión; *b)* una fuerte integración de los sistemas bancarios, que fueron capaces de atraer a un número importante de pequeños ahorradores e incrementaron la tasa de ahorro nacional; *c)* una política educativa intensa y orientada hacia los niveles primario y secundario, que garantizaba una fuerza de trabajo bien formada; *d)* el desarrollo de políticas agrarias orientadas al incremento de la productividad; *e)* una importante intervención económica de los gobiernos en múltiples direcciones: política de tipos de interés, orientación del crédito, política industrial selectiva, política comercial orientada al incremento de las exportaciones, etc. *f)* una desacralización de la competencia perfecta, en el sentido de que, para los gobiernos asiáticos, en aras de promover la inversión y el avance científico y técnico, el grado óptimo de competencia no era el de competencia perfecta, sino el de compe-

1 Consúltese, por ejemplo, World Bank (1993), Leipziger y Thomas (1994), Page (1994), Stiglitz (1996) y Eggleston (1997).

tencia limitada y orientada; y g) el desarrollo de un modelo de integración estratégica (o limitada) en el concierto mundial: las economías asiáticas se implicaron en los mercados internacionales hasta el punto que consideraron beneficioso integrarse por ejemplo, por el lado de las exportaciones, y no tanto por el de las importaciones para atraer ciencia y tecnología, pero no así inversión multinacional o flujos de capitales (al menos hasta la década de 1980).

En resumen, el crecimiento económico del Este y del Sudeste Asiático puede explicarse, fundamentalmente, por el desarrollo de un modelo de crecimiento orientado hacia el exterior, con importante intervención estatal, estabilidad macroeconómica, desarrollo agrícola, inversión en capital humano y elevadas tasas de ahorro e inversión (Stiglitz, 1996; Eggleston (1997).

Sin embargo, las crisis iniciadas en 1997, y que afectaron fundamentalmente a Corea del Sur y a cuatro economías de la ASEAN (Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas —las ASEAN-4 en adelante—, trastocó este escenario. En efecto, tras padecer varios ataques especulativos, las autoridades tailandesas se vieron obligadas a dejar flotar su moneda y, en pocas semanas, la crisis cambiaria y financiera tailandesa se expandió, con una rapidez y ferocidad no conocidas hasta entonces, por toda la región, afectando fundamentalmente a Malasia, Filipinas, Indonesia y Corea del Sur; pero también, y en diferentes grados, a Singapur, Hong Kong, Japón y Taiwán. Rusia —en 1998— y Brasil —en 1999— han sufrido también crisis financieras y cambiarias relacionadas, en mayor o menor grado, con la debacle asiática. Las otrora vibrantes economías del Asia Oriental —*milagro asiático* y *tigres asiáticos* son dos de las expresiones que más se popularizaron para referirse al desarrollo de estas economías y a los sujetos del mismo—, acostumbradas a décadas de fuerte crecimiento se vieron abocadas a una recesión de tal intensidad que algunos organismos internacionales la han comparado con la sufrida por las economías occidentales más desarrolladas tras la crisis de 1929 (UNCTAD 1998; Asian Development Bank 1999).

En este trabajo presentamos una explicación posible para las crisis que afectaron al grupo ASEAN -4. En concreto, consideramos que las crisis son la resultante de la conjunción de dos grandes bloques de problemas: un conjunto de deficiencias estructurales originadas por el diseño de la política económica nacional y la presencia de pánico financiero y comportamiento de rebaño en los agentes financieros internacionales.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Las crisis cambiarias —y dentro de ellas las crisis asiáticas— no son sino una de las manifestaciones concretas de un fenómeno más amplio y complejo: la inestabilidad cambiaria. Un

## LA “TRIPLE ESTRATEGIA” COMO ORIGEN DE LOS PROBLEMAS ESTRUCTURALES

Como se sabe, Tailandia, Malasia, Indonesia y, en mucho menor medida, Filipinas; forman parte del segundo escalón o la segunda generación de Nuevos Países Industrializados Asiáticos y su modelo de desarrollo es diferente del de las llamadas High Performing Asian Economies (HPAE): Japón, Corea del Sur, Taiwán, Hong Kong y Singapur (Jomo, 1998). Tanto su política industrial como la intervención selectiva del Estado en la economía ha sido de peor calidad y menos efectiva que en las HPAE. El modelo económico desarrollado por las economías del Sudeste Asiático se ha basado en la búsqueda de altas tasas de crecimiento por medio de la atracción masiva de capital exterior hacia sus economías —a diferencia, por ejemplo, del modelo taiwanés o coreano, basado en el ahorro y la inversión de origen interno—, y si el objetivo era la atracción de capitales exteriores, el mecanismo no podía ser otro que la liberalización de la cuenta de capital y la integración de sus mercados financieros nacionales en los internacionales.

El modelo de crecimiento orientado al exterior del grupo de ASEAN-4 tiene sus orígenes a principios de la década de 1980, cuando los altos niveles de endeudamiento externo, el bajo precio internacional de las exportaciones tradicionales de estos países —estaño y caucho, entre otros— y el elevado precio del petróleo había colocado a estas economías en una situación muy comprometida.<sup>3</sup> Sin embargo, a mediados de la década de 1980, un acontecimiento trastocaría esta delicada situación: la masiva afluencia de inversión directa japonesa hacia las economías de la ASEAN.<sup>4</sup> En efecto, los *Acuerdos del Plaza de 1985* obligaron a las autoridades japonesas a permitir una fuerte apreciación del yen frente al dólar estadounidense para intentar reducir el déficit comercial de Estados Unidos. Como consecuencia, Japón perdió competitividad y se vio obligado a relocalizar en otras economías la parte de su producción más intensiva en factor trabajo. De entre todos los países asiáticos; Tailandia, Malasia e Indonesia fueron los países escogidos para la relocalización,<sup>5</sup> debido a sus bajos costos laborales y a su proximidad con Japón.

---

extenso recorrido por el fenómeno de la estabilidad y la inestabilidad cambiaria puede consultarse en español, en García-Arias (2002).

3 Tailandia, Indonesia y Filipinas se habían visto obligadas a diseñar su política económica sobre las coordenadas fijadas por los acuerdos impuestos por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), y Malasia se había autoimpuesto su propio programa de ajuste y austeridad.

4 Entre 1985 y 1990, alrededor de 15 millardos de dólares estadounidenses de inversión directa japonesa llegó a las economías del Sudeste Asiático. En 1996, los países de ASEAN-4 más Singapur concentraban 48 millardos de dólares de inversión directa nipona. Bello (1997).

5 La inestabilidad política de Filipinas le excluyó de esta primera oleada de inversión directa japonesa.

La inversión japonesa permitió a estos países alcanzar importantes tasas de crecimiento, orientar su producción hacia actividades más intensivas en capital —y más generadoras de valor añadido—; y diversificar su estructura industrial con la aparición de filiales de las grandes compañías japonesas especializadas en el ensamblaje de productos manufacturados orientados a la exportación hacia Estados Unidos, Europa y el propio Japón.

Sin embargo, a principios de la década de 1990, los flujos de inversión directa japonesa empezaron a decrecer y, dada la enorme dependencia de los mismos que padecía el ASEAN-4, estas economías tuvieron que adoptar nuevas políticas para mantener la atracción de capital exterior sobre el que basaban su crecimiento y su desarrollo económico. Estas políticas, diseñadas por los gobiernos nacionales y aplaudidas por organismos internacionales como el FMI y el BM, se basaron en una *triple estrategia*:

- Liberalización plena de los mercados financieros, de capitales y cambiarios. Esto se traducía, entre otras medidas, en: *a)* eliminación de barreras a la entrada y salida de capitales; *b)* apertura de las bolsas de valores a la participación extranjera; *c)* reducción de las restricciones a los bancos extranjeros para operar en los sistemas financieros nacionales, y *d)* apertura del sector asegurador a la participación exterior.
- Mantenimiento de una política de elevados tipos de interés relativos respecto a los de Estados Unidos y otros países occidentales, de manera que se incrementase la rentabilidad relativa de los capitales internacionales dirigidos hacia la ASEAN.
- Establecimiento de acuerdos cambiarios de fijación del tipo de cambio, de modo que se redujese el riesgo, para los inversores internacionales, derivado de la fluctuación del tipo de cambio.

Estas tres estrategias conjuntas posibilitaron una afluencia masiva de capitales hacia el grupo ASEAN-4 pero, al unísono, sentaron las bases de las crisis por venir. Especial mención, por su incidencia en el desencadenamiento y la evolución de la crisis, merece la primera de las políticas, la de liberalización financiera.

En Tailandia, por ejemplo, bajo los gobiernos de Anand Panyarachum y Chuan Leek-Pai (esto es, entre 1990 y 1994) se desarrolló todo un conjunto de medidas en esta dirección. Entre otras: se eliminaron las restricciones sobre los depósitos de ahorro y a plazo; se suavizó la supervisión a los bancos comerciales e instituciones financieras —sustituyendo el coeficiente de reserva por otro de liquidez—, relajando las reglas de capitalización e incen-

tivando su expansión hacia todo tipo de operaciones; se desmantelaron buena parte de los controles sobre los tipos de cambio; y se catapultó la internacionalización del sistema bancario tailandés por medio del establecimiento, en 1993, del Bangkok International Banking Facility (BIBF). Esta institución era un sistema que posibilitaba el acceso de bancos tailandeses, así como de las filiales en Tailandia de bancos extranjeros, a la realización de operaciones *off-shore* y a una selecta partida de operaciones *on-shore*. Las instituciones con licencia BIBF podían aceptar depósitos y realizar préstamos en divisas, tanto a residentes como a no residentes e independientemente de que dichos fondos se destinasen a la inversión interna o externa. El objetivo era doble: convertir a Bangkok en el centro financiero más pujante de la región, con lo que se pretendía atraer más capital extranjero para poder canalizarlo hacia actividades inversoras tailandesas en el exterior, y cubrir la diferencia entre el ahorro interno y la inversión necesaria para alimentar las importantes tasas de crecimiento tailandés.

