

Evolución y perspectivas de las economías emergentes de Asia Oriental diez años después de la crisis de 1997

Joan Ripoll i Alcón*

Este artículo analiza la evolución de las economías más afectadas por la crisis de 1997: en Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea del Sur, en los últimos diez años.

Hoy el conjunto de países más afectados por aquel episodio se han recuperado plenamente y presentan una situación mucho más sólida. El sistema bancario ha sido saneado, las empresas cuentan con una estructura económica y financiera equilibrada, los indicadores sociales como la tasa de ocupación están mejorando, la renta per cápita ha alcanzado en la mayoría de los países considerados los niveles, su nivel previo a la crisis y la actividad productiva goza de un dinamismo renovado.

Palabras Clave: Liberalización económica, desregulación, volatilidad, crisis bancaria, recuperación económica, balanza de pagos, exportación de capitales.

Clasificación JEL: F32, F34, F36, G32.



COLABORACIONES

1. Introducción

Durante la segunda mitad de 1997, las economías emergentes del Este de Asia más integradas en los mercados de capitales internacionales se vieron afectadas por una crisis cambiaria y financiera sin precedentes, cuando una reversión ingente en el flujo de entrada de capitales —asociada a las dificultades financieras de determinadas empresas— precipitó una restricción de liquidez de gran magnitud que se tradujo en una disminución

drástica de la demanda agregada, un cambio abrupto en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos desde un déficit hasta a un superávit que acabó afectando muy negativamente a la actividad económica.

La vitalidad económica del Este de Asia diez años después de la crisis es extraordinaria. Los países más afectados por la crisis han logrado importantes avances en el establecimiento de bases sólidas para el crecimiento sostenido, y sus perspectivas a medio plazo resultan muy esperanzadoras. Por eso, diez años después resulta interesante analizar cuál ha sido la evolución económica desde en-

* Profesor del Departamento d'Economia i Finances de l'Escola d'Estudis Empresariais del Maresme (EUM).

tonces en los cinco países más afectados por la crisis de 1997: Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

El artículo se estructura en tres partes. En el primer apartado se analizan los factores que ha posibilitado la recuperación de las variables macroeconómicas fundamentales. El segundo apartado considera la evolución de la vulnerabilidad financiera en el Asia Oriental en los años posteriores a la crisis. Finalmente, el último apartado resume las conclusiones más relevantes del artículo y plantea los retos que deberán afrontar estas cinco economías en el futuro más inmediato.

2. La recuperación macroeconómica: crecimiento sin inflación



COLABORACIONES

Los países emergentes del Este de Asia han aprovechado la coyuntura económica de los últimos diez años para lograr alcanzar una posición macroeconómica y estructural más sólida en términos de crecimiento económico sostenido, inflación moderada, mejora de la posición de las finanzas públicas y superávit de dimensión creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

2.1. La recuperación de la actividad productiva

La intensidad de los ataques especulativos y la magnitud de las consecuencias económicas de la crisis cambiaria y financiera del Este de Asia de 1997 variaron de un país a un otro en función de sus características estructurales, la importancia de la deuda externa a corto plazo y la dotación de reservas internacionales. En este sentido, podemos distinguir dos grandes grupos de países. Uno formado por cinco

países: Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Malasia y Filipinas y, otro integrado por tres economías: Hong Kong, Taiwán y Singapur.

Los cinco países del primer grupo –en los que centraremos nuestro análisis– sufrieron más intensamente las consecuencias de la crisis (1), tal vez porque presentaban unas mayores vulnerabilidades estructurales. Así, en primer lugar, en estas economías existían importantes déficit por cuenta corriente, especialmente en Tailandia y Malasia; segundo, todos estos países, con la notable excepción de Corea del Sur, habían experimentado un proceso de apreciación real de la moneda relativamente intenso a lo largo de la primera mitad de los noventa. Tercero, el crecimiento del crédito bancario favoreció la aparición de «*burbujas especulativas*» en los mercados de capitales y en los mercados inmobiliarios. Finalmente, la *ratio* de la deuda a corto plazo sobre activos a corto plazo y la *ratio* de la deuda a corto plazo sobre la dotación de reservas se habían ido deteriorando claramente durante todos aquellos años.

La quiebra de empresas y la restricción de liquidez que impuso la reversión súbita (2) de capitales después de la crisis del *bath* de Tailandia en julio de 1997 propició una disminución media de la producción del 8 por 100 en 1998 en Tailandia, Indo-

(1) En los tres países del segundo grupo, las consecuencias de la crisis fueron menos traumáticas porque no tuvieron problemas con la deuda exterior a corto plazo. En Singapur, Taiwán y Hong Kong la presencia de superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, la fortaleza del sistema financiero, consecuencia de unas normas de regulación y supervisión efectivas y la credibilidad que procuraba un nivel de reservas elevado protegieron, al menos parcialmente, a sus economías de los efectos devastadores de la crisis cambiaria y financiera que afectó al conjunto de la región en 1997-98.

(2) La dimensión del cambio en la dirección del flujo de capitales no tiene precedentes, 88.000 millones de dólares entre 1996 y 1997, aproximadamente, el 10 por 100 del PIB de Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

CUADRO 1
 EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO REAL DEL PIB Y APORTACIÓN AL CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA
 Y EXTERNA (1993-2006)

Países	En porcentaje	Período 1990-96	Años de crisis									
			1997	1998 (*)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Corea del Sur	PIB real (variación anual)	7,9	4,7	-6,9	9,5	8,5	3,8	7,0	3,1	4,6	4,2	5,0
	Demanda interna	5,3	-0,8	-10,6	4,3	1,4	5,0	1,9	-3,2	-4,3	-0,2	-1,7
	Demanda externa	2,6	5,5	3,7	5,2	7,1	-1,1	5,1	6,3	8,9	4,4	6,7
Filipinas	PIB real (variación anual)	2,8	5,2	-0,6	3,4	6,0	1,8	4,4	4,9	6,4	4,9	5,4
	Demanda interna	-0,6	-2,8	10,4	1,9	-1,1	3,3	2,7	2,8	-0,1	2,6	0,2
	Demanda externa	3,5	8,0	-11,0	1,5	7,1	-1,6	1,8	2,1	6,5	2,2	5,2
Indonesia	PIB real (variación anual)	8,0	4,7	-13,1	0,8	4,9	3,8	4,3	4,8	5,0	5,7	5,5
	Demanda interna	5,6	2,6	-16,3	12,2	-1,5	2,3	4,8	2,6	-0,1	-1,0	1,3
	Demanda externa	2,4	2,1	3,1	-11,4	6,4	1,5	-0,5	2,2	5,1	6,7	4,1
Malasia	PIB real (variación anual)	9,5	7,3	-7,4	6,1	8,9	0,3	5,4	5,8	6,8	5,0	5,9
	Demanda interna	-2,8	2,0	-7,8	-7,4	-8,8	9,1	-0,6	0,1	-10,9	-4,5	-3,2
	Demanda externa	12,2	5,3	0,5	13,5	17,6	-8,8	6,0	5,7	17,7	9,5	9,1
Tailandia	PIB real (variación anual)	8,6	-1,4	-10,5	4,4	4,8	2,2	5,3	7,1	6,3	4,5	5,0
	Demanda interna	4,1	-4,4	-14,3	-0,5	-5,3	4,9	-2,0	2,6	1,3	1,6	-0,7
	Demanda externa	4,5	3,0	3,8	5,0	10,1	-2,7	7,3	4,5	5,0	2,9	5,7

(*) Estos valores indican el año de la crisis.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BAD (Banco Asiático de Desarrollo) y del «International Financial Statistics» del FMI.

nesia, Corea del Sur, Malasia y Filipinas, un extremo sin precedentes en más de cuarenta años. La falta de desarrollo de redes de protección social agravaron el impacto económico y social de la crisis.

Aunque la reactivación de la actividad económica tras la crisis fue más rápida e intensa de lo que podía esperarse *a priori*, hubo notables diferencias en el ritmo y el grado de crecimiento del producto. En Corea del Sur, Filipinas y Malasia, la producción retornó a finales de 1999 a la senda dibujada durante los años previos a la crisis. En Tailandia, el crecimiento de la producción reanudó su marcha durante el primer semestre de 1999 y se afianzó gradualmente en el transcurso de ese año, pero no fue hasta 2003 que se recuperaron los niveles previos a 1997.

La contracción de la demanda interna causada por la disminución del consumo privado asociado al mayor desempleo, la caída de la inversión empresarial ante el exceso de capacidad en varios sectores, las dificultades de financiación y la priori-

dad concedida por muchas empresas a la reestructuración y la reducción de la deuda, convirtieron a las exportaciones en la fuerza motriz de la recuperación durante los primeros años después de la crisis, entre 1999 y 2000.

La única excepción a esta tónica general fue Indonesia, donde la incertidumbre política y la fragilidad del sector financiero que padecía un grave problema de deuda afectaron negativamente a la capacidad de las empresas para atender a la demanda interna y externa.

Superada la crisis, el conjunto de economías de la región se instaló en una dinámica expansiva, tan solo interrumpida parcialmente por la desaceleración del comercio internacional en 2001, y que situó la tasa media de crecimiento de la producción entorno al 5 por 100 entre 2000 y 2006. De hecho, como se puede apreciar en el Cuadro 1, la demanda externa continuó erigiéndose después de 2001 en el principal impulsor del crecimiento en las economías emergentes del Este de Asia.



