

# Las crisis financieras asiáticas (1997-1999)

## Nuevos indicadores y escasos precedentes

PABLO BUSTELO GÓMEZ\*

*Este artículo sugiere que las crisis financieras de Asia oriental han arrojado mucha luz sobre la importancia de los equilibrios macroeconómicos (los llamados fundamentales) no convencionales, como son la evolución de la rentabilidad de la inversión, el nivel y los cambios de la relación entre deuda externa a corto plazo y reservas en divisas y el crecimiento del crédito bancario. Además, tales crisis deben contemplarse desde un prisma muy distinto del que se usó para analizar la crisis del Sistema Monetario Europeo en 1992-93 y la de México en 1994-95, de lo que cabe concluir que sólo las asiáticas pueden definirse adecuadamente como las primeras verdaderas crisis de la globalización.*

**Palabras clave:** crisis financiera, desequilibrio económico, Sistema Monetario Europeo, América Latina, México, Asia oriental.

**Clasificación JEL:** F30.

### 1. Introducción

Las crisis financieras asiáticas (nótese el uso del plural) de 1997-1999 fueron totalmente imprevistas por las agencias de calificación de riesgo, los analistas financieros, las instituciones internacionales y los especialistas universitarios sobre las crisis de balanza de pagos en economías emergentes (1). Pese a que el entorno macroeconómico convencional en 1990-1996, tanto interno como externo, de las economías asiáticas que luego entrarían en crisis (2) era particularmente favorable, tal hecho no deja de ser sorprendente y dice mucho sobre la falta de capacidad predictiva de los economistas, que pasaron (o, mejor dicho, pasamos) por altos importantes desequilibrios no convencionales.

Además, las crisis han sido heterogéneas. El sudeste asiático sufrió, en términos generales, una crisis de balanza de pagos (3), aunque en gran medida distinta de episodios anteriores, como la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) en 1992-1993 y la de México en 1994-1995, y con diferencias importantes entre los distintos países del área (4). Por el contrario, en el noreste asiático, Corea del Sur no presentó, antes de su crisis, una excesiva apreciación de la moneda ni un elevado déficit corriente, sino inicialmente sólo problemas de liquidez en bancos y empresas, aunque, a la postre, el país sufriera también problemas de solvencia internacional (Bustelo, 1998).

Por añadidura, las crisis asiáticas han sido extremadamente controvertidas, en lo que atañe

\* Profesor Titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense y Coordinador de estudios asiáticos en el Instituto Complutense de Estudios Internacionales.

(1) Con la notable y meritoria excepción del economista coreano Park Yung-chul. Véase PARK (1996).

(2) Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia (a partir de ahora Asia-5).

(3) Entendiendo por crisis de balanza de pagos la que se origina por la insostenibilidad de una moneda apreciada en un contexto de alto déficit por cuenta corriente.

(4) Por ejemplo, Malasia no tenía una moneda demasiado apreciada mientras que el déficit corriente de Indonesia no era muy alto.



TRIBUNA

tanto a las distintas explicaciones que se han dado de ellas como a los remedios propuestos y aplicados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en Tailandia, Indonesia y Corea del Sur y a la política heterodoxa de Malasia, el país díscolo de la región (Jomo, comp., 1998)

## 2. Antecedentes: las economías de Asia oriental en 1990-1996

Todas las economías asiáticas mencionadas presentaban en 1990-96 indicadores macroeconómicos convencionales que eran claramente favorables: bajos déficit presupuestarios (o incluso superávit), limitada deuda pública, inflación moderada, altas tasas de ahorro e inversión, rápido crecimiento del PIB, elevadas (y aparentemente sostenibles) entradas de capital extranjero, y bajas tasas de desempleo (véase el apéndice estadístico en Bustelo, 1998).

Además, el entorno internacional era igualmente benigno: los tipos de interés en EEUU y Japón eran bajos; el crecimiento del PIB era razonablemente alto en los países desarrollados (excepto en Japón); los mercados de materias primas eran estables; y el aumento del comercio internacional de mercancías era considerable.