Especial mención también merecen, para el caso tailandés, las llamadas Compañías Financieras (*Finance Companies*), instituciones dedicadas al financiamiento de bienes raíces y bienes de consumo duraderos. Acostumbradas a padecer en el pasado ciertas restricciones de liquidez, la liberalización financiera y los elevados diferenciales de interés, les permitieron canalizar su actuación hacia otras actividades. Tanto éstas como los bancos tailandeses, se endeudaban en el exterior (habitualmente en dólares) a tipos de interés relativamente bajos, y prestaban dichos recursos a empresas y particulares en el interior a tipos relativamente altos. La canalización del pasivo en activo se dirigió, fundamentalmente, hacia bienes inmuebles, puesto que la inversión en sectores productivos exigía mayores volúmenes de capital, un compromiso estratégico con las compañías prestatarias y un plazo más largo para la obtención de beneficios. Los promotores inmobiliarios se convirtieron, pues, en el principal cliente de las compañías financieras, e incluso alguna de ellas, como *Finance One* (la más importante de todas), diversificaron su actuación y se convirtieron, ellas mismas, en promotoras.

Con respecto a Malasia, su sistema financiero y bancario sufrió una combinación de un dirigismo estatal *sui generis* y una liberalización financiera que se mostraría muy perjudicial para el buen funcionamiento de su economía. En teoría, su sistema financiero era heredero de lo que se ha dado en llamar *modelo anglosajón*, en el que se establece una extraordinaria delimitación de las funciones que desarrolla cada institución financiera específica. En concreto, en Malasia los bancos limitaban sus actividades a la toma de depósitos, a la realización de préstamos y a algunas otras activi-

dades concretas, teniendo restringido el acceso a la toma de posiciones accionariales y de dirección en los sectores industriales y comerciales. Sin embargo, a partir de la década de 1980, ciertos conglomerados empresariales (fundamentalmente los controlados por la *etnia bumiputera*, integrada por malayos musulmanes peninsulares) con el patrocinio de influyentes políticos locales, obtuvieron acceso a créditos blandos de bancos estatales, circunvalando habitualmente los procedimientos legales y destinando una buena parte de dichos recursos a actividades especulativas —fundamentalmente en el sector inmobiliario— más que a inversión productiva (Jomo, 1998:709 y ss.)

Por otro lado, los bancos malayos carecían de incentivos para embarcarse en operaciones de préstamo para actividades productivas a largo plazo y, además, era práctica habitual la concesión de préstamos en función de los avales presentados y no de la viabilidad de los proyectos. Como consecuencia, la mayoría de los préstamos se dirigían al consumo y al mercado inmobiliario y no hacia actividades productivas. Asimismo, los bancos eran utilizados por las autoridades para implementar las políticas de redistribución étnica de la renta y la riqueza —la llamada *New Economic Policy* (NEP)—, y la industria orientada hacia la exportación estaba dominada por el capital extranjero.

Este ambiente de dirigismo de la actividad bancaria —que no perseguía orientar y garantizar una asignación eficiente y equitativa de los recursos, tendiente a la consecución de niveles adecuados de estabilidad, crecimiento y desarrollo— guiado por las relaciones y los comportamientos espurios (el término *crony capitalism o capitalismo de compadreo*, es el que ha ido ganando espacio en la literatura) se vio complementado con una progresiva liberalización de otros mercados financieros, fundamentalmente el bursátil, que no vino acompañada de la necesaria regulación y supervisión. A finales de la década de 1980, el *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE) se escindió del *Stock Exchange of Singapore* y comenzó un fuerte desarrollo, al que ayudó la aprobación, en 1992, de la *Securities Act* que estableció una comisión de control del KLSE —la *Securities Commission*— que descargó de sus funciones al *Capital Issues Committee*, bajo el control del Banco Central. Como consecuencia, el *Bank Negara Malaysia* vio reducido su papel de supervisión y control del KLSE. También el importante proceso de desintermediación bancaria propició un fuerte auge del KLSE. Asimismo, en 1995 las autoridades malayas aprobaron un paquete de medidas destinadas a atraer más fondos de cartera internacionales al país. Como resultado, a mediados de 1997, el 25% del KLSE estaba en manos exteriores. También el establecimiento, en 1993, del *Labuan International Offshore Financial Centre* facilitó



un mayor acceso, y en mejores condiciones, de los capitales internacionales al mercado malayo que eran atraídos, además, por un tipo de cambio estable entre el *ringgit* malayo y el dólar estadounidense y por unas rentabilidades muy elevadas. Como consecuencia de todo lo expuesto, el control de las autoridades monetarias y financieras malayas sobre su sistema financiero se debilitó poderosamente. En suma, el proceso de liberalización en Malasia había abierto las puertas a la fuerte irrupción de capitales extranjeros, dirigidos tanto a inversión directa como a actividades de cartera, pero esto no había venido acompañado por la adecuada supervisión.

Por lo que respecta a Indonesia, hay que decir que ésta inició el proceso de liberalización de sus mercados financieros con anterioridad a las otras tres economías. A principios de la década de 1970, liberalizó su cuenta de capital y en 1980 llevó a cabo una agresiva política de desregulación en el sistema bancario. El proceso de liberalización y desregulación no afectó, sin embargo, al sector real de la economía: los monopolios y los cárteles dominaban el sector no financiero de la economía indonesia. Este proceso, que podríamos llamar de *liberalización asimétrica*, contó con el apoyo del FMI y del BM, ansiosos por impulsar cualquier tipo de proceso liberalizador, que esperaban que la desregulación financiera llegase a provocar, también, una desregulación en el lado real de la economía.<sup>6</sup> Especial atención merece la reforma bancaria, iniciada en 1983 con la eliminación de las restricciones y controles sobre tipos de interés y crédito bancario, y profundizada en 1988 con la eliminación de las limitaciones a la apertura de nuevos bancos y sucursales y con la drástica reducción del coeficiente de reserva. El crédito bancario creció a una tasa del 40% anual en el periodo 1988-1996 (Pincus y Ramli, 1998:725) y los bancos fueron estimulados para adoptar riesgos excesivos, todo ello en un contexto de escasa supervisión, procedimientos contables inadecuados y ausencia de restricciones sobre el volumen de activo y pasivo. Al mismo tiempo, el control sobre los movimientos de capital se relajó o se perdió totalmente.

La liberalización financiera y la política de elevados tipos de interés era una estrategia que introducía una enorme fragilidad en el sistema; fragilidad profundizada por la enorme acumulación de deuda a corto plazo en

---

<sup>6</sup> Aunque estas organizaciones no especificaban cómo esperaban que se produjese dicho enlace entre el lado financiero y no financiero de la economía. En cualquier caso, sí parece claro que incluso estos organismos detectaban cierta incoherencia en el *tempo* del proceso. Por ejemplo, resulta muy significativo que en el estudio del BM (World Bank, 1993) haya un capítulo titulado "Indonesia moves ahead by putting the cart before the horse", pp. 238 y ss.

dólares. La válvula de escape a lo largo de los años 1970 y principios de 1980 había sido la devaluación de la *rupia* pero, tras el establecimiento de la flotación ajustable, las autoridades recurrieron a los *shocks* de liquidez para reducir el dinero en circulación y limitar la expansión del crédito interno —los llamados *Sumarlin shocks*— implantados por el ministro de Economía J. B. Sumarlin.<sup>7</sup> Por otra parte, el lado real de la economía era poco flexible, estaba fuertemente dirigido, adolecía de una excesiva intervención del aparato burocrático y los lazos que unían a las grandes familias políticas —encabezadas por la del presidente Suharto— con el sector económico real permanecieron, cuando menos, tan intactas como el propio proceso liberalizador.

El caso de Filipinas es relativamente similar al de Tailandia, aunque en éste el proceso liberalizador afectó también de forma intensa al sector comercial y no sólo al financiero.<sup>8</sup> El proceso de desregulación, privatización y liberalización comercial y financiera se inició en la dictadura de Marcos a principios de la década de 1980 y se intensificó durante toda la de 1990. También en este caso se puso en funcionamiento la triple estrategia de estabilización cambiaria (fundamentalmente frente al dólar), elevados tipos de interés (unos seis puntos porcentuales de diferencial frente a Estados Unidos como media del periodo) y liberalización (sin la adecuada regulación y supervisión). La cuenta de capital se liberalizó plenamente, se eliminaron la mayoría de las restricciones sobre los mercados cambiarios, se liberalizó el sistema bancario y se abrió el sector de los seguros a compañías extranjeras. El capital exterior fluyó de forma intensa hacia la economía filipina, fundamentalmente en forma de inversión en cartera y de préstamos en dólares, y fue canalizado por los bancos filipinos hacia agentes internos.<sup>9</sup>

---

7 Éstos consistían en que las empresas estatales eran obligadas a retirar depósitos a plazo de los bancos gubernamentales y a adquirir títulos del Banco de Indonesia (los *Bank of Indonesia Securities* —SBI—). El banco central presionaba, asimismo, a los bancos privados para que adquiriesen sus títulos del mercado monetario (los SBPU), lo que, en última instancia, exigía de los bancos que vendiesen divisas al banco central con el objeto de cumplir sus coeficientes de reservas obligatorias. La necesidad de recurrir a medidas tan extremas (en 1987 y 1991) restó confianza en la moneda indonesia: las autoridades habían perdido su control sobre la política monetaria y sobre su sistema financiero. Para una extensión, consúltese Pincus y Ramli (1998), p. 731 y las referencias contenidas allí.

8 Una de las causas que podrían explicar este hecho es que, a diferencia de otras economías de la ASEAN, Filipinas no participó de la primera oleada de inversión extranjera directa de Japón en los primeros años de la década de 1980. Como consecuencia se vio obligada a solicitar programas de ayuda del FMI y del BM que, como se sabe, establecen como requisito inexcusable, entre otros, la liberalización de los flujos comerciales.