COLABORACIONES

CUADRO 2
 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN LOS CINCO PAÍSES DEL ESTE DE ASIA (1995-2006)

Variación anual porcentual	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Corea del Sur.....	4,4	5,0	4,4	7,5	0,8	2,3	4,1	2,7	3,5	3,6	2,8	2,2
Filipinas	6,7	7,5	5,6	9,3	5,9	4,0	6,8	3,0	3,5	6,0	7,6	6,2
Indonesia.....	9,5	7,9	6,2	58,5	20,3	9,3	12,5	10,0	5,1	6,1	10,9	12,7
Malasia	4,0	3,4	2,8	5,2	2,8	1,5	1,4	1,8	1,2	1,4	3,1	3,6
Tailandia	5,7	5,9	5,6	8,1	0,2	1,7	1,6	0,7	1,8	2,8	4,5	4,7
Este de Asia.....	6,1	5,9	4,9	17,7	6,0	3,7	5,3	3,6	3,0	4,0	5,3	5,8

Nota: Índice de Precios al Consumo (IPC).

Fuente: Elaboración propia a partir de International Financial Statistics del FMI y base de datos del BAD.

Por contra, el crecimiento de la demanda interna se mostró débil como consecuencia de unos niveles de inversión reducidos, entre 3 y 5 puntos porcentuales inferiores a los registrados antes de 1997. Este extremo pondría de relieve un exceso de capacidad productiva asociada a la dinámica de sobreinversión registrada en algunos sectores durante los años previos a la crisis y al proceso de reestructuración empresarial iniciado a partir de 1998. Quizás por ello, como destaca el Banco Asiático de Desarrollo (BAD, 2007), y a pesar del renovado dinamismo de la actividad productiva, el crecimiento tendencial para el período 2000-06 es en términos medios un 2,5 por 100 inferior a la del período 1990-96.

tuarse en valores entorno al 3-5 por 100 a finales de 2005, con la excepción de Filipinas donde la tasa de crecimiento de los precios repuntó hasta el 6-7 por 100 entre 2004-05. En Indonesia, la inflación se elevó por encima del 50 por 100 después de la gran devaluación de la rupia. Con todo, el ritmo de crecimiento de los precios en este país se había reducido al 6 por 100 en 2004, para elevarse de nuevo hasta el 12,7 por 100 en 2006. En términos generales, este proceso de desinflación o la deflación registrado en las economías asiáticas entre 1999 y 2005 podría considerarse como un reflejo de la debilidad persistente de la demanda privada y unos niveles crecientes de desempleo, pero también era una muestra de las dificultades financieras de las empresas y del exceso de capacidad productiva instalada, así como de la consistencia temporal y credibilidad de la política monetaria instrumentada, basada en objetivos de inflación (*inflation targeting*).

2.2. Disminución de la inflación

En el Este de Asia, históricamente, la inflación había mostrado unos registros moderados. De hecho, la estabilidad de precios había sido uno de los pilares sobre los que se había fundamentado el «*milagro asiático*».

El estallido de la crisis provocó un incremento de la tasa de crecimiento de los precios de entre 2,5 y 4 puntos porcentuales en Corea del Sur, Filipinas, Malasia y Tailandia, situando la inflación media entorno al 5-9 por 100 anual en 1998. A partir de entonces, la inflación en estas economías siguió una tendencia decreciente hasta si-

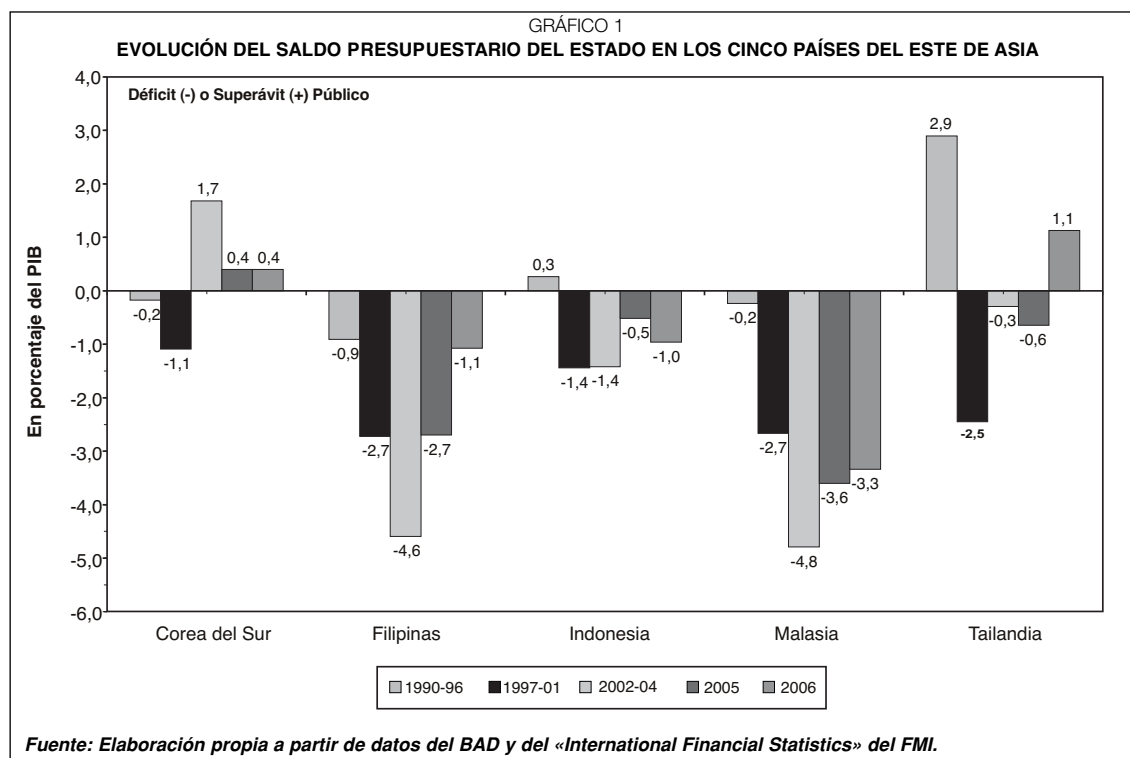
2.3. La evolución de las finanzas públicas

2.3.1. Déficit y deuda pública en el Este de Asia

Previo a la crisis de 1997, casi todas las economías asiáticas presentaban unas finanzas públicas saneadas. En la mayoría de países, el saldo presupuestario del go-



COLABORACIONES



bierno registraban superávit o en todo caso ligeros déficit.

Pero la crisis de 1997–98 afectó notablemente a los balances presupuestarios y al nivel de endeudamiento de estas economías. Los países del Este de Asia más afectados pasaron a registrar déficit fiscales entre el 2 y el 5 por 100 del PIB entre 1998 y 1999, consecuencia de la adopción de medidas discrecionales para estimular la demanda interna de las distintas economías, el esfuerzo para recapitalizar los sistemas bancarios, la influencia de la recesión en los ingresos tributarios y el aumento de los gastos en intereses de la deuda pública (3).

El resultado fue un gran incremento del nivel de endeudamiento de los Estados que, entre 1998 y 2001, situó el porcentaje de deuda pública en Corea del Sur en el 16 por 100 del PIB y en Malasia y Tailandia en valores en torno al 45 por

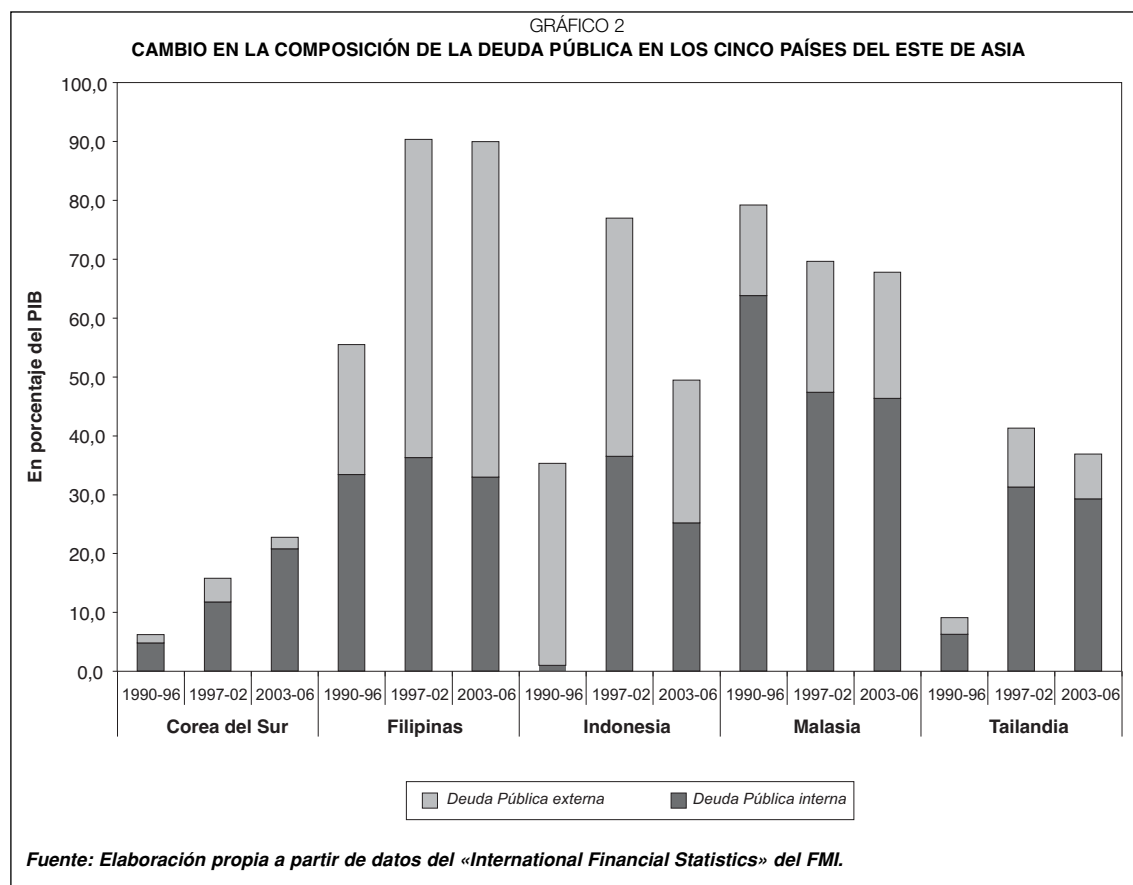
(3) La excepción a esta tónica general la constituyen el caso de Corea del Sur donde a partir de 2000 se volvió a registrar saldos presupuestarios positivos.