¿Por qué, entonces, las crisis? La razón estriba, en opinión de quien esto escribe, en la presencia de desequilibrios macroeconómicos no convencionales, como son una decreciente rentabilidad de la inversión, una elevada deuda externa a corto plazo y denominada en moneda extranjera (especialmente en relación a las reservas en divisas) y un excesivo crecimiento del crédito bancario al sector privado (véanse, por ejemplo, Corsetti *et al.*, 1998 y Glick, 1998).

Tales desequilibrios fueron el resultado de la combinación de diversos factores.

En primer lugar, los países asiáticos habían emprendido, desde principios de los noventa, una liberalización financiera prematura e indiscriminada, sin establecer simultáneamente los mecanismos de regulación y supervisión necesarios (Singh, 1998). Tal liberalización abarcó tanto una desregulación del sistema financiero nacional como una apertura de la cuenta de capital. En cuanto al primer aspecto, además de liberalizar

los tipos de interés, se eliminaron las barreras a la entrada en la intermediación financiera (lo que provocó la proliferación de instituciones no bancarias nuevas y sin experiencia), se otorgó un mayor margen en las decisiones de endeudamiento y préstamo de las instituciones financieras y desaparecieron las restricciones a la financiación de la deuda de las empresas. En lo que atañe al segundo, las limitaciones a los empréstitos internacionales desaparecieron casi por completo. Los resultados fueron particularmente nocivos: menor evaluación de la calidad de los préstamos recibidos y concedidos, mayor exposición al riesgo de tipos de interés y de cambio, creciente endeudamiento a corto plazo en moneda extranjera para financiar préstamos a largo plazo en moneda nacional, cada vez mayor desequilibrio de composición en monedas y plazos entre deuda y activos, etc. Además, ya que obtener fondos en moneda extranjera a corto plazo para invertir en actividades locales a largo plazo era muy rentable, se produjo un fuerte aumento del crédito bancario al sector privado (5) y una acumulación sustancial de deuda externa a corto plazo (especialmente privada, denominada en divisas y no cubierta) (6). Por añadidura, los préstamos bancarios internos se dirigieron principalmente a las bolsas de valores y al mercado inmobiliario (7), ya que prestar al consumo y a la inversión no resultaba rentable, a la vista de las altas tasas de ahorro privado y del declive en la rentabilidad de las inversiones manufactureras.

Tal situación se produjo en un contexto de inadecuada supervisión y regulación financiera por parte de las autoridades. Los bajos límites de coeficientes de reserva, junto con los altos techos de créditos, generaron un exceso de préstamos bancarios (o, lo que es lo mismo, un exceso de endeudamiento de las empresas). Al mismo tiempo, las normas de información y de clasificación

(5) El crédito bancario al sector privado aumentó (en porcentaje del PIB, de 1990 a 1996) 38 puntos en Tailandia, 30 puntos en Filipinas, 22 puntos en Malasia, 10 puntos en Corea y 9 puntos en Indonesia.

(6) El cociente entre deuda externa a corto plazo y reservas en divisas era, en el segundo trimestre de 1997, de 2,06 en Corea, 1,70 en Indonesia y 1,45 en Tailandia.

(7) Esa preferencia contribuyó a crear una burbuja especulativa en los mercados de acciones e inmobiliario.



TRIBUNA

de activos permitieron a las instituciones financieras mantener cierta opacidad, de manera que el alcance los préstamos de dudoso cobro (del orden de 10-15 por 100 de los préstamos totales) resultó enmascarado para las autoridades.

En segundo término, la fuerte entrada de capitales extranjeros generó una considerable apreciación, en términos reales, de las monedas y, por tanto, un aumento de los déficit comercial y por cuenta corriente. La consiguiente pérdida de competitividad, acelerada por la depreciación del yen respecto del dólar desde la primavera de 1995, por la cada vez mayor presencia de exportadores de bajo coste (como China) y por la menor intensidad importadora del crecimiento de los países desarrollados en 1994-95, generó un menor aumento de las exportaciones, especialmente marcado en Tailandia, Malasia y Corea del Sur.