9 El mecanismo empleado era similar al BIBF tailandés: los bancos locales emitían certificados de depósito a tipo variable —los *Floating Rate Certificates of Deposit*, FRCD—, con lo que captaban pasi-

Una buena parte de los recursos canalizados vía préstamos a los inversores locales no fueron destinados a inversión productiva, sino a financiar el consumo y la inversión inmobiliaria. Además de menores beneficios y a más largo plazo, la inversión en sectores industriales o agrícolas se enfrentaba a una mayor incertidumbre en la obtención de rentabilidades adecuadas, en tanto que el proceso de liberalización comercial había dejado a la economía filipina sometida a una intensa competencia exterior.

Las elevadas tasas de crecimiento exhibidas por estas economías y las políticas económicas activas desarrolladas por sus gobiernos propiciaron un sentimiento de optimismo con respecto al futuro económico de la región. Como consecuencia, y como se observa en el cuadro 1, se produjo un importante flujo de capitales hacia estas economías —y también hacia Corea del Sur— motivado y potenciado por factores tanto externos como internos.

CUADRO 1  
FLUJOS NETOS DE CAPITALES HACIA EL ASEAN-4 + COREA DEL SUR  
Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE  
(*millones de dólares*)

	1994	1995	1996	1997	1998
· FLUJOS PRIVADOS	40.5	80.4	102.3	0.2	-27.6
· INVERSIÓN	12.2	15.3	18.6	4.4	13.7
Directa	4.7	4.2	4.7	5.9	9.5
Cartera	7.6	11.0	13.9	-1.5	4.3
· CRÉDITOS PRIVADOS	28.2	65.1	83.7	-4.2	-41.3
De bancos	24.0	53.2	62.7	-21.2	36.1
De instituciones no bancarias	4.2	12.0	21.0	17.1	-55.3
· FLUJOS PÚBLICOS	7.0	2.6	-3.3	28.1	23.4
De Instituciones Financieras					
Internacionales	-0.4	-0.3	-2.0	22.4	19.3
Créditos Bilaterales	7.4	3.0	-1.3	5.7	4.1
· RESERVAS <sup>1</sup>	-5.4	-14.1	-16.9	31.5	-42.1
· BALANZA POR CUENTA CORRIENTE	-24.6	-40.6	-54.8	-26.1	69.2

<sup>1</sup> El signo - significa incremento.

FUENTE: *Institute of International Finance* (varios años).

vo exterior a tipos de interés relativamente bajos; estos recursos eran contabilizados como depósitos temporales en las cuentas de los bancos y prestados por medio de los FCDU —*Foreign Currency Deposit Units*—, unos instrumentos que permitían a los bancos prestar recursos denominados en divisas a prestatarios locales, eso sí, a los tipos de interés vigentes en la economía filipina. Mientras la estabilidad bancaria continuase —y fuese el *Bangko Sentral ng Pilipinas* el que asumiese el riesgo cambiario— la diferencial de intereses permitía obtener importantes beneficios.

Entre los primeros, la liberalización de los mercados financieros en el nivel planetario ayudó a la afluencia de capitales hacia algunos países en vías de desarrollo y hacia Asia en particular; el desarrollo de nuevos recursos financieros y la innovación en el campo de la computación y la tecnología coadyuvaron a que el trasvase se produjese con facilidad, y los relativamente bajos tipos de interés en Estados Unidos y Japón atrajeron más capitales hacia Asia. Internamente, la desregulación financiera, los incentivos de los gobiernos locales y la reducción del riesgo cambiario espolearon la afluencia masiva de capitales.

Sin embargo, en lo relativo a las entradas de capitales, tan importante como su cuantía es la naturaleza de las mismas. Los flujos públicos son más estables y están menos sujetos a reversiones abruptas a corto plazo que los flujos privados (Corsetti *et al.*, 1999) y, dentro de estos últimos, los créditos privados canalizados por vía bancaria y las inversiones en cartera presentan una mayor volatilidad que la inversión directa (Griffith-Jones, Cailloux y Pfaffenzeller, 1998). Importantes entradas de capital a corto plazo pueden provocar efectos muy negativos, fundamentalmente en países en vías de desarrollo. Estos problemas son, básicamente, de dos tipos:<sup>10</sup>

- Estas entradas generan problemas a la hora de diseñar la política económica, puesto que pueden empujar a ciertas variables (tales como los tipos de cambio o el precio de los activos financieros o inmobiliarios) lejos de sus niveles de equilibrio.
- Presentan siempre la posibilidad de un cambio drástico en su tendencia: en ausencia de controles, los capitales pueden abandonar el país con igual facilidad e incluso con mayor rapidez de la que entraron. Esta inversión de tendencia, sobre todo si es de tal intensidad que provoca crisis cambiarias y financieras, afecta, necesariamente, a los niveles de crecimiento, inversión y empleo.

Del volumen total de entradas hacia el ASEAN-4 en el periodo 1994-1997, sólo el 18% de los flujos privados eran de inversión siendo, además, la parte principal de ésta en cartera. Más aún, el incremento fundamental de la entrada de flujos se produce vía créditos privados de bancos internacionales, permaneciendo la inversión directa prácticamente constante. De forma análoga, en 1997 y 1998, la reversión de flujos se localiza, básicamente, en los

---

<sup>10</sup> Para una extensión consúltese, entre otros, Calvo, Leiderman y Reinhart (1994) y Griffith-Jones (1998).

créditos bancarios y de otras instituciones financieras internacionales. Este brusco e intenso cambio de tendencia tuvo un efecto contractivo muy importante al restringir de forma severa el capital de los bancos asiáticos y, por tanto, sus créditos. Además, los mercados de bonos y acciones se encontraban relativamente poco desarrollados en la región, por lo que la inmensa mayoría de la intermediación financiera se producía a través del sistema bancario (Corsetti, 1999). Esto venía a significar que los bancos nacionales recibían créditos de los internacionales y canalizaban dichos recursos hacia las empresas nacionales vía préstamos. Como consecuencia, si las empresas nacionales experimentaban dificultades financieras y no podían hacer frente a sus obligaciones, los bancos nacionales se encontrarían con préstamos fallidos en lugar de activos y con un elevado nivel de endeudamiento en divisas en sus pasivos. Este problema se vio agravado por otras características adicionales de estos flujos de capitales: se trataba de endeudamiento a corto plazo, en moneda extranjera, no cubierto y con un elevado grado de apalancamiento.<sup>11</sup>

Como consecuencia de las laxas prácticas de control de riesgos e inversiones de los bancos de estos países, una buena parte de estos capitales fueron canalizados hacia inversiones especulativas en activos inmobiliarios, lo que provocó un crecimiento insostenible de los precios en el sector de bienes raíces y bajas, e incluso negativas, rentabilidades en las inversiones.<sup>12</sup> Estos elementos, unidos a la naturaleza de los flujos de capitales y a la existencia de un desajuste en los periodos de maduración de activos y pasivos bancarios —los bancos nacionales se endeudaban a corto plazo y prestaban a largo—, colocaban a la región en una situación de debilidad frente a posibles cambios en la tendencia.

En segundo lugar, como ya hemos señalado, las economías de la región mantenían (de forma implícita o explícita) políticas de fijación de sus tipos de cambio frente al dólar más o menos rígidas. Como consecuencia, en términos nominales, los tipos se mantenían muy estables; sin embargo, en términos reales, las monedas del ASEAN-4 se estaban apreciando de forma significativa, básicamente como consecuencia de la afluencia de capitales externos. Por otro lado, la apreciación del dólar frente al yen a partir de mediados de 1995 provocó una

11 Para un análisis empírico de estas características puede consultarse, entre otros, Goldstein (1998) y Chowdhury (1999). Por ejemplo, a mediados de 1997, el 70% de los créditos concedidos por los bancos internacionales a Tailandia tenían un periodo de maduración menor o igual a un año. En el caso de Malasia e Indonesia, el porcentaje se situaba en 60 (Griffith-Jones, Cailloux y Pfaffenzeller, 1998: 6).

12 Consúltense Bustelo et al. (2000), pp. 37 y ss., para un análisis más extenso.

evaluación aún más importante de las divisas asiáticas frente a la moneda nipona, como consecuencia de la fijación de sus monedas al dólar, lo que afectó negativamente a las exportaciones de estas economías hacia Japón.

Una última deficiencia estructural derivada de la política de fijación del tipo de cambio —y, por supuesto, del modelo de liberalización sin regulación— fue que buena parte del endeudamiento externo que canalizaban los bancos nacionales no estaba cubierto. Esto es, como consecuencia de la estabilidad cambiaria de la que habían disfrutado estas economías durante los últimos años, los bancos, que se endeudaban en el exterior —y en moneda extranjera—, no cubrían por medio del mercado *forward* o de instrumentos derivados las posibles fluctuaciones adversas de los tipos de cambio. La responsabilidad de la estabilidad cambiaria era trasladada al gobierno nacional que debía garantizarla con su política monetaria. De forma complementaria, el gobierno establecía garantías explícitas o implícitas de asunción del riesgo cambiario. En definitiva, el costo —en el caso de haberlo— de una política económica encaminada a garantizar la estabilidad de las monedas era asumido por el conjunto de la economía y el riesgo cambiario por los gobiernos respectivos. Los beneficios, contrariamente, revertían básicamente en el entramado financiero —nacional e internacional. Este factor de debilidad estructural colocaba, como el anterior, a las economías asiáticas en una situación de fragilidad ante un hipotético cambio en las expectativas de los agentes.

Por otra parte, como ya hemos indicado, la región se convirtió en alumna aventajada del proceso planetario de liberalización de los mercados financieros nacionales. Las normativas existentes que restringían las entradas de capitales fueron abolidas, se establecieron incentivos fiscales para los intermediarios financieros que se endeudaban en el exterior y se creó un buen número de instituciones financieras. Sin embargo, la liberalización no se llevó a cabo de forma prudente: no se adoptaron las medidas necesarias de regulación y supervisión, lo que provocó unas inadecuadas prácticas de préstamo y asunción de riesgos; así, insuficientes coeficientes de garantía, inadecuados límites legales de préstamo, inapropiados sistemas de clasificación de los activos, sistemas de provisiones laxos o inexistentes, poca transparencia y falta de publicidad en los libros contables de las instituciones financiera, etc; fueron características comunes de los sistemas financieros asiáticos.<sup>13</sup>

---

13 Para un análisis más detallado, véanse, entre otros, Claesens y Glaessner (1997), Alba *et al.* (1998) y Chowdhury (1999).