100 del PIB (Gráfico 2). Aunque este nivel de endeudamiento, atendiendo a los estándares internacionales, continuaba siendo moderado —con excepción de las economías de Indonesia y Filipinas, donde el porcentaje de la deuda pública respecto al PIB se situaba entorno al 80-90 por 100 del PIB—, la carga fiscal efectiva aumentó debido a transacciones extrapresupuestarias y a pasivos originados por la absorción de la cartera vencida de los bancos (4). Esta presencia de pasivos

(4) De hecho, la consideración de los costes fiscales reales y potenciales de la reestructuración bancaria hacia que los niveles de deuda de algunos países asiáticos fueran en realidad mucho mayores a los declarados. Algunos analistas como Hoelscher y Quintyn (2003) han cifrado que los costes netos de la reestructuración de los sistemas bancarios que tuvieron que soportar algunos de los Gobiernos del Este de Asia después de la crisis de 1997-98 osciló entre el 23 por 100 del PIB en Corea del Sur y el 52 por 100 del PIB en Indonesia. Otros estudios (FMI, 2005a) estiman los costes de la crisis en términos de las pérdidas de la crisis en relación al *output gap* de la economía respecto su nivel de producción potencial. En este sentido, el coste soportado por Indonesia, el país que se recuperó más lentamente de la crisis se situó en torno al 18,9 por 100 del PIB.



COLABORACIONES


COLABORACIONES

contingentes y el hecho de que los pagos en concepto de intereses representaban cada vez una proporción mayor del gasto fiscal, provocó que las economías asiáticas se vieran inmersas en una espiral de déficit y deuda públicos crecientes entre 1998 y 2000, que contribuyeron a aumentar el grado de vulnerabilidad financiera de la región.

Además, la evolución de las finanzas públicas durante los tres años posteriores a la crisis se vio agravada en 2001, cuando la desaceleración económica mundial y el menor crecimiento del comercio internacional forzó a la mayoría de economías consideradas a mantener el signo expansivo de su política fiscal, a pesar de la posición desfavorable del déficit y de la deuda pública (FMI, 2005b).

Desde mediados de 2002, la mejora del crecimiento de la actividad productiva

consecuencia de la recuperación de la producción en Estados Unidos y Japón y la mayor demanda externa procedente de China proporcionó a las autoridades económicas de la región un mayor margen de maniobra para empezar a corregir los desequilibrios de las finanzas públicas. Por eso, a partir de 2003 los déficit fiscales como porcentaje del PIB iniciaron una tendencia decreciente que, sin alcanzar los valores previos a 2000, permitió reducir los desequilibrios presupuestarios y situarlos, en promedio, en el 1 del PIB, a finales de 2006.

A pesar de esta tendencia, el grado de consolidación fiscal no ha sido lo suficientemente importante como para evitar un aumento en los *stocks* de deuda. En este sentido, la proporción de la deuda como porcentaje del PIB ha aumentado hasta situarse en 2006 en el 25 por 100 en

Corea del Sur, en el 39 por 100 en Indonesia, en el 42 por 100 en Tailandia, en el 56 por 100 en Malasia y en el 77 por 100 en Filipinas.

2.3.2. *El cambio de la composición de la deuda pública*

Como se puede apreciar en el Gráfico 2, a finales de los noventa, la proporción de la deuda pública externa, con la excepción de Filipinas, sobre el total se ha reducido en muchas economías del Este de Asia en beneficio de la deuda interna.

En un principio, el recurso a la deuda pública vino forzado por la contracción abrupta del crédito exterior a raíz de la crisis de 1997 y la necesidad de financiar tanto las políticas fiscales expansivas como los costes de recapitalización de los sistemas bancarios; pero con el tiempo, esta sustitución devino un elemento de la estrategia de gestión de las finanzas públicas destinado a disminuir la vulnerabilidad a perturbaciones externas vinculadas a variaciones pronunciadas de los tipos de interés o del tipo de cambio de la moneda nacional (Reinhart, Rogoff y Savastano, 2005).

El menor grado de exposición exterior ha contribuido a la restauración de la confianza entre los inversores internacionales, la mejora de la calificación crediticia y la disminución de la volatilidad en los mercados de divisas, un extremo que ha reducido los costes del servicio de la deuda externa, ha aumentado la demanda de activos por parte de inversores institucionales y ha facilitado el desarrollo de unos mercados de deuda pública más profundos (FMI, 2005c). Sin embargo, esta reducción de la deuda externa no ha sido universal y además esa disminución se ha visto compensada —con la excepción de Malasia— por un aumento de la deuda

pública interna (5), que ha crecido en paralelo al desarrollo de los mercados de deuda nacionales.

2.4. *El saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos*

Otro de los factores que ha contribuido a reducir la vulnerabilidad de las economías emergentes del Este de Asia ha sido la presencia, desde 1998, de superávit exteriores de dimensión creciente.

Durante los años previos a la crisis de 1997-98, las economías emergentes del Este de Asia presentaban déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que en promedio equivalían al 5 por 100 del PIB. Pero a raíz de la crisis de 1997 y ante la imposibilidad de financiarse en los mercados de capitales internacionales, las importaciones de bienes de consumo y, especialmente los de bienes de capital tuvieron que reducirse de manera drástica para ajustar el déficit por cuenta corriente a las nuevas posibilidades de financiación. En Indonesia, Corea del Sur y Tailandia la compresión que experimentó la demanda de importaciones fue superior al 30 por 100.

A partir de 1999, superados los problemas de liquidez causados por la reversión repentina en el flujo neto de entrada de capitales privados y a medida que se iba reduciendo el grado de apalancamiento financiero de las empresas a corto plazo — como en Corea del Sur y Malasia— o el endeudamiento excesivo en dólares de los Estados Unidos —como en Indonesia

(5) A menudo la disminución de la proporción de deuda en moneda extranjera sobre el total está asociado con un aumento temporal de la importancia relativa de la deuda a corto plazo. Esta circunstancia avalaría la idea de que la deuda en moneda extranjera y la deuda a corto plazo son contempladas como mecanismos alternativos de cobertura de la volatilidad de los mercados financieros (FMI, 2005a).



COLABORACIONES

y Tailandia—, las exportaciones se convirtieron en el motor de las distintas economías de la región, alentadas primero por la mejora de la competitividad que suponían las depreciaciones del tipo de cambio real (6) y a partir de 2002 por la recuperación del comercio internacional (7) propiciada por la reactivación de Estados Unidos. También ha sido una ayuda la significativa recuperación del comercio intra-asiático, consecuencia de la emergencia de China y la recuperación de Japón que han alentado el desarrollo de un comercio intra-industrial asociado del proceso de integración vertical y de relocalización de la producción experimentado en toda la región (8).

Fruto de esta dinámica, los países del Este de Asia analizados han presentado superávit, que en términos medios se han situado en valores entorno al 5 por 100 del PIB entre 1999 y 2006.

Desde el punto de vista financiero, la

mayor capacidad de financiación exterior que comportaba la presencia de superávit crecientes en la cuenta corriente de la balanza de pagos se explicaría por el hecho de que, desde la crisis de 1997, el diferencial entre ahorro e inversión nacional de la región se ha movido desde ligeros déficit a significativos superávit.

En este sentido, en los países más afectados por la crisis el nivel de ahorro privado permaneció constante en valores entorno al 30 por 100 del PIB, sin embargo, el ahorro público experimentó una disminución aguda y sostenida causada por la práctica de políticas presupuestarias destinadas a estimular la demanda interna y por los costes derivados del proceso de recapitalización del sistema financiero, tal como se ha destacado en el apartado anterior.