Por otro lado, Claessens y Glaessner (1997) ponen de manifiesto como, más allá de la inexistencia de la supervisión y transparencia adecuadas, el propio proceso de liberalización incrementó la posición de vulnerabilidad de los sistemas financieros locales por medio de un proceso de segmentación del mercado: la apertura permitió a los demandantes de ahorro que aportaban proyectos de bajo riesgo y alta rentabilidad, financiarse en el exterior —bien directamente o bien por medio de centros financieros *off-shore*— por lo que los mercados financieros nacionales acabaron siendo dominados por proyectos de crédito de alto riesgo.

Por su parte Singh (1998) apunta que, si bien la responsabilidad última del proceso de liberalización debe corresponder a los organismos internacionales que, como el FMI y el BM —así como el gobierno y el Departamento del Tesoro de Estados Unidos—, animaron y presionaron a las autoridades nacionales a llevarlo a cabo sin exigirles las debidas medidas precautorias de adecuación a las características específicas de cada economía, supervisión, regulación y transparencia, los gobiernos asiáticos participaron de forma entusiasta en este proceso, en un intento por convertir a sus respectivos países no sólo, como hemos apuntado, en receptores netos de ingentes cantidades de capitales internacionales, sino en el centro financiero de toda la región. En concreto, en los años previos a la crisis, Tailandia y Malasia compitieron entre ellas, y con Hong Kong y Singapur, por asumir este papel.

#### EL DESEQUILIBRIO DE LOS FUNDAMENTOS FINANCIEROS

Además de los problemas estructurales a los que hemos aludido más arriba, el proceso de liberalización financiera disfuncional y las políticas económicas desarrolladas produjeron un conjunto de desequilibrios financieros que deben, asimismo, colocarse en el listado de causas de la crisis del grupo ASEAN-4. Algunos de estos desequilibrios aparecen sintetizados en los cuadros 2 a 5. En primer lugar, en las economías asiáticas más afectadas por la crisis se había venido produciendo una enorme expansión de los préstamos bancarios al sector privado. Un auténtico *boom* en el préstamo que vino acompañado de una reducción en la calidad del mismo: una parte importante de los créditos tuvieron como destino inversiones de dudosa rentabilidad o actividades especulativas en los sectores inmobiliario y financiero. Como consecuencia, el porcentaje de préstamos fallidos sobre el total de préstamos alcanzó, en 1996, el 13% en Tailandia e Indonesia, el 14% en Filipinas y el 10% en Malasia.<sup>14</sup> Se produjo, por tanto, un problema de

<sup>14</sup> Véase Corsetti *et al.* (1999), para un recorrido más extenso por los datos estadísticos que, por motivos de espacio, no se incluyen en los cuadros.

sobrepréstamo (*overlending*) y sobreinversión (*overinvestment*), unido a una baja rentabilidad de la misma, provocada por una inadecuada política de asunción de riesgos por parte de las instituciones financieras, posibilitada por la ausencia de supervisión y control de sus actividades. El indicador más utilizado para determinar la rentabilidad del conjunto de la inversión en una economía es el Ratio Incremental Capital-Producto o ICOR (*Incremental Capital-Output Ratio*) que se define como el cociente entre la tasa de inversión y la tasa de crecimiento económico.<sup>15</sup> (Corsetti, 1999) presenta datos agregados del ICOR para los subperiodos 1987-1992 y 1993-1996. Los datos ponen de manifiesto que la rentabilidad de la inversión es relativamente aceptable en el ASEAN-4. En concreto, los ratios para 1987-1992 y 1993-1996 son, respectivamente: Indonesia (4.0; 3.8), Malasia (3.7; 4.8), Tailandia (3.4; 5.1) y Filipinas (6.0; 5.5). Sin embargo, el significativo incremento en Malasia y Tailandia señala que la rentabilidad de la inversión estaba cayendo en estas dos economías en los años previos a la crisis.

CUADRO 2  
FILIPINAS. DESEQUILIBRIOS FINANCIEROS

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
· Crecimiento porcentual anual de la M2 <sup>A</sup>	13.6	27.1	24.4	24.2	23.2	26.1
· Expansión del Crédito Interno <sup>A</sup>	17.6	131.2	19.0	31.3	40.3	30.8
· Préstamos Bancarios al Sector Privado (% PIB) <sup>B</sup>	20.4	26.3	29.0	37.5	48.9	56.5
· Pasivos Exteriores Netos <sup>1,B</sup>	----	0.8	-0.2	0.7	5.6	9.3
· Reservas Internacionales en Divisas <sup>2,A</sup>	4.4	4.7	6.0	6.4	10.0	7.3
· Deuda Externa (% PIB) <sup>B</sup>	62.2	66.0	62.4	53.2	49.7	----
· Deuda Externa a c/pl. (% sobre el total) <sup>B</sup>	15.9	14.0	14.2	13.3	19.3	----
· Deuda Externa a c/pl.+ Servicio de la Deuda (% sobre Reservas Internacionales) <sup>B</sup>	217.0	212.6	171.9	166.6	137.0	85.0 <sup>C</sup>
· M2/Reservas Internacionales <sup>B</sup>	4.3	4.9	4.8	5.8	4.5	6.9

Para los cuadros 2 al 5

<sup>1</sup> Pasivos exteriores —activos exteriores (bancarios y no bancarios). En millardos de dólares. Para 1997, datos del segundo trimestre.

<sup>2</sup> En millardos de dólares. Excluido el oro.

<sup>A</sup> FUENTE: Corbett y Vines (1998).

<sup>B</sup> FUENTE: Corsetti, Pesenti y Roubini (1999).

<sup>C</sup> FUENTE: *Asian Development Bank* (1999).

15 Al tratarse de una medida agregada, no permite determinar diferentes niveles de eficiencia de la inversión en diferentes sectores —es decir, si la inversión poco rentable se ha concentrado en determinados sectores económicos—, pero su nivel y su evolución a lo largo del tiempo pueden ser empleados para realizar estimaciones de la productividad del capital.



**CUADRO 3**  
**INDONESIA. DESEQUILIBRIOS FINANCIEROS**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
· Crecimiento porcentual anual de la M2 <sup>A</sup>	19.8	20.2	20.0	27.2	27.2	23.2
· Expansión del Crédito Interno <sup>A</sup>	14.1	21.0	22.9	21.7	22.7	----
· Préstamos Bancarios al Sector Privado (% PIB) <sup>B</sup>	49.4	48.9	51.8	53.4	55.4	69.2
· Pasivos Exteriores Netos <sup>1,B</sup>	----	24.6	31.2	37.4	44.2	51.2
· Reservas Internacionales en Divisas <sup>2,B</sup>	10.4	11.3	12.1	13.7	18.3	16.6
· Deuda Externa (% PIB) <sup>B</sup>	68.7	56.4	60.9	61.5	56.7	----
· Deuda Externa a c/pl. (% sobre el total) <sup>B</sup>	20.5	20.1	18.0	20.8	24.9	----
· Deuda Externa a c/pl.+ Servicio de la Deuda (% sobre Reservas Internacionales) <sup>B</sup>	292.0	284.7	277.9	309.1	294.1	170.0 <sup>C</sup>
· M2/Reservas Internacionales <sup>B</sup>	5.6	6.0	6.5	7.0	6.5	7.3

**CUADRO 4**  
**MALASIA. DESEQUILIBRIOS FINANCIEROS**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
· Crecimiento porcentual anual de la M2 <sup>A</sup>	29.2	26.6	12.7	20.0	25.3	17.5
· Expansión del Crédito Interno <sup>A</sup>	16.6	12.3	14.8	29.5	27.4	29.2
· Préstamos Bancarios al Sector Privado (% PIB) <sup>B</sup>	74.7	74.0	74.6	84.8	93.3	106.9
· Pasivos Exteriores Netos <sup>1,B</sup>	----	-3.2	4.1	5.7	8.4	15.5
· Reservas Internacionales en Divisas <sup>2,B</sup>	17.2	27.2	25.4	23.8	27.0	22.5
· Deuda Externa (% PIB) <sup>B</sup>	34.5	40.7	40.4	39.3	40.0	----
· Deuda Externa a c/pl. (% sobre el total) <sup>B</sup>	18.1	26.5	21.1	21.1	27.8	----
· Deuda Externa a c/pl.+ Servicio de la Deuda (% sobre Reservas Internacionales) <sup>B</sup>	45.5	42.3	48.7	55.9	69.3	61.0 <sup>C</sup>
· M2/Reservas Internacionales <sup>B</sup>	2.6	2.0	2.4	3.3	3.6	4.9

CUADRO 5  
TAILANDIA. DESEQUILIBRIOS FINANCIEROS

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
· Crecimiento porcentual anual de la M2 <sup>A</sup>	15.6	18.4	12.5	17.0	12.6	16.4
· Expansión del Crédito Interno <sup>A</sup>	18.7	21.2	27.6	23.7	13.8	28.0
· Préstamos Bancarios al Sector Privado (% PIB) <sup>B</sup>	72.2	80.0	91.0	97.6	101.9	116.3
· Pasivos Exteriores Netos <sup>1,B</sup>	----	29.7	47.4	80.3	90.2	90.7
· Reservas Internacionales en Divisas <sup>2,A</sup>	20.4	24.5	29.3	36.1	37.8	26.3
· Deuda Externa (% PIB) <sup>B</sup>	37.5	34.1	3.3	33.7	50.0	----
· Deuda Externa a c/pl. (% sobre el total) <sup>B</sup>	35.2	53.0	60.6	72.3	41.4	----
· Deuda Externa a c/pl.+ Servicio de la Deuda (% sobre Reservas Internacionales) <sup>B</sup>	101.3	120.2	126.5	138.1	122.6	145.0 <sup>C</sup>
· M2/Reservas Internacionales <sup>B</sup>	4.1	4.0	3.8	3.6	3.9	5.2

Otro desequilibrio financiero destacable, de carácter externo, era el cuantioso endeudamiento exterior y, especialmente, el peso que en el mismo tenía la deuda a corto plazo denominada en divisas, y el fuerte desequilibrio entre activos y pasivos externos. Este endeudamiento externo, a corto plazo y en divisas resultaba problemático en la medida en que una economía solvente puede encontrarse con un serio problema de liquidez cuando su volumen de reservas internacionales es bajo en relación con el costo total del servicio de su deuda y los agentes internacionales deciden, por alguna razón, no redocumentar el endeudamiento existente a un plazo superior o continuar prestando recursos. Si además se produce una depreciación/devaluación del tipo de cambio, los agentes económicos nacionales endeudados en moneda exterior verán cómo se incrementa el costo de su deuda en términos de moneda nacional.