Paralelamente, las tasas de inversión privada que habían alcanzado valores muy elevados cercanos al 35 por 100 del PIB en los años previos a la crisis de 1997, cayeron hasta el 23 por 100 del PIB entre 1998 y 2006 sobre todo en Tailandia, Malasia, Indonesia y Corea del Sur, consecuencia en un primer momento de la existencia de excesos de capacidad productiva en toda la región, especialmente en el sector de alta tecnología, y de un proceso de reestructuración empresarial muy acusados. Pero en la actualidad, la persistencia de unos niveles de inversión privada singularmente menores a los registrados históricamente podría ser imputable a la falta de infraestructuras de capital (Indonesia o Filipinas) o de mano de obra suficientemente cualificada (Malasia y en menor medida Tailandia), pero en ningún caso puede atribuirse a la presencia de restricciones crediticias, excesos de capacidad productiva, la desviación de la inversión directa extranjera hacia otras plazas como China o Vietnam (BAD, 2007).

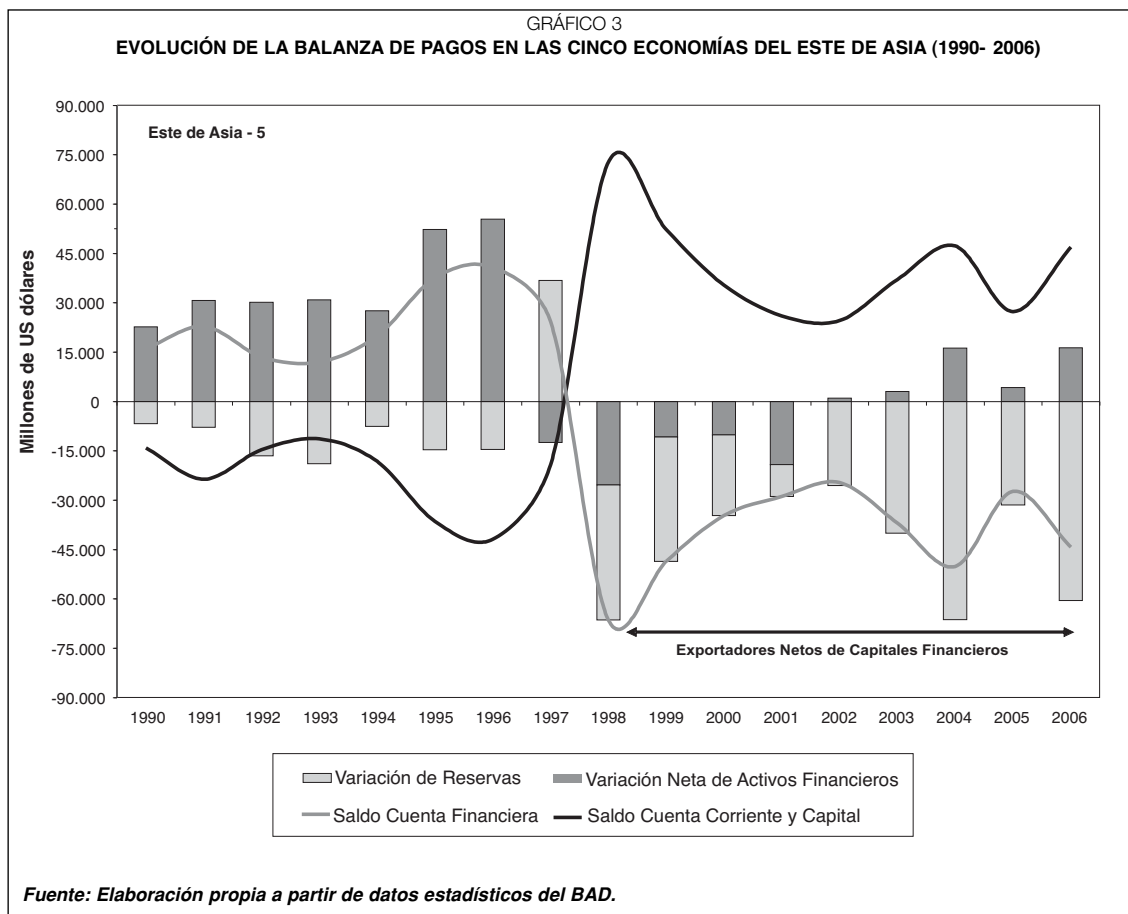


COLABORACIONES

(6) El tipo de cambio nominal de los países más afectados por la crisis después de la crisis de 1997 se depreció en más de un 30 por 100. A partir de entonces, las monedas tendieron a recuperarse ligeramente. Con todo, para el período 1998-04, el tipo de cambio real de las economías emergentes en términos medios era un 5 por 100 menor al valor registrado durante los años previos a la crisis 1996-97 y cerca de un 20 por 100 para los países más afectados por la crisis.

(7) En algunas economías, la recuperación de la demanda de componentes electrónicos, especialmente en Japón, dio a la economía un notable vigor, mientras que en aquellas otras donde existían sectores, como la industria del automóvil, en los que había un exceso mundial de oferta, el impulso de la demanda externa resultó menos beneficiosa. Las economías cuyas exportaciones estaban más dirigidas al mercado de Estados Unidos disfrutaron de la elevada demanda en este país (Banco Mundial, 2006).

(8) Las dificultades de finales de los noventa y la intensificación del comercio intra-asiático también han contribuido a reavivar el sentido de la identidad regional: los foros de política regional han recobrado importancia y la cooperación económica está ganando impulso. Así lo atestiguan las iniciativas dirigidas a crear instrumentos de defensa o autoprotección financiera —como la red Chiang Mai de líneas de canje bilateral entre los bancos centrales de Asia o el proyecto sobre el Fondo de Bonos Asiáticos— o los intentos de desarrollar mercados de capitales regionales, o la mejora de los mecanismos de supervisión, de transparencia informativa (Burton y Zanello, 2007).



COLABORACIONES

3. La evolución de la vulnerabilidad financiera

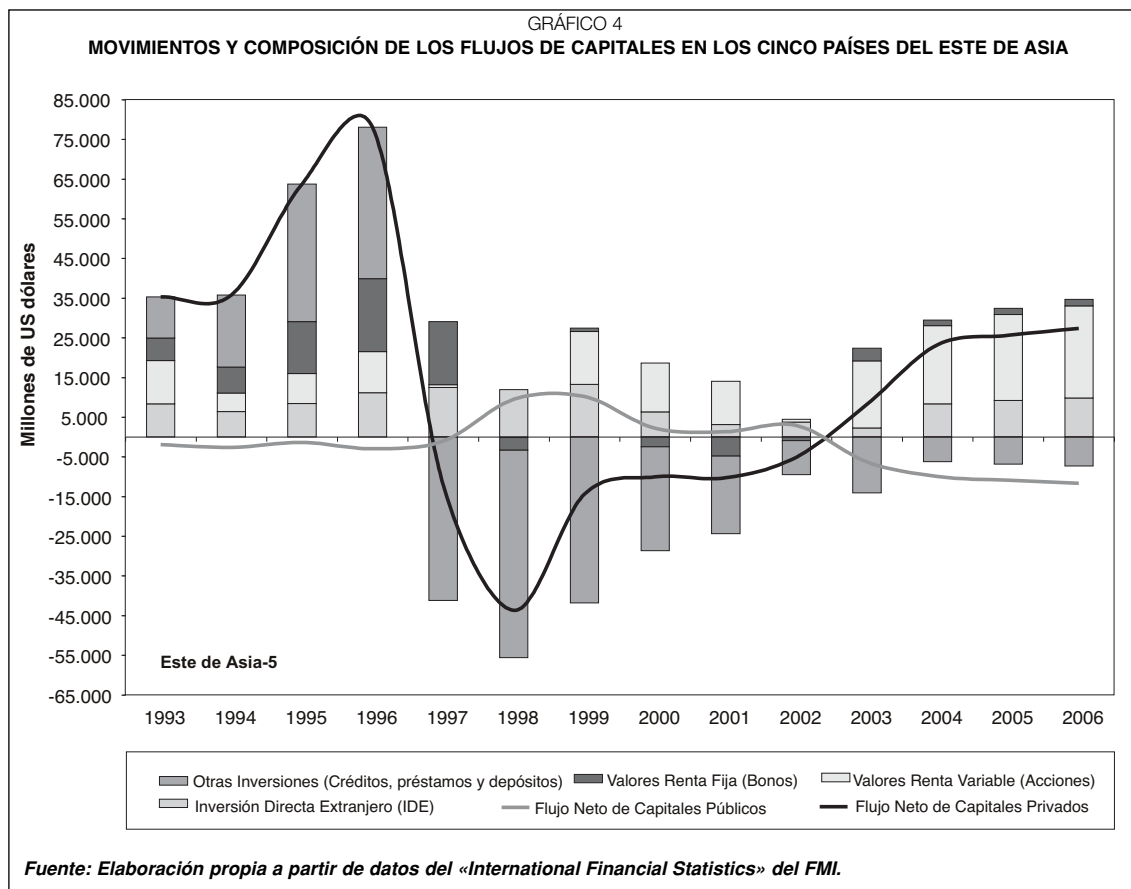
Las economías emergentes del Este de Asia más afectadas por la crisis de 1997 son, en la actualidad, menos vulnerables de lo que eran en la década de los noventa. Se han recuperado los flujos de entradas de capitales financieros. La adopción de sistemas de tipo de cambio más flexibles ha aumentado la prevención ante una exposición cambiaria excesiva. El nivel de endeudamiento exterior ha mejorado, al tiempo que la composición y la naturaleza de la deuda externa ha cambiado. Además, la mayoría de países han llevado a cabo avances significativos en la implementación y mejora de las medidas de regulación y supervisión prudenciales y otros aspectos institucionales co-

mo la defensa y protección de los derechos de los accionistas.