En principio, en los momentos previos a la crisis el porcentaje de endeudamiento externo sobre el PIB si bien no alcanzaba niveles excesivamente preocupantes para el conjunto de los ASEAN-4 (salvo, quizá, para el caso de Indonesia), sí representaba una variable financiera a mejorar; y lo mismo podría decirse del porcentaje de deuda a corto plazo sobre el total de deuda.

No obstante, en el análisis *post-mortem* de una crisis financiera, el indicador más relevante es el que relaciona la suma de la deuda a corto plazo más el servicio de la deuda con el volumen de reservas internacionales en divisas de las que disponga la economía, puesto que, si tiene lugar una crisis de liquidez provocada por un cambio en las expectativas de los agentes o un pánico en los mismos, las reservas han de ser suficientes para cubrir este endeudamiento. Es así que, Tailandia y Filipinas presentan indicadores que les colocaban en zona de peligro. Por otro lado, la estructura de activos y pasivos denominados en divisas estaba desequilibrada para el conjunto de los bancos e instituciones financieras del ASEAN-4: las instituciones nacionales se endeudaban fuertemente con bancos exteriores, pero su volumen de activos denominados en divisas era muy inferior, puesto que prestaban básicamente a inversores nacionales. De nuevo, en presencia de crisis de liquidez o de una fuerte depreciación/devaluación del tipo de cambio, este desequilibrio podría acarrear, como de hecho sucedió, graves problemas financieros.

Otro de los fundamentos financieros que presentaba rasgos de debilidad era el volumen de reservas. Si bien en valor absoluto los niveles podrían parecer más que aceptables en todas las economías del ASEAN-4, un análisis más cuidadoso de sus valores relativos ponía claramente de manifiesto sus debilidades. Como se sabe, la ratio más empleada tradicionalmente para valorar si un determinado volumen de reservas es adecuado —en el sentido de eliminar el riesgo de crisis externas y permitir financiar con holgura un déficit corriente dado— consiste en medir dicho volumen en términos de meses de importaciones de bienes y servicios que podrían mantenerse con el mismo. Este ratio es adecuada para estas economías, no obstante, en un marco en el que, del volumen total de transacciones realizadas diariamente en el mercado global de divisas, menos del 5% del mismo corresponde a transacciones reales y el resto a transacciones puramente financieras; y dada la libertad, casi absoluta, de entradas y salidas de capitales en las economías referidas, es preciso recurrir a otros indicadores para medir el nivel de adecuación del volumen de reservas. Nótese que, de producirse una crisis bancaria, cambiaria o financiera, en un contexto de ausencia de controles de cambio, todos los activos monetarios líquidos denominados en moneda nacional pueden ser convertidos en moneda exterior contra las reservas internacionales de las que disponga la autoridad monetaria nacional. En principio, podría emplearse la M1 como agregado monetario pero, en estos países, y como consecuencia del fuerte proceso de liberalización financiera llevado a cabo, el cuasi dinero tenía una enorme importancia, por lo que el

indicador más preciso sería M2/Reservas.<sup>16</sup> En todas las economías estudiadas, la ratio en 1997 era muy elevada.

Otro fundamento financiero que presenta problemas, en este caso a nivel microeconómico, es el elevado coeficiente de endeudamiento, esto es, un elevado ratio endeudamiento externo/capital propio, que se detecta en las cuentas de las empresas asiáticas, fundamentalmente en el caso tailandés —para el grupo del ASEAN-4—, y también en Corea del Sur y Japón (Singh, 1998; Wade y Veneroso, 1998) a lo que se añade el hecho de que la mayor parte de dicho endeudamiento era en divisas. Wade y Veneroso (1998) han mostrado cómo esos dos elementos —elevado apalancamiento y endeudamiento en divisas— de la estrategia empresarial asiática hace a estas empresas más vulnerables a riesgos externos, como una crisis cambiaria o financiera, e internos, como una ralentización del crecimiento económico o una elevación de los tipos de interés.

#### PÁNICO FINANCIERO Y COMPORTAMIENTO DE REBAÑO

Los problemas estructurales y los desequilibrios financieros que hemos referido sientan las bases que permiten el desarrollo de lo que se ha dado en llamar un ciclo auge/depresión (*o boom/bust cycle*, en terminología anglosajona). La liberalización de los mercados de capitales tanto a nivel internacional como nacional, así como determinadas políticas económicas nacionales —fijación del tipo de cambio y elevados tipos de interés internos— provocan un flujo inicial de capitales hacia aquellas economías que han llevado a cabo este proceso. Esto tiene lugar en un ambiente general de euforia acerca del futuro de dichas economías, en el que los agentes internacionales tratan de obtener beneficios rápidos —por la diferencial de intereses— y seguros —al haber asumido los gobiernos locales el riesgo cambiario. Los bancos e instituciones financieras nacionales pueden acceder con relativa facilidad a recursos en los mercados internacionales de capitales y prestarlos a agentes nacionales, con lo que también obtienen beneficios derivados de la diferencial de intereses. Pero, en un contexto de escasa supervisión y control sobre los sistemas financieros locales, el exceso de liquidez provoca que una parte de los recursos sea canalizada hacia actividades de consumo —tanto de

---

16 Aunque ya existía evidencia anterior en la dirección de apoyar el ratio M2/Reservas como indicador de adecuación del volumen de reservas (por ejemplo en Sachs, Tornell y Velasco, 1996), desde Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998), quedan pocas dudas acerca de que éste debe ser el indicador a emplear. En todo caso, debe notarse que una ratio M2/Reservas relativamente elevada, puede ser también indicativa de un mayor desarrollo relativo de la intermediación financiera y no necesariamente de una inadecuada dotación de reservas internacionales.

bienes transables cuanto de no transables— o hacia actividades de inversión relativamente improductivas o de elevado riesgo.<sup>17</sup> Por otro lado, puesto que las divisas están sujetas a algún tipo de acuerdo cambiario, hay una sobrevaluación de las mismas —es decir, una apreciación de los tipos de cambio reales efectivos— en la medida en que tanto los costos como los precios de los bienes no transables se incrementan.<sup>18</sup> Como consecuencia, la tasa de crecimiento de las exportaciones se ralentiza e, incluso, se vuelve negativa, con una relocalización de los recursos hacia el sector de los bienes no transables —por ejemplo el mercado inmobiliario— en el que la productividad marginal del capital suele ser, en términos relativos, más baja. Como resultado, se produce un deterioro en la balanza por cuenta corriente.

En algún momento, se produce un cambio brusco en las expectativas de los agentes, que pasan de la euforia al pánico en periodos sorprendentemente cortos, y que provoca una rápida reversión en los flujos de capitales netos y una venta masiva de divisa nacional: se produce una crisis cambiaria, bancaria y financiera con consecuencias nefastas para la economía real. De la euforia al pánico. De la expansión a la crisis. Es el ciclo auge-depre-

---

17 En un periodo de auge económico resulta más complicado discriminar entre los diferentes proyectos de inversión en función de su viabilidad y rentabilidad esperadas. Por otra parte, los recursos obtenidos en el exterior han de ser, necesariamente, canalizados hacia proyectos en el interior para minimizar el costo de oportunidad de mantener recursos ociosos, por lo que existe una presión para atender demandas de proyectos que, en otras circunstancias, no obtendrían financiación. Aún más, unos sectores financieros poco acostumbrados a desenvolverse en contextos altamente competitivos y en los que no se han desarrollado suficientes medidas de supervisión y regulación pueden calibrar inadecuadamente la viabilidad de los proyectos. Por último, la existencia de autoridades económicas y monetarias que, por un lado, no asumen su función supervisora y que, por otro, sí asumen, incorrectamente, la de orientar o dirigir el destino, al menos parcial de los recursos, dificulta todavía más la adecuada discriminación entre las posibles localizaciones de los recursos.

18 En principio, una apreciación de los tipos de cambio nominales provocada por una afluencia de capitales puede neutralizarse, a corto plazo, por medio de intervenciones esterilizadas en los mercados de cambio. La esterilización es, sin embargo, una opción temporal o a corto plazo: en primer lugar, provoca un incremento de los tipos de interés nacionales, lo que perpetúa la afluencia de capitales hacia el país; en segundo, las autoridades monetarias se enfrentan a costos de oportunidad crecientes —costos casi fiscales— puesto que la acumulación de reservas internacionales proporciona un rendimiento menor que la deuda nacional emitida.

Por otro lado, dada la ineffectividad de la política de esterilización a medio y largo plazos, las razones del mantenimiento de una diferencial de intereses en una economía que ha llevado a cabo un proceso de liberalización de sus mercados de capitales —incluso una vez incluida la prima de riesgo— permanecen como una incógnita no resulta de forma satisfactoria por la literatura económica. Algunos autores apuntan a la existencia de imperfecciones en los mercados financieros de las economías en desarrollo, tales como el mantenimiento de estructuras oligopolísticas o la excesiva ligazón entre instituciones financieras y empresas comerciales o industriales.

sión. En fin, este proceso es el que, a nuestro juicio, se ha reproducido en el caso de las crisis del ASEAN-4, puesto que los desequilibrios estructurales y financieros no pueden explicar, por sí solos, la intensidad y virulencia de las crisis. Y ello por varias razones.