3.1. La recuperación de los flujos de entrada de capitales

En retrospectiva, la crisis cambiaria y financiera del Este de Asia en 1997 fue un revés temporal, a pesar de sus enormes costos económicos y sociales. Su característica principal fue el cambio brusco de la actitud de los inversores y la huida repentina del capital internacional.

Las dudas sobre la solidez de las instituciones financieras y las empresas, por un efecto contagio, se propagaron rápidamente entre todos los países de la región, e incluso más allá, precipitando una reducción sustancial de las entradas de capitales pri-



COLABORACIONES

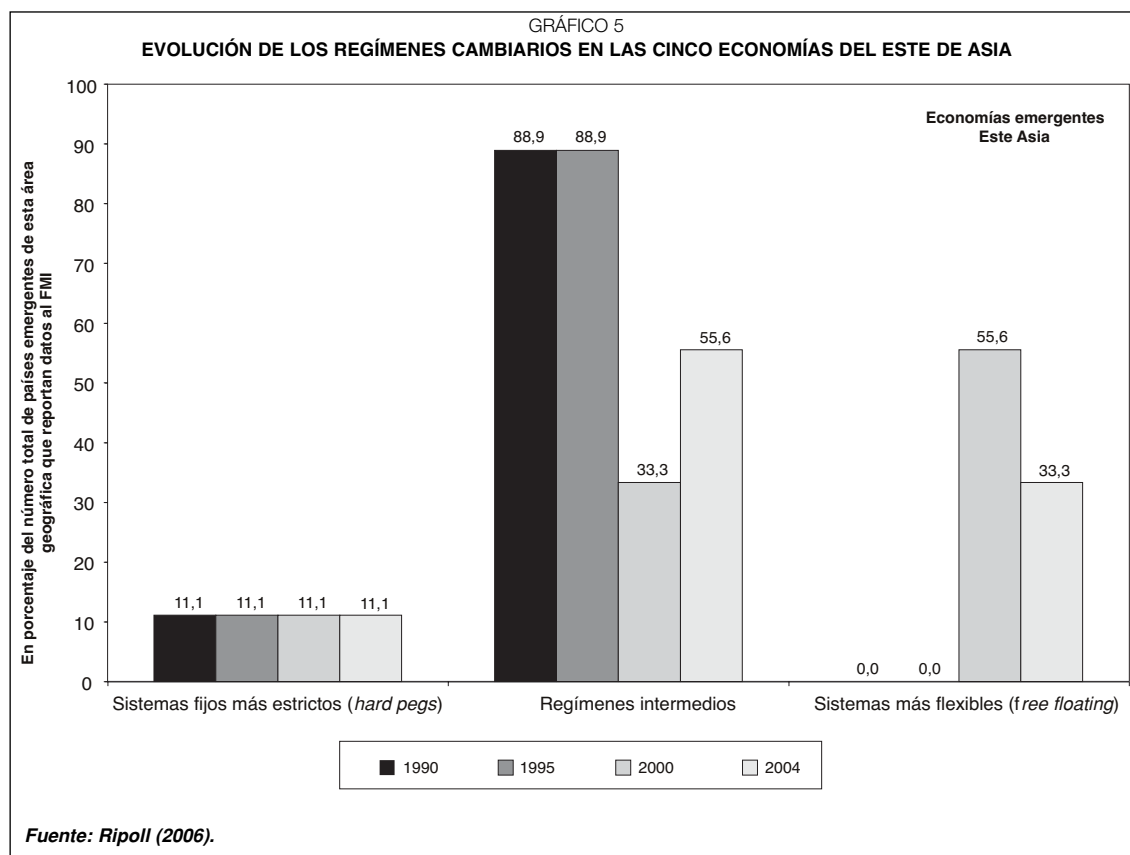
vados procedentes del exterior y un proceso relativamente amplio de salidas de capitales hacia el exterior por parte de residentes. Este proceso iniciado entre 1997 y 1998, se vio reforzado por el estallido de crisis en otras economías emergentes de mayor dimensión como Rusia en 1998, Brasil en 1999 y Argentina 2001. En este sentido, los países más afectados por la crisis del Este de Asia de 1997-98 registraron una salida neta de capitales de 95.500 millones de dólares entre 1997 y 2002.

La magnitud de las salidas netas de capitales fue un reflejo de los procesos de ajuste de la estructura económica y financiera de las empresas después de las crisis (Kawai, Lieberman y Mako, 2000), ajustes que implicaron tanto la reducción de las obligaciones externas (principalmente créditos, préstamos y depósitos) como un incremento de los activos denominados en

moneda extranjera, una circunstancia que explicaría porque los países de esta región, se convirtieron en exportadores netos de capitales financieros (9) durante este período (ver Gráfico 3).

Pero a partir de 2002, la presencia de unas condiciones macroeconómicas y estructurales más sólidas unida a una coyuntura de gran liquidez a nivel internacional, unos tipos de interés reducidos en las economías industrializadas y la predisposición de los inversores a acometer operaciones de mayor riesgo, favorecieron la recuperación de los flujos de capitales dirigidos a las cinco economías emergentes del Este de Asia, que como puede verse en el Gráfico 4 han tendido a materializar-

(9) Entendemos que un país es un exportador neto de capitales financieros cuando el saldo de su cuenta financiera es negativo, imputando la partida de errores y omisiones a la balanza de capital.



COLABORACIONES

se en valores de renta variable (inversión directa y en cartera).

La coincidencia temporal de la reanudación del flujo neto de entradas de capitales privados con la presencia de superávit por cuenta corriente de dimensión creciente configuraron, desde entonces, una situación sorprendente que ha consolidado a la mayoría de países asiáticos como economías exportadoras netas de capitales a causa de la acumulación de reservas.

3.2. *Hacia una mayor flexibilidad en la gestión de la política cambiaria*

A partir de la segunda mitad de la década de los noventa y después de años de funcionamiento efectivo, la preferencia por los regímenes intermedios como las bandas de flotación horizontales, las *crawling bands* o las *crawling pegs* se in-

virtió radicalmente. La progresiva integración financiera y la creciente libertad en la circulación de capitales en el Este asiático pusieron de manifiesto las incongruencias de aquellos sistemas, cuando las autoridades económicas intentaban mantener estable el tipo de cambio y, simultáneamente, usaban la política monetaria para controlar la inflación o alcanzar la plena ocupación.

La oleada de ataques especulativos del tercer trimestre de 1997 — iniciada con el colapso baht de Tailandia en julio y culminada con la del won de Corea del Sur a finales de noviembre— propició, como puede observarse en el Gráfico 4, una huida de estos sistemas de tipo de cambio en beneficio de los regímenes más extremos del espectro cambiario, especialmente los sistemas «*más flexibles*». Las economías de Corea del Sur, Indonesia, Filipinas y Tailandia en 1997 dejaron flotar

su moneda después de las presiones en los mercados de divisas, en un intento de recuperar la autonomía de la política monetaria y limitar los flujos de capitales especulativos a los que se habían mostrado proclives los regímenes *softs pegs*.

La adopción de sistemas cambiarios más flexibles ha reducido la probabilidad de que una crisis cambiaria pueda derivar en una crisis de deuda o una crisis bancaria y ha aumentado la prevención frente a un endeudamiento excesivo en moneda extranjera (10).

Sin embargo, la evidencia recogida en el Gráfico 4 revelaría que esta evolución de los sistemas cambiarios hacia fórmulas más flexibles podría ser una tendencia coyuntural porque desde 2001 se observa entre los países considerados una recuperación sistemas de flotación intervenida o regímenes intermedios. Una circunstancia que ilustraría un cierto «*miedo a la flotación*» (*fear of floating*) descrito por Calvo y Reinhart (2000) y a la voluntad de llevar a cabo una gestión activa de la política cambiaria, como así lo ponen de manifiesto las intervenciones recurrentes de las autoridades monetarias asiáticas en los mercados de divisas.

En un principio estas intervenciones iban dirigidas a recomponer la maltrecha dotación de reservas después de la crisis, procurar la infravaloración del tipo de cambio para así promover el crecimiento continuado de las exportaciones y esterilizar las entradas de capitales para evitar la expan-

sión excesiva del crédito interno. Pero a partir de 2000, cuando la dotación de reservas se había recuperado los bancos centrales continuaron interviniendo decididamente en los mercados de divisas como parte de una estrategia de cobertura (11) dirigida a reducir el grado de vulnerabilidad externa y a protegerse ante futuras crisis que tienen su origen en la cuenta financiera de la balanza de pagos (12) (Aizenman y Marion, 2003).

Así, Edison (2003) destaca que en Indonesia, Malasia y Corea del Sur continuaron acumulando reservas a pesar de que su dotación fue restablecida en menos de dos años, más allá de niveles justificados por la evolución de las variables macroeconómicas fundamentales o por las medidas habituales de suficiencia (13).

Los costes de oportunidad y de esterilización y el riesgo cambiario asociados al mantenimiento de una dotación de reservas excesiva son relativamente reducidos

(11) La tenencia de una amplia dotación de reservas internacional ha jugado un papel importante en la reducción de la probabilidad de una crisis. Esta estrategia es especialmente remarcable en aquellas economías en las que no existen o no están suficientemente desarrollados los instrumentos financieros que podrían proporcionar esa cobertura (Tweedie, 2000).

En este sentido, la evidencia empírica revela que cuanto mayor es la proporción de reservas internacionales sobre la deuda a corto plazo —que de alguna manera, certifica la capacidad de las economías para atender las necesidades de liquidez externas y evitar los problemas de refinanciación—, reduce la probabilidad de que un país experimente una crisis (Frankel y Rose, 1996; Goldstein, 2005).

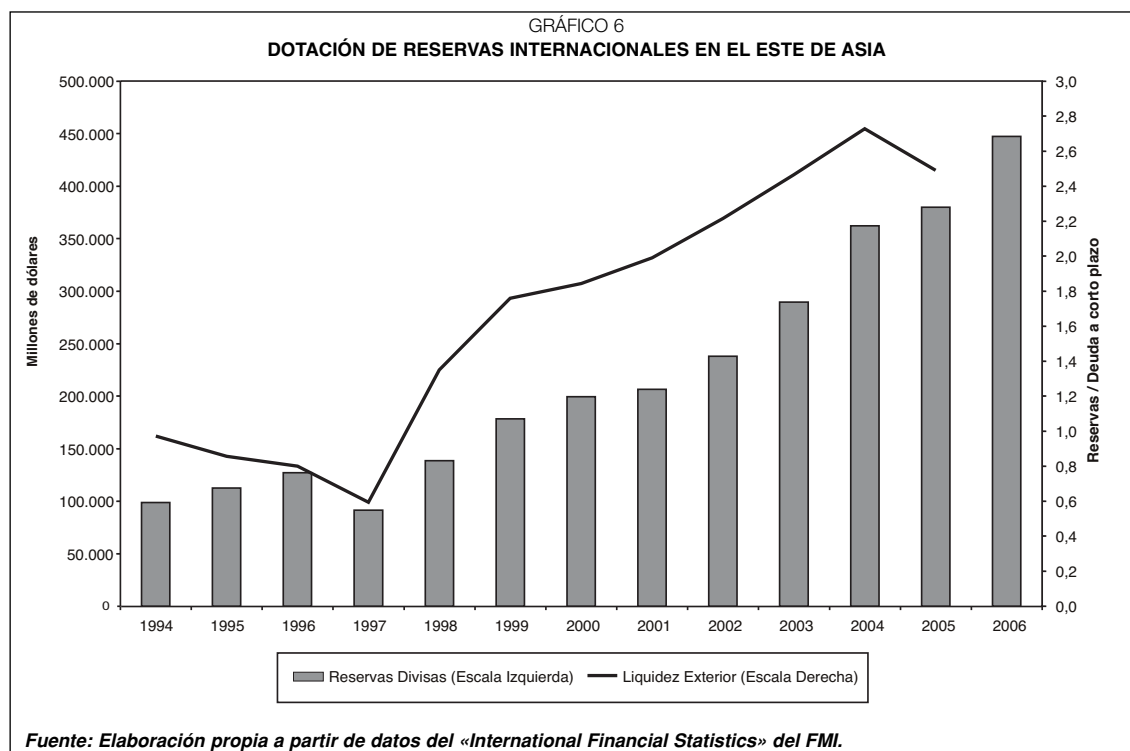
(12) Contar con una dotación de reservas internacionales contribuye a disminuir la magnitud de esos costes, como así demostró la experiencia de Taiwán, Hong Kong y Singapur en la crisis del Este de Asia de 1997.

(13) La liberalización de los movimientos de capitales durante los noventa y el cambio en la naturaleza de las crisis cambiarias y financieras ha propiciado que la medida de la adecuación de la dotación de reservas se haya trasladado desde un indicador basado en las importaciones hacia un indicador financiero que mide el grado de liquidez de la economía. La nueva convención establece que, por regla general, la dotación de divisas debe ser igual a la cuantía de la deuda a corto plazo (Manasse y Roubini, 2005).

(10) La evidencia que se deriva del análisis de la experiencia de la crisis del Este de Asia avalaría esta hipótesis puesto que en estos países —donde el sistema de tipo de cambio estaba «*fijado*»—, las empresas mostraban una predisposición inusual al apalancamiento financiero en moneda extranjera porque los beneficios evidentes de endeudarse en el exterior y a unos tipos de interés más bajos prevalecían sobre los costes que supondría una eventual devaluación de la moneda nacional, más cuando la paridad fijada era aparentemente creíble y existía la garantía —implícita o explícita— de un rescate de «*malas inversiones*» (Goldstein, 1998).



COLABORACIONES



(14) y, en cualquier caso, no han representado un obstáculo para la estrategia de cobertura de las autoridades económicas de estos países. De hecho, la acumulación de reservas por una cuestión de precaución ha prevalecido sobre los costes financieros que comporta esta práctica.

3.3. La reducción de la fragilidad financiera: menor asincronía de vencimientos y de divisas

Los desequilibrios asociados a la presencia de desajustes de vencimientos (*maturity mismatch*) y desajustes de divisas (*currency mismatch*) en la estructura financiera de las empresas, que fue el origen de la crisis del Este de Asia en 1997 y que han sido identificados por Kaminsky y Reinhart

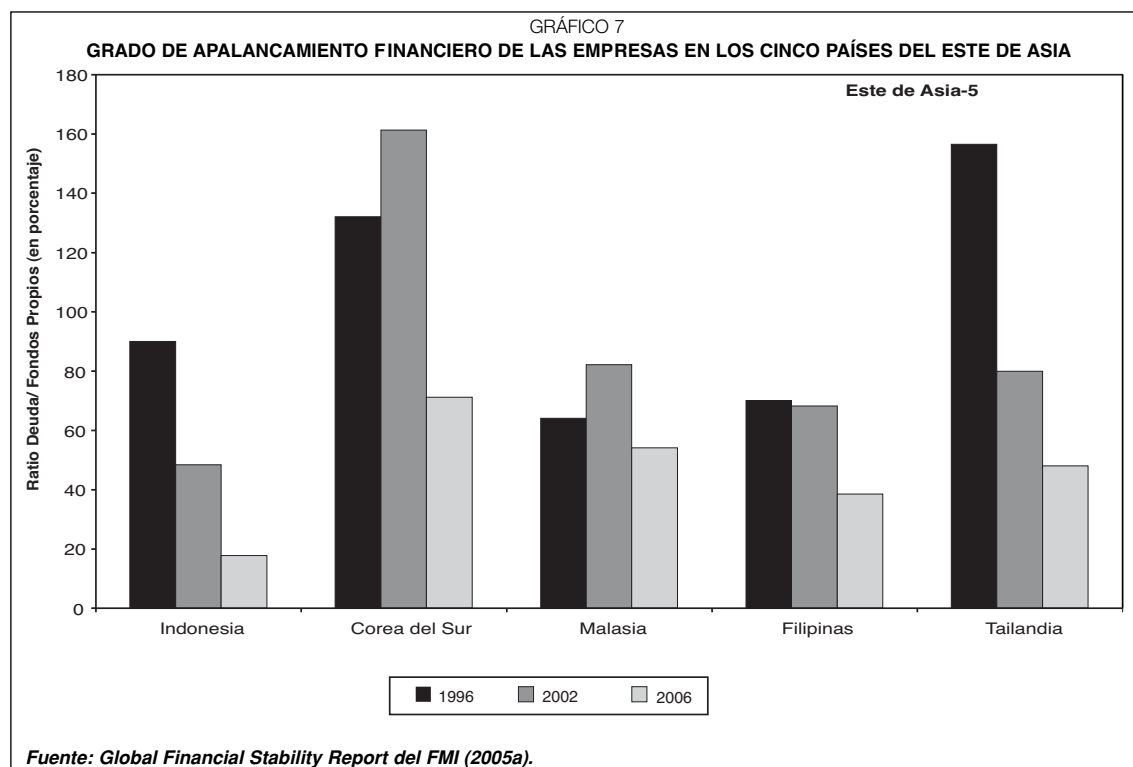
(14) El FMI (2004b) proporciona una estimación de estos costes y la cifra raramente supera el 5 por 100 por 100 del PI B.

(1999) como uno de los factores que contribuyó a exacerbar el impacto de perturbaciones externas, incrementó la severidad de las crisis y ralentizó el proceso de recuperación en las economías emergentes, se han reducido notablemente durante los últimos años (Goldstein y Turner, 2004).

Así, lo ponen de manifiesto los distintos indicadores que permiten capturar, a nivel macroeconómico, el grado de vulnerabilidad externa de una economía. Así, la importancia de la deuda externa en relación a la renta nacional bruta en el conjunto de países emergentes más afectados por las crisis ha disminuido: después de alcanzar un valor promedio máximo del 45 por 100 en 1999 se ha pasado al 39 por 100 en 2005. Análogamente, la proporción de la deuda externa a corto plazo sobre el total se ha reducido del 25 por 100 de 1997 al 39 por 100 de 2005; el *ratio* de la deuda externa como porcentaje de las exportaciones entre 1997 y 2005 ha caído en 40 puntos porcentuales. Esta reducción del nivel



COLABORACIONES



COLABORACIONES

de endeudamiento externo junto con una coyuntura de tipos de interés reducidos ha contribuido a minorar la carga del servicio de la deuda externa en relación a las exportaciones.

3.4. El cambio en la composición de la deuda empresarial

A nivel empresarial, los desequilibrios en la estructura económica y financiera derivados de un endeudamiento excesivo a corto plazo en moneda extranjera también se han corregido. Como puede apreciarse en el Gráfico 7, entre 1998 y 2000, las empresas financieras y no financieras se embarcaron en un proceso de desapalancamiento financiero en moneda extranjera (Binamira y Haworth, 2000).