En primer lugar, la crisis no fue anticipada. Lógicamente, si las debilidades detectadas en las economías del ASEAN-4 fuesen de una gran magnitud; académicos, inversores y políticos habrían alertado de los peligros. Sin embargo, salvo contadísimas excepciones,<sup>19</sup> no se detecta literatura académica en los años previos a la crisis que alerte sobre la posibilidad de la misma.<sup>20</sup>

Por su parte, los mercados tampoco parecen haber sido capaces de anticipar la crisis. Los mercados internos de capitales —la bolsa y los préstamos bancarios— mantuvieron su expansión hasta bien entrado 1997 —con la excepción de la bolsa de Tailandia, que comenzó a mostrar debilidades a lo largo de 1996. Asimismo, los mercados internacionales tampoco muestran señales de precaución antes de la crisis. Los capitales afluyen a las economías asiáticas con gran intensidad hasta mediados de 1997, y los prestamistas internacionales no incrementan la prima de riesgo de sus préstamos hacia instituciones financieras asiáticas. Cline y Barnes (1997) muestran cómo la diferencial entre los tipos de interés que pagan los bonos asiáticos y los del Tesoro de Estados Unidos se reduce entre el segundo trimestre de 1995 y el tercero de 1997, y Radelet y Sachs (1998) señalan que en Indonesia, Malasia y Filipinas, el diferencial en los préstamos sindicados era menor a principios de 1997 que en 1996.

Por otro lado, las empresas especializadas en valoración de riesgos crediticios tampoco detectaron desequilibrios de tal magnitud que les obligasen a reducir la valoración de la deuda emitida por estos países. Algunos autores ofrecen la valoración de *Moody's* y *Standard & Poor's* —las dos agencias de calificación más importantes del mundo— de la deuda a largo plazo emitida por estas economías. Dicha valoración permanece invariable a lo largo de

---

19 La referencia obligada en este punto es el trabajo de Park (1996). Algunos autores señalan también como profético el de Krugman (1994) pero nosotros coincidimos con Radelet y Sachs (1998) en que lo único que apunta el artículo de P. Krugman es una posible ralentización en las tasas de crecimiento y no un colapso general como el acontecido con la crisis.

20 Dentro de la literatura académica, la generada por los organismos económicos internacionales es especialmente laudatoria, en relación con el modelo de crecimiento asiático —véase, entre otros, World Bank (1993,1997)—. Este último estudio, que tuvo la desgracia de aparecer cuando se iniciaba la crisis, señalaba que las economías del Sudeste Asiático habían alcanzado una etapa evolutiva culminante y estaban listas para la plena integración en los mercados financieros internacionales ( World Bank, 1997:59).

1996 y la primera mitad de 1997 para el conjunto de países del ASEAN-4, excepto para Filipinas, cuya valoración es mejorada en el periodo.<sup>21</sup> La valoración sólo comienza a empeorar varias semanas después del inicio de la crisis.

Por su parte, los informes del FMI y del BM también muestran un enorme optimismo respecto al futuro económico de estos países, a pesar de que el informe anual para 1997 recomienda incrementar la supervisión del sistema bancario asiático.<sup>22</sup>

En segundo lugar, la crisis se produjo en países que, ciertamente, presentaban debilidades estructurales y financieras, pero en los que dichas vulnerabilidades ya estaban presentes mucho antes del desencadenamiento de la crisis. Por otro lado, otras economías que exhibían un deterioro similar en sus fundamentos financieros —Sudáfrica e India son dos de los ejemplos más evidentes— no sufrieron una crisis de estas características.

En tercer lugar, la recuperación de las entradas de capitales que ha tenido lugar en los países del ASEAN-4 a lo largo de 1999 y 2000, se ha producido sin que haya tenido lugar una reestructuración profunda en dichas economías y sin que los fundamentos económicos y financieros hayan sido fortalecidos de forma significativa.

En relación con la idea del pánico financiero, conviene poner de manifiesto que ésta se sustenta sobre una reciente pero sólida base teórica, cual es el desarrollo de los modelos de Comportamiento de Rebaño (CR) o *herd behavior*. En economía, designamos como CR aquel en el que los agentes económicos exhiben una pauta de comportamiento convergente, idiosincrásica, mimética y frágil; esto es, los agentes deciden imitar los comportamientos de otros agentes, lo que provoca la convergencia de sus acciones, siendo dicha convergencia frágil, es decir, inestable y cambiante. Tres grandes modelos han sido desarrollados para explicar la presencia de CR;<sup>23</sup> en concreto: la presencia de externalidades retributivas, la existencia de consideraciones reputacionales en los agentes y la presencia de cascadas de información.

Según la primera de estas explicaciones, los agentes entran en CR porque los rendimientos que obtiene un agente económico determinado tras realizar

<sup>21</sup> Véanse Radelet y Sachs (1998), tabla 5. Consúltese también Chowdhury (1999), tabla 18.

<sup>22</sup> Aunque, sorprendentemente, recomienda también incrementar el grado de apertura de los mercados de capitales asiáticos ante las entradas de capitales exteriores, lo que nos lleva a pensar que el FMI no era consciente de las debilidades financieras de estas economías.

<sup>23</sup> Un análisis detallado de esta cuestión puede consultarse, por ejemplo, en Devenow y Welch (1996) o en García-Arias (2002).

una acción concreta dependen del número de agentes que hayan adoptado el mismo curso de acción (Diamond y Dybuig, 1983).

Esta situación puede producirse en las crisis cambiarias y financieras, puesto que para que un agente obtenga beneficios especulativos de un ataque a un compromiso cambiario, es preciso que este ataque triunfe, para lo que es necesario que un número suficientemente grande de agentes decidan, también, atacarlo.

Los modelos con consideraciones reputacionales (Scharfstein y Stein, 1990), se basan en la idea de que buena parte de los agentes que operan en los mercados financieros y, desde luego, en el mercado global de divisas, gestionan recursos de otros agentes. Son, en suma, gestores de los recursos de otros y no tanto inversores de sus propios recursos. Por otro lado, la apreciación de la bondad o maldad de una determinada gestión es, habitualmente, una cuestión relativa y no absoluta: los inversores no pueden determinar si su gestor ha gestionado bien o mal sus recursos, sino si lo ha hecho mejor o peor que otros gestores. En este sentido, las perspectivas de futuro de un gestor financiero dependen, en buena medida, de su reputación relativa. De manera que, cuando un gestor adopta una decisión que, *ex post*, se revela como incorrecta, se delata como un mal gestor únicamente si los otros gestores no adoptaron dicha acción. Por el contrario, si todos los demás gestores adoptaron la misma (*ex post*) acción incorrecta, el conjunto de gestores puede alegar que la decisión era la correcta *ex ante*, y que circunstancias no previsibles cuando se adoptó la decisión son las que han provocado que el resultado fuese negativo *a posteriori*. Los errores cometidos por el conjunto de los agentes, no penalizan la reputación de un agente aislado. De modo que agentes relativamente bien informados están incentivados a seguir el comportamiento de sus predecesores, renunciando incluso a su información privada.

Por último, la presencia de cascadas de información (Banerjee, 1992; Bikhchandani, Hirsleifer y Welch, 1992) se basa en la existencia de externalidades de información. El marco común de estos modelos es el de un grupo de agentes que escogen, de forma secuencial, la acción a adoptar dentro de un determinado conjunto de acciones posibles. Cada agente recibe información privada (señales) acerca de cuál debería ser su curso correcto de acción y conoce, además, las acciones adoptadas por sus predecesores, pero desconoce la información (las señales) que dichos predecesores recibieron. Usando sus propias señales (información privada) y las acciones de sus predecesores (información pública), cada agente decide el curso de acción a adoptar. Si el espacio de acciones posibles es relativamente grande con respecto al espacio de señales, los agentes pueden no ser capaces de adoptar



una acción que refleje tanto la información privada como la pública. En este caso, estos modelos demuestran que lo más racional para los agentes es ignorar sus propias señales y adoptar las mismas acciones que sus predecesores. Entrar, en suma, en comportamiento de rebaño. Evidentemente, la razón última por la que surge este tipo de cascadas de información es porque la información de la que disponen los agentes es imperfecta: los agentes conocen las acciones de los demás, pero no la información de la que disponen y, además, los agentes no confían en que su propia información sobre la situación de una determinada economía sea perfecta.

En nuestra opinión, elementos de estas tres explicaciones (la necesidad de que coincidan las acciones de los agentes para provocar la quiebra de un compromiso cambiario y obtener beneficios especulativos, las consideraciones reputacionales y la existencia de información imperfecta) están presentes en el caso de las crisis del grupo de ASEAN-4, lo que reforzaría la hipótesis del pánico financiero.

#### OTROS FACTORES

Evidentemente, crisis tan complejas como las que afectaron al ASEAN-4 han de ser necesariamente multicausales, por lo que otros factores, además del proceso de liberalización financiera disfuncional y el pánico de los agentes, pueden haber coadyuvado al desarrollo definitivo o al agravamiento de los acontecimientos.

En concreto, tres factores merecen, a nuestro juicio, especial mención. Por un lado, la presencia de contagio entre economías. La experiencia de las crisis cambiarias que han tenido lugar en los años de 1990 pone de manifiesto que dichas crisis exhiben un carácter regional, de tal manera que, una vez desencadenadas en un determinado país, muestran una tendencia clara a extenderse hacia los países de su entorno, ya sea éste definido en términos geográficos o económicos. La literatura económica, a partir del trabajo seminal de Masson (1998), ha desarrollado tres explicaciones posibles para este contagio. En la primera de ellas, el llamado *Efecto Monzón*, el contagio, en realidad, no sería tal, puesto que no se produciría una extensión de la crisis desde una economía, originariamente sometida a un ataque, hacia otra economía, sino que, una misma causa (o un conjunto de ellas) afectaría a varias economías de forma similar y simultánea en el tiempo. Para la segunda explicación, el *Efecto Extensión*, el contagio vendría determinado por la existencia de lazos reales (económicos en general y comerciales en particular) entre las economías implicadas, de modo que el ataque padecido por una de estas economías se transmitiría, por medio de esas conexiones reales que

las unen, hacia las otras. Por último, hablaríamos de *Efecto Contagio Puro* cuando una crisis se contagie hacia otras economías, cuyos fundamentos se encuentran en un rango que determina equilibrios múltiples, porque los agentes estiman que el ataque contra la primera de las economías hace más vulnerable a las otras. En definitiva, serían los *animal spirits* keynesianos, los sentimientos del mercado, los causantes del contagio.