Una estructura económico-financiera más saneada y una coyuntura económica favorable han permitido ir recuperando los niveles de rentabilidad del capital existen-

tes antes de la crisis de 1997. De la misma manera, la recapitalización del sector bancario y los cambios en los mecanismos de regulación y supervisión han permitido mejorar sustancialmente la rentabilidad de las entidades de crédito y reducir el nivel de morosidad.

A partir de 2002, la presencia de unos de tipos de interés reducidos, una inflación moderada y un escenario de gran liquidez a nivel internacional y el avance del proceso de desintermediación bancaria, se ha traducido en un aumento progresivo de las emisiones de bonos y de titulación de la deuda (FMI, 2005c). Así, durante los años previos a la crisis de 1997, la financiación mediante la emisión de bonos representaba el 16 por 100 del PIB, para acabar situándose en valores cercanos al 30 por 100 del PIB entre 2001 y 2003.

El incremento de la deuda denominada en moneda nacional por parte de las empresas, ha reducido la dependencia de la

financiación externa —y por tanto el grado de exposición cambiaria y la existencia de desequilibrios de deuda—, favoreciendo la gestión financiera de empresas e instituciones, el desarrollo de inversores institucionales locales y la creciente participación de inversores institucionales internacionales, factores que han contribuido al desarrollo de los mercados nacionales de valores y los mercados de derivados, especialmente en Corea del Sur y Malasia (FMI, 2003).

Pero a pesar de la creciente importancia de los bonos nacionales e internacionales en la estructura financiera de las empresas, los préstamos bancarios han continuado siendo la principal fuente de financiación. En el Este de Asia, los créditos bancarios equivalían a un 50 por 100 del PIB, antes y después de la crisis de 1997 (FMI, 2005a).

La disminución de los préstamos bancarios al sector empresarial no se ha visto acompañada por un incremento de la emisión de acciones, con la notable excepción de Corea del Sur. Esta evolución vendría explicada por factores cíclicos como el estallido de la burbuja tecnológica y el aumento de la volatilidad y la disminución de las cotizaciones bursátiles. Pero también serían atribuibles a una serie de factores institucionales, comentados en el siguiente apartado, que al elevar el coste de los fondos propios como mecanismo de financiación, introducen un sesgo en beneficio de la deuda (préstamos bancarios y bonos empresariales) y dificultan tanto el acceso a fuentes de financiación basadas en el mercado como el desarrollo de los mercados de capitales nacionales. A pesar de estos condicionantes, desde finales de 2002, cuando la coyuntura económica internacional y las condiciones de mercado mejoraron, la actividad emisora de valores de renta variable se ha reactivado en las cinco economías emergentes del Este de Asia.

3.5. Mejora de los mecanismos de regulación y supervisión

La mayoría de países de países que se vieron afectados por los primeros episodios de crisis han llevado a cabo avances significativos en la implementación y mejora de las medidas de regulación y supervisión prudenciales y otros aspectos institucionales, cuya debilidad para La Porta *et aliter* (2003) contribuyó decisivamente a la configuración de una situación de fragilidad financiera, que fue el origen de la crisis características de la segunda mitad de la década de los noventa.

La reducción de las garantías gubernamentales, una normativa legal y contable con un margen de discrecionalidad menor y el aumento de la transparencia se han traducido en la mejora de la eficiencia del sistema financiero, la reducción del riesgo de la actividad de intermediación y la limitación del problema de «*riesgo moral*». Según el Banco Mundial (2005), estas medidas han reducido el riesgo sistémico y de contagio en los mecanismos de financiación basados en el mercado.

En este sentido, según el FMI, se han producido notables avances en el campo de la contabilidad nacional y las normas de auditoría durante los últimos cinco años, especialmente en los países que experimentaron una crisis, pero es necesario continuar progresando en lo que respecta a la comparabilidad de la información sobre los estados financieros entre países y su difusión, puesto que todavía existen países en la región como Indonesia o Filipinas que no han adoptado el uso de los *International Financial Reporting Standards (IFRS)* y continúan funcionando mediante la normativa contable nacional.

Pero a pesar de los avances en este campo, informes de organizaciones pú-



COLABORACIONES

CUADRO 3
 SEGURIDAD JURÍDICA Y CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS EMPRESARIALES (2005)

Países	Derechos de acreedores y prestamistas ^{a)}	Protección inversores ^{b)}	Cumplimiento contratos ^{c)}		Procesos concursales ^{d)}	
			Tiempo (en días)	Coste (en porcentaje de la deuda)	Tiempo (en años)	Coste (En porcentaje del valor total)
Corea del Sur	6	4,7	75	5,4	1,5	4,0
Filipinas	3	3,3	360	50,7	5,7	38,0
Indonesia	5	5,3	570	126,5	5,5	18,0
Malasia	8	8,7	300	20,2	2,2	14,0
Tailandia	5	6,0	390	13,4	2,7	36,0
Este de Asia	5,3	5,3	406,8	61,7	3,4	28,8
OCDE	6,3	5,9	225,7	10,6	1,5	7,4

Nota:

^{a)} Derecho de acreedores y prestamistas es un índice que mide el grado en que las leyes concursales y de garantías facilitan la actividad crediticia. Su valor oscila entre 0 (mínimo) y 10 máximo.

^{b)} Protección Inversores es un índice sintético que mide el grado protección de los inversores en términos de transparencia de las transacciones, el grado de responsabilidad de los directivos en los gestión empresarial y la capacidad de los accionistas para demandar al directivos y gerentes. Su valor oscila entre 0 (mínimo) y 10 máximo.

^{c)} Cumplimiento Contratos hace referencia a la facilidad o dificultad para ejecutar los contratos comerciales y los costes que comporta.

^{d)} Procesos Concursales hace referencia a la facilidad o dificultad para resolver los procesos de quiebra empresarial y los costes que comporta.

Fuente: *Doing Business, Banco Mundial (2005)*.



COLABORACIONES

blicas y privadas destacan que continúan existiendo problemas de aplicación y cumplimiento, especialmente Indonesia y Filipinas. Como se puede apreciar en el Cuadro 3, las economías del Este de Asia presentan unos registros peores que los de los países más avanzados, con las notables excepciones de Malasia y Corea del Sur, especialmente en aspectos relativos a la protección de los derechos de los acreedores, la protección de los inversores, el grado de cumplimiento de los contratos y la resolución de los procesos concursales. Estas limitaciones constituyen un obstáculo importante puesto que unos códigos de «*buen gobierno*» empresarial precarios, una menor seguridad jurídica, la poca transparencia y calidad de la información contable, la débil protección de los derechos de los inversores y la concentración de las estructuras de poder, introducen un sesgo en la elección de los instrumentos financieros en los países y además condicionan la naturaleza de los flujos de

entradas de capitales (15) (Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 2002).

Por otra parte, como señala el Banco Central Europeo (BCE, 2003), los organismos internacionales también han ayudado a los países a limitar el alcance de los costes asociados a los procesos de liberalización financiera mediante la introducción de normativas encaminadas a la prevención de situaciones de insolvencia y la resolución ordenada de los procesos de reestructuración de la deuda, medidas que han permitido reducir la asimetría en la información entre prestamistas y prestatarios. Estas acciones se han complementado con el establecimiento de normas internacionales destinadas a

(15) Así por ejemplo, durante la crisis asiática de 1997, los países que presentaban una gestión empresarial más débil, como Tailandia, Indonesia o Filipinas se mostraron especialmente vulnerables a la pérdida de confianza por parte de los inversores, registrándose caídas muy pronunciadas en las cotizaciones bursátiles y depreciaciones respecto a aquellos países con una estructura institucional y unas normativas de regulación y supervisión más sólidas (Johnson *et aliter*, 2000).

mejorar la transparencia y favorecer la difusión de la información de las instituciones y agencias públicas mundiales.

4. Conclusiones y retos de futuro

Actualmente, los cinco países del Este de Asia más afectados por la crisis de 1997: Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia, han recuperado su dinamismo y constituyen nuevamente una referencia de desarrollo económico a nivel mundial.

Esto se explica porque los distintos países han aprovechado la coyuntura de los últimos diez años para reducir las vulnerabilidades que precipitaron la crisis de 1997.

La práctica de una política macroeconómica sólida y consistente temporalmente junto con el desarrollo de programas de reforma estructural en los sectores financiero y empresarial se han traducido una mejora sostenida de las variables macroeconómicas fundamentales de la economía. Así, se han recuperado las tasas de crecimiento, la inflación se ha reducido sustancialmente y desde 2002 se ha iniciado un proceso de consolidación de las finanzas públicas.

Otro factor clave de esta exitosa recuperación ha sido que los cinco países del Este de Asia han sido capaces de mantener la apertura comercial y financiera de sus economías al exterior a pesar de la crisis. Además, se han producido un proceso de integración vertical de los procesos productivos que ha favorecido el desarrollo del comercio intrarregional.

La adopción de sistemas cambiarios más flexibles ha contribuido a reducir la probabilidad de que una crisis cambiaria pueda derivar en una crisis de deuda o una crisis bancaria y ha aumentado la prevención sobre los riesgos inherentes a

un endeudamiento excesivo en moneda extranjera.

Durante los últimos diez años, la presencia de unas condiciones macroeconómicas y estructurales más sólidas unida a una coyuntura de gran liquidez a nivel internacional y la predisposición de los inversores a asumir un mayor riesgo han favorecido la recuperación de los flujos de capitales dirigidos a las economías emergentes del Este de Asia.

La coincidencia temporal de superávit por cuenta corriente de dimensión creciente y salidas netas de capitales privados —primero, entre 1998 y 2001, por el proceso de desapalancamiento financiero de las empresas y desde finales de 2001 por un proceso de acumulación de reservas— configuraron una situación que ha convertido, sorprendentemente, a la mayoría de países emergentes del Este de Asia en economías exportadoras netas de capitales.

Países muy endeudados como Filipinas o Indonesia han introducido mejoras en sus perfiles de endeudamiento, mediante la ampliación de los plazos de vencimiento y la reducción del peso relativo de la deuda exterior a corto plazo y de la deuda indiciada a tipos de interés a corto plazo y/o denominados en moneda extranjera. A nivel empresarial, los desequilibrios en la estructura económica y financiera derivados de un endeudamiento excesivo a corto plazo en moneda extranjera se han corregido. Esta dinámica ha contribuido a la restauración de la confianza entre los inversores internacionales, la mejora de la calificación crediticia y la reducción de la volatilidad en los mercados de divisas, elementos que han reducido los costes de la deuda externa y han aumentado la demanda de activos por parte de inversores institucionales.

Con respecto a las reformas estructurales, las medidas adoptadas para afron-



COLABORACIONES

tar las tensiones inmediatas en el sistema financiero se han complementado con otras medidas orientadas a corregir las deficiencias básicas. Ya se han establecido los mecanismos para facilitar la reestructuración financiera, se han actualizado los marcos regulatorios y prudenciales y se ha reforzado la gestión empresarial. Quedan muchas tareas pendientes, pero las instituciones financieras y las empresas del Este de Asia vuelven a sustentarse, en general, sobre una base firme.

Si bien las perspectivas a corto plazo en general siguen siendo alentadoras y pese a los avances logrados para reducir la vulnerabilidad externa, la fortaleza de la posición financiera de las economías emergentes del Este de Asia puede verse cuestionada ante posibles cambios inesperados en la dirección de los movimientos de capitales. Así un ajuste precipitado del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y del exceso de demanda en la economía de China podrían suponer el fin de una coyuntura económica y financiera favorable que ha favorecido la expansión de los flujos de entrada de capitales de los últimos años. Unas condiciones más restrictivas podrían plantear inquietudes sobre la sostenibilidad de la deuda pública en aquellas economías con altos niveles de deuda pública como Filipinas o Malasia.

Por otra parte, si bien es cierto que desde 2005 en los cinco países del Este de Asia analizados, la demanda interna ha desempeñado un papel más destacado, consecuencia de la recuperación del consumo privado, la realidad es que las exportaciones continúan siendo el motor de las economías de la región. La poca autonomía de la demanda interna y el estancamiento de la inversión privada introducen una dependencia excesiva de la demanda externa, especialmente en Indonesia, Malasia y Tailandia.

En la actualidad estos desequilibrios no resultan preocupantes, dada la gran acumulación de reservas internacionales, la presencia de superávits notables en la cuenta corriente de la balanza de pagos y el saneamiento de la estructura económica y financiera de las empresas.

Con todo, las autoridades económicas deberían aprovechar esta coyuntura para consolidar las finanzas públicas, abundar en el desarrollo de mercados de capitales domésticos más amplios y profundos, además de completar las reformas estructurales iniciadas. También deberían adoptarse medidas orientadas a fomentar el consumo y la inversión privada para reforzar las bases internas de crecimiento y limitar la acusada dependencia de la demanda externa. Sólo así será posible asentar la dinámica de crecimiento económico a medio y largo plazo de la región sobre una base sólida y prometedora.

Agradecimiento

El autor quiere agradecer el apoyo recibido de la Fundación CIDOB en la confección de este artículo.

Bibliografía

- [1] AIZENMAN, J. y MARION, N. (2003): «The High Demand for International Reserves in the Far East: What is Going On?», *Journal of the Japanese and International Economies* 17, pp. 370-400.
- [2] BANCO ASIÁTICO de DESARROLLO (2007) Ten Years after the Crisis: the Facts about Investment and Growth, Asian Development Outlook (ADO), pp. 46-65. Manila.
- [3] BANCO CENTRAL EUROPEO (2003): «Resolución de Crisis en Economías Emergentes: Retos para la Comunidad Inter-



COLABORACIONES

- nacional», *Boletín Mensual del BCE*, noviembre, Frankfurt.
- [4] BANCO MUNDIAL (2005): *Global Development Finance*, vol. 1 y 2. World Bank. Washington, D.C.
- [5] BANCO MUNDIAL (2006): *Global Development Finance*, vol. 1 y 2. World Bank. Washington, D.C.
- [6] BANCO MUNDIAL. *Doing Business*, World Bank en www.doingbusiness.org
- [7] BINAMIRA, J. A. y HAWORTH, W. (2000): «Debt Restructuring in East Asia: Government and the Corporate Sector» en *Managing Financial and Corporate Distress: Lessons from Asia*, editado por Charles Adamas, Robert Litan y Michael Pomerleano, *The Brookings Institution Press*. Washington, D.C.
- [8] BUDINA, N. y FIESS, N. (2004): «Public Debt and its Determinants in Market Access Countries: Results from 15 Country Case Studies» *Unpublished paper*, World Bank, Washington, D.C.
- [9] BURTON, D. y ZANELLO, A. (2007): «Asia Ten Years After». *Finance & Development*. International Monetary Fund. vol. 44, n° 2, junio. Washington, D.C.
- [10] CALVO, G. y REINHART, C. (2000): «Fear of floating», *NBER Working Paper* n° 7993, National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts. Disponible en: www.bsos.umd.edu/econ/cicalvo.html. *Publicat posteriorment al Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n° 2, pp. 379–408.
- [11] DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (1998): «Law, Finance, and Firm Growth», *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, pp. 2107–37.
- [12] EDISON, H. (2003): «Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High» en *World Economic Outlook*, September, pp. 78–92. Washington, D.C.
- [13] FMI (2003): «Local Securities and Derivative Markets: Selected Policy Issues» *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*, capítulo IV, marzo. Washington, D.C.
- [14] FMI (2004a): «Institutional Investors in Emerging Markets». *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*, capítulo IV, septiembre. Washington, D.C.
- [15] FMI (2004b): «Emerging Markets as a Net Capital Exporters». *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*. capítulo IV, septiembre. Washington, D.C.
- [16] FMI (2005a): «Corporate Finance in Emerging Markets», *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*, capítulo IV, abril, Washington, D.C.
- [17] FMI (2005b): *Asian Pacific Regional Outlook*, International Monetary Fund. September. Washington, D.C.
- [18] FMI (2005c): «Development of Corporate Bonds Markets in Emerging Markets Countries». *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*, capítulo IV, septiembre, Washington, D.C.
- [19] FRANKEL, J.A. y ROSE, A.K. (1996): «Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators», *NBER Working Paper* n° 5437. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- [20] GOLDSTEIN, M. (1998): *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*, *Policy Analyses in International Economics* n° 55. Institute for International Economics (IIE). Washington, D.C.
- [21] GOLDSTEIN, M. (2005): «What Might the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?». *Working Paper Series*, n° 05-7. Institute for International Economics (IIE), Washington, D.C.
- [22] GOLDSTEIN, M. y TURNER, P. (2004): «Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets» *Institute for International Economics*. Washington.



COLABORACIONES

- [23] HOELSHER, D. y QUINTYN, M. (2003): «Managing Systemic Bank Crises». *IMF Occasional Paper* n° 224. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- [24] JOHNSON, S., BOONE, P., BREACH, A. y FREIDMAN, E. (2000): «Corporate Governance in the Asian Financial Crisis», *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, pp. 141-86.
- [25] KAMINSKY, G. y REINHART, C. (1999): «The Twin Crises: Causes of Banking and Balance of Payments Problems». *American Economic Review* 51, n° 1, junio.
- [26] KAWAI, M., LIEBERMAN, I. y MAKO, W. (2000): «Debt Restructuring in East Asia: How Much, How Fast, and Lessons Learned» en *Managing Financial and Corporate Distress: Lessons from Asia*, editado por Charles Adamas, Robert Litan y Michael Pomerleano. The Brookings Institution Press. Washington, D.C.
- [27] LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2003): «What Works in Securities Law?» *NBER Working Paper* n° 9882, *National Bureau of Economic Research*. Cambridge, Massachussets.
- [28] MANASSE, P. y ROUBINI, N. (2005): «Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises», *IMF Working Paper* n° 42, marzo. Washington, D.C.
- [29] REINHART, C., ROGOFF, K. y SAVASTANO, M. (2003): «Debt Intolerance», *NBER Working Paper*, National Bureau of Economic Research (August). Cambridge, Massachussets.
- [30] RIPOLL, J. (2006): «¿Se cumple la visión bipolar del tipo de cambio en las economías emergentes?». *Boletín de Información Comercial Española*, n° 2867, Madrid.
- [21] TWEEDIE, A. (2000): «The Demand for International Reserves: A Review of the Literature». No publicado. International Monetary Fund. Washington, D.C.



COLABORACIONES