Así, la literatura empírica disponible hasta el momento pone de manifiesto la existencia de los dos últimos tipos de efectos en el caso de las crisis que afectaron al ASEAN-4 (Alba *et al.*, 1998; Tan, 1998, y Park y Song, 1998).

Un segundo factor adicional a los principales apuntados en este trabajo en el origen de las crisis asiáticas es el desarrollo de estrategias especulativas por parte de los agentes que operaban en los mercados cambiarios. Como se sabe, y en última instancia; el desencadenamiento de las crisis que afectaron al grupo de ASEAN-4 se produce en el mercado de divisas, como consecuencia de la retirada masiva de capitales exteriores de dichos mercados, lo que tiene lugar por medio de una venta masiva de las posiciones abiertas denominadas en las divisas nacionales; lo que, a su vez, origina la ruptura de sus acuerdos cambiarios, produciéndose depreciaciones muy importantes en los tipos de cambio, lo que da un mayor impulso a la pérdida de credibilidad de los sistemas financieros y bancarios asiáticos. Esta pérdida de confianza se traduce en nuevos cierres masivos de posiciones abiertas en las divisas nacionales que, de nuevo, retroalimentan el círculo vicioso. Por tanto, las acciones que adopten los agentes en los mercados cambiarios, y el hecho de que aquéllas exhiban un componente especulativo o no, son determinantes en la intensidad de las crisis.

De nuevo, la evidencia empírica disponible pone de manifiesto el desarrollo de estrategias especulativas altamente desestabilizadoras por parte de los agentes en los mercados cambiarios del Sudeste Asiático, así como el empleo de instrumentos financieros derivados para obtener beneficios especulativos rápidos y cuantiosos de la inestabilidad cambiaria generada (Kregel, 1998; Miller y Zhang, 1998).

Un último factor determinante, no tanto en el desencadenamiento cuanto en la profundización, de las crisis del ASEAN-4 fue el papel desarrollado por los organismos económicos internacionales, básicamente por el FMI, el BM y el Banco Asiático de Desarrollo (BAD).<sup>24</sup> En efecto, el paquete de medi-

---

<sup>24</sup> La responsabilidad de estos organismos en el origen y no sólo en la profundización de las crisis ya ha sido puesta de manifiesto. Como hemos señalado, la política de liberación financiera disfuncional desarrollada por los países asiáticos fue estimulada y alentada por el FMI y por el BM.

das diseñado por el FMI, al menos en la primera etapa de intervención, incluía el recetario estándar, a saber: *a*) disciplina macroeconómica (exigencia de equilibrio o superávit presupuestario y política monetaria restrictiva); *b*) reformas estructurales (flotación del tipo de cambio, profundización de la liberalización de la cuenta de capital y de la apertura comercial, flexibilización del mercado laboral, reducción de las ayudas estatales a empresas e instituciones financieras, cierre de instituciones en quiebra e imposición de coeficientes de garantía PIB a las que permanecieran abiertas, etc.) y *c*) ayuda financiera afectada.

Evidentemente, el diseño de estas medidas no pudo ser más inadecuado. La política fiscal fuertemente restrictiva exigida por el FMI no sólo resultaba innecesaria dada la situación de las cuentas públicas en los países afectados (con déficit inferiores al 1% e, incluso, superávit públicos), sino que su implementación provocó una fuerte contracción en las economías, empujó a los países hacia la recesión, derrumbando su crecimiento, retrasó el proceso de recuperación y profundizó las devastadoras consecuencias sociales de la crisis.

La política monetaria de reducción de la base monetaria y estrangulamiento del crédito interno, disminuyó la confianza en los sistemas bancarios nacionales e incrementó la vulnerabilidad del conjunto de la economía, al reducir el crédito en países que se habían visto afectados, precisamente, por crisis de liquidez. Por otro lado, colocó a los bancos centrales en una posición difícil, ya que daba a entender que éstos habían sido incapaces de controlar la cantidad de dinero en circulación. Además, limitó —junto con la política de afectación de los fondos prestados— la capacidad de las autoridades nacionales para actuar como Prestamistas de Última Instancia, profundizando con ello el pánico de los inversores.

La política monetaria de elevación de los tipos de interés no evitó la crisis cambiaria ni restauró la confianza de los inversores internacionales. Los organismos internacionales exigieron esta política en un intento por recuperar la confianza de los inversores, dando por sentado que, en cualquier circunstancia se produce esa causalidad. No obstante, la respuesta que cabe esperar de los agentes no es unívoca, sino que variará enormemente en función de la situación económica. En una época de calma, una elevación de los tipos de interés nacionales mejora, *ceteris paribus*, las expectativas y atrae capitales a dicha economía. No obstante, en una época convulsa, de crisis, esta misma medida genera expectativas de mayor contracción, provoca la quiebra de empresas endeudadas, derriba la recuperación económica y, por tanto, incentiva la salida de capitales.

En cuanto a las políticas de ajuste estructural, o bien eran innecesarias o bien sirvieron para profundizar la crisis y minar la confianza. En efecto, el establecimiento de medidas de este tipo transmitió a los mercados la impresión de que los problemas que padecían estas economías y que, en última instancia, habían desencadenado el proceso de crisis, eran una inadecuada —por limitada— liberalización de los mercados de capitales, una excesiva rigidez en el mercado laboral, una excesiva intervención del sector público en las economías, etc...; en suma, un conjunto de problemas macroeconómicos fundamentales, lo que acrecentaba los comportamientos de rebaño y el pánico o, cuando menos, los validaba teóricamente.

El FMI tampoco cumplió, o cumplió de forma inadecuada, su función de Prestamista Internacional de Última Instancia (PIUI). En primer lugar, el papel de PIUI jugado por el FMI fue más supuesto que real, en el sentido de que, del volumen total de recursos consignados en los programas de ayuda, una buena parte eran fondos comprometidos pero no realmente desembolsados y, otra parte sustancial, ayuda bilateral —la llamada segunda línea de defensa—, que debía negociarse país a país con el donante y en la que los términos concretos del acuerdo y las condiciones y plazos temporales de desembolso no eran conocidos. En la medida en que los agentes internacionales, preocupados básicamente por recuperar los préstamos concedidos, conocían esta situación, sabían que los recursos de los que disponían las economías no eran los comprometidos, sino solamente los desembolsados, lo que espoléó el pánico financiero.

Por otro lado, al hacer depender el desembolso del grueso de los fondos de la implementación de una serie de reformas estructurales, la parte fundamental de los mismos permanecía congelada a la espera de que dichas reformas fuesen, efectivamente, llevadas a cabo o, cuando menos, iniciadas. Esta línea de actuación difícilmente podía tranquilizar y estabilizar a los mercados financieros.

Por último, los programas de rescate fueron diseñados para beneficiar, fundamentalmente, a los prestamistas e instituciones financieras privadas internacionales, dado que los fondos tenían un carácter finalista: debían ser empleados por las autoridades nacionales para ayudar a financiar el déficit de balanza de pagos y para restaurar el volumen de reservas. Esto es, no podían ser empleados para rescatar instituciones financieras nacionales sino, exclusivamente, para salvaguardar los intereses de los prestamistas internacionales que, de este modo, eran exonerados de asumir ningún tipo de costo por los errores cometidos, concretando, en la práctica, un tipo muy peculiar de riesgo moral con efectos redistributivos perversos.

De manera que estos tres elementos adicionales (contagio, especulación e inadecuada intervención internacional) espolearon el proceso de crisis en el ASEAN-4.

### CONCLUSIONES E IMPLICACIONES

A lo largo de estas páginas hemos ido desgranando los factores que, a nuestro juicio, ayudan a entender el proceso de crisis que afectó a las economías del Sudeste Asiático, así como su aparición sorpresiva, su intensidad y su velocidad de propagación. Como hemos señalado, los procesos de crisis cambiarias tienen interés no sólo por sí mismos, sino porque constituyen uno de los elementos integrantes de un fenómeno más complejo y más significativo, la inestabilidad cambiaria (García-Arias, 2002). En esta última sección pretendemos extraer algunas conclusiones relevantes de lo expuesto y, fundamentalmente, las lecciones que de estos episodios pueden derivarse para el futuro.

La primera conclusión que cabe establecer es que los procesos de liberalización financiera, tanto a nivel nacional como internacional, tienen una responsabilidad nuclear en los episodios de crisis cambiarias y financieras recientes. La literatura económica ha generado evidencia que pone seriamente en duda que los procesos de liberalización financiera tengan efectos positivos netos sobre el crecimiento (Rodrik, 1998); por lo que no es evidente que una economía deba emprender dicho camino. Ahora bien, si decide hacerlo, el proceso debe ser conducido con extraordinaria cautela. En concreto, la liberalización debiera empezar a ser considerada el último escalón de un largo recorrido, entre cuyos pasos iniciales se encontrarían el establecimiento de un marco legal y contable adecuado, el desarrollo de unos mercados financieros nacionales eficientes y profundos, con mejor difusión de la información y más transparentes, la existencia de una sólida reglamentación financiera que exija, por ejemplo, el cumplimiento de estándares de prudencia más severos que los que el *Bank of the Philippine Islands* (BPI) establece para las economías más desarrolladas del planeta, y de medidas de control selectivo de los flujos de capitales, el control riguroso de los indicadores de vulnerabilidad (nivel de endeudamiento, periodo de vencimiento, coeficiente M2/Reservas,...), etcétera.

En cualquier caso, el proceso de liberalización debe ser diseñado de forma específica para cada economía teniendo en cuenta sus peculiaridades, analizando tanto su conveniencia como sus problemas y, si se opta por llevarlo a cabo, elaborando específicamente su intensidad, velocidad, secuenciación, posibilidad de reversión, etc. Las terapias *urbi et orbi*, a las que tan afi-

cionado se ha mostrado el FMI, deben ser definitivamente erradicadas, al menos en lo relativo a esta cuestión.

Una segunda conclusión hace referencia al procesamiento y la difusión de la información. Por un lado, las organizaciones económicas internacionales deberían garantizar un incremento de la calidad y cantidad de la información, en relación con las condiciones económicas reales de las economías. No obstante, no conviene magnificar los efectos que, para la estabilidad cambiaria, cabe esperar de una mejoría de la información y de la transparencia; puesto que la estabilidad no sólo depende de la cantidad y calidad de la información sino también, como se deriva de los fenómenos del pánico financiero y del comportamiento de rebaño, de cómo sea procesada y gestionada dicha información. Puesto que los mercados cambiarios aproximan su comportamiento cada vez más al “curso de belleza” keynesiano, y el nivel y la evolución de los tipos de cambio dependen, al menos a corto plazo y en cierta medida, de la expectativa promedio que los agentes tengan de la expectativa promedio del mercado; la estabilidad cambiaria no dependerá tanto de la información real sobre la economía y sus variables fundamentales sino de cómo valore y procese dicha información el promedio del mercado. Existe un elevado, y creciente, consenso en la profesión respecto al hecho de que, en ocasiones, pueden producirse cambios de opinión sin que se hayan producido cambios significativos en los fundamentos —el disenso se centra en determinar cuán habituales son estas ocasiones. Por lo tanto, una acción adicional que deberían llevar a cabo las organizaciones económicas internacionales es la de incrementar la supervisión y la regulación de los mercados financieros y cambiarios, tanto nacionales como internacionales, y de los flujos que se canalizan en estos mercados, debiendo barajarse, a nuestro juicio, la posibilidad de introducir algún tipo de control de capitales por la vía de los precios —compartimos plenamente la postura crítica con respecto a los controles cuantitativos y/o administrativos—, al estilo de los planteados por los Impuestos sobre las Transacciones Financieras en Divisas (ITFD).

Por último, conviene tener presente que las crisis cambiarias y financieras —y la inestabilidad cambiaria— surgen en el contexto de un sistema financiero internacional veteado de fallos de mercado, sin cuya comprensión no es posible entender dichos episodios de crisis periódicas.<sup>25</sup> Es así que, sin la adecuada resolución de algunos de estos fallos (la presencia de

---

25 Para un análisis detallado, consúltese, por ejemplo, Agüera Sirgo y García-Arias (2000).

estructuras cuasi-oligopolísticas en los mercados financieros, la existencia de agentes con racionalidad limitada, la existencia de procesos de selección adversa y riesgo moral, la presencia de equilibrios múltiples, etc.), no será posible erradicar, en los años por venir, la presencia de crisis cambiarias y financieras. Evidentemente, las medidas económicas y políticas a aplicar para ello habrían de ser de gran calado, lo que introduce cierto pesimismo respecto a que las crisis del ASEAN-4 sean las últimas que haya de padecer la economía mundial.

### BIBLIOGRAFÍA

- Agüera Sirgo, J. M. y J. García-Arias (2000), “Distorsiones del sistema financiero internacional: un impuesto sobre las transacciones financieras en divisas como alternativa”, *Revista de Economía Mundial*, núm. 2, pp. 9-39.
- Alba, P.; A. Bhattacharya; S. Claessens; S. Ghosh y L. Hernández (1998), “Volatility and contagion in financially-integrated world: lessons from East Asia’s recent experience”, *World Bank Policy Research Working Paper*, núm. 2008.
- Asian Development Bank (1999), *Asian Development Outlook*, Manila, ADB.
- Banerjee, A. (1992), “A simple model of herd behavior”, *Quarterly Journal of Economics*, CVII, 3, pp. 797-817.
- Bello, W. (1997), “Addicted to capital: the ten-year high and present-day withdrawal trauma of Southeast Asia’s economies”, mimeo. *Focus on the Global South*. URL:<http://www.focusweb.org/focus/library>.
- Bikhchandani, D. Hirshleifer y I. Welch (1992), “A theory of fads, fashion and cultural change as information cascades”, *Journal of Political Economy*, 100, 5, 992-1026.
- Bustelo, P; C. García, y I. Olivé (2000), *Crisis financieras en economías emergentes: enseñanzas de Asia Oriental*, Agencia Española de Cooperación Internacional (AECI), Madrid.
- Calvo, G.; L. Leiderman, y C. Reinhart (1994), “Inflows of capital to developing countries in the 1990s: causes and effects”. *Inter-American Development Bank, Office of the Chief Economist, Working Paper*, núm. 302.
- Chowdhury, A. (1999), “The Asian currency crisis. Origins, lessons and future outlook”. *UNU/WIDER Research for Action* núm. 47.
- Claessens, S. y T. Glaessner (1997), “Are financial sector weakness undermining the East Asian miracle”, *Directions in Development Series, World Bank*.

- Cline, W.R. y K. Barnes (1997), "Spreads and risks in emerging markets lending", *Institute of International Finance Research Paper* núm. 97-1.
- Corbett, J. and D. Vines (1998), "The Asian crisis: competing explanations", *CEPA Working Paper Series III*, núm. 7, Nueva York, New School University.
- Corsetti, G.; P. Pesenti, y N. Roubini (1999), "What caused the Asian currency and financial crisis?", *Japan and the World Economy*, 11, pp. 305-373.
- Devenow, A. y I. Welch, (1996), "Rational herding in financial economics", *European Economic Review*, 40, pp. 603-615.
- Diamond, D. y P. Dybuig (1983), "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy*, 91, 3, pp. 401-419.
- Eggleston, K. (1997), "The sustainability of East Asian growth", *Asian Economic Bulletin*, 14, 1, pp. 14-32.
- García-Arias, J. (2002), *Economía Política de la Estabilidad Cambiaria. Una Perspectiva desde la Teoría de los Bienes Públicos Globales*, Madrid, Consejo Económico y Social (CES), en prensa.
- Goldstein, M. (1998), "The origin of the asian financial turmoil", *Economic Analysis Department, Reserve Bank of Australia, Working Paper*, núm. 9805.
- Griffith-Jones, S. (1998), *Global Capital Flows. Should They be Regulated?*, Londres, Mac Millan Press.
- ———; J. Cailloux, y S. Pfaffenzeller (1998), "The East Asian financial crisis: a reflection on its causes, consequences and policy implications", ponencia presentada en la Conference on the East Asian crisis, Brighton, Institute of Development Studies, University of Sussex, 13-14 julio de 1998.
- Institute of International Finance (varios años), "Capital flows to emerging market economies", URL: <http://www.iif.com>
- Jomo, K. S. (1998), "Malaysian débâcle: whose fault?", *Cambridge Journal of Economics*, 22, pp. 707-722.
- ———; C.Y. Chung; B.C. Folk; I. Ul-Haque, P. Phongpaichit; B. Simayupang y M. Tateishi (1997), *Southeast Asia's Misunderstood Miracle: Industrial Policy and Economic Development in Thailand, Malaysia and Indonesia*, Boulder, Westview.
- Kaminsky, G.; S. Lizondo y C. Reinhart (1998), "Leading indicators of currency crises", *IMF Staff Papers*, 5, 1, pp. 1-48.
- Kregel, J.A. (1998), "Derivatives and global capital flows: applications to Asia", *Cambridge Journal of Economics*, 22, 6, pp. 677-692.



- Krugman, P. (1994), "The myth of Asia's miracle", *Foreign Affairs*, 73, 6, pp. 62-78.
- Leipziger, D. y V. Thomas, (1994), "Roots of East Asia's success", *Finance & Development*, 31, 1, 6-9.
- Masson, P. (1998), "Contagion effect: monsoonal effects, spillover and jumps between multiple equilibria", *IMF Working Paper*, núm. 142.
- Miller, M. y L. Zhang (1998), "Creditor panic, asset bubbles and sharks: three views of the Asian crisis", mimeo, Centre for the Study of Globalization and Regionalization (CSGR), University of Warwick.
- Page, J. (1994), "The East Asian miracle", *Finance & Development*, 31, 1, pp. 2-5.
- Park, Y-Ch. (1996), "East Asia liberalization, bubbles and the challenge from China", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 357-371.
- ——— y Song, Ch-Y (1998), "East Asian financial crisis: a year later", ponencia presentada a la Conference on the East Asian crisis. Institute of Development Studies, University of Sussex, Brighton, 13-14 julio de 1998.
- Pincus, J. y R. Ramli, (1998), "Indonesia: from showcase to basket case", *Cambridge Journal of Economics*, 22, 6, pp. 723-734.
- Radelet, S. y J. Sachs (1998), "The onset of the East Asian financial crisis", *USAID. CAER II*, Harvard Institute of International Development. Discussion Paper, núm. 27.
- Rodrik, D. (1998), "Who needs capital-account convertibility?" en S. Fischer; R.N. Cooper, R. Dornbusch; P. Garber; C. Massad; J. Polak; D. Rodrik y S. Tarapore (editores), *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance, 207. 55-65, Department of Economics, Princeton University, Princeton.
- Sachs, J.; A. Tornell y A. Velasco (1996), "Financial crises in emerging markets: the lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 147-215.
- Scharfstein, D. y J. Stein (1990), "Herd behavior and investment", *American Economic Review*, 80, june, pp. 465-479.
- Singh, A. (1998), "Asian Capitalism" and the financial crisis", *CEPA Working Paper Series III*, núm. 10, New School University, Nueva York.
- Stiglitz, J. (1996), "Some lessons from the East Asian miracle", *The World Bank Research Observer*, 11, 2, pp. 151-177.
- Tan, J.A.R. (1998), "Contagion effects during the asian financial crisis: some evidence from stock price data", *Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies*, Economic Research Department, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper núm. PB97-06.

- UNCTAD (1998), *Trade and Development Report, 1998*, United Nations, Nueva York y Geneve.
- Wade, R. y F. Veneroso, (1998), "The Asian crisis: the high debt model versus the Wall Street- Treasury- IMF Complex", *New Left Review*, 228, pp. 3-23.
- World Bank (1993), *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Nueva York, Oxford University Press.
- ——— (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries: the Road to Financial Integration*, Nueva York, World Bank and Oxford University Press.