En tercer lugar, se registró una notable caída de la rentabilidad de la inversión y de la eficiencia del capital. Entre 1986-90 y 1990-96, aumentó la tasa de inversión en Asia-5 (hasta rondar un 35 por 100 de media) pero el crecimiento medio del PIB se redujo en algunos puntos. Además, el ratio incremental capital-producto (ICOR) aumentó entre 1987 y 1996 del orden de 13-15 por 100. Tal caída de las tasas de beneficio se debió a un claro proceso de sobreinversión, especialmente en sectores con exceso de capacidad.

Había por tanto elementos de vulnerabilidad financiera antes del estallido de las crisis. Sin embargo, un ajuste suave (*soft landing*) hubiese sido perfectamente posible, si las autoridades se hubiesen dado cuenta del riesgo en el que habían incurrido y hubiesen adoptado medidas para contener el crecimiento de la demanda interna y para depreciar gradualmente la moneda. En efecto, las exportaciones seguían creciendo en 1996 a tasas considerables, aunque menores que en años anteriores. La apreciación en términos reales de la moneda era, por lo general, bastante menor, por ejemplo, que la de muchos países latinoamericanos. Los déficit por cuenta corriente eran ciertamente elevados en Malasia, Tailandia y Filipinas, pero éste no era el caso de Indonesia y de Corea del Sur.

Sin embargo, el ajuste se descartó o se pospuso y las crisis estallaron. Los inversores extranjeros tomaron conciencia de las fragilidades de las insti-

tuciones financieras (infracapitalizadas) y de las empresas manufactureras (que presentaban un alto grado de apalancamiento) (8). Los ataques especulativos contra las monedas y las bolsas de valores provocaron, como es sabido, la repentina flotación del *baht* tailandés a principios de julio de 1997 y redoblaron de intensidad en los meses posteriores. Así, en Asia-5 la entrada neta de capital privado se redujo de 102.300 millones de dólares en 1996 a sólo 200 millones en 1997 y a *menos* 27.600 millones en 1998, una caída de casi 130.000 millones, en apenas dos años, que se debió principalmente a la retracción de los préstamos bancarios y de la inversión en cartera (IIF, 1999).

En suma, las crisis asiáticas se originaron tanto por factores internos (la presencia de importantes, aunque desapercibidos, desequilibrios macroeconómicos no convencionales) como por razones externas (el comportamiento de rebaño de los mercados financieros internacionales, que hicieron que la profecía de unas crisis se cumpliera a sí misma).

### 3. Precedentes: las otras crisis cambiarias de los años noventa

Un interesante ejercicio consiste en comparar las crisis asiáticas con sus homólogas previas de los años noventa: la crisis del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) en 1992-1993 y la crisis del peso mexicano (y el consiguiente *efecto tequila*) de 1994-95 (9).

Las tres comparten algunas similitudes. Primero, se vieron precedidas por: (a) una liberalización financiera rápida, prematura e indiscriminada, sin que la regulación gubernamental y la supervisión bancaria se acompasasen debidamente; (b) una política de tipo de cambio nominal fijo o semi-fijo (*peg*), con objeto de controlar la inflación y de atraer capital extranjero; y (c) un fuerte aumento de la entrada neta de capital foráneo, que contribuyó a la apreciación en términos reales de la mone-

(8) Por ejemplo, el cociente deuda/activos de los 30 mayores conglomerados empresariales de Corea del Sur era, a finales de 1996, de 333 por 100.

(9) Uno de los pocos análisis comparados de esas tres crisis es el de KRUGMAN (1997). PALMA (1998) y ESQUIVEL y LARRAIN (1999) comparan la crisis mexicana y la asiática.



TRIBUNA

da y/o a la sobreextensión del crédito bancario. Segundo, han estado relacionadas, en mucha mayor medida que las de los años setenta y ochenta, con la creciente globalización de la economía mundial, especialmente en lo que atañe a la cada vez mayor movilidad internacional de los capitales (Bustelo y Oliví, 1999). Tercero, han dado pie a una extensa literatura, de segunda generación, sobre las crisis cambiarias, que insiste, ya no en las incompatibilidades inevitables entre la política macroeconómica y la cambiaria, sino en las expectativas de los agentes para desencadenar procesos que se auto-cumplen, que los anglosajones llaman *self-fulfilling events* (véase García y Oliví, 1999).

Sin embargo, la naturaleza de las tres crisis ha sido muy distinta.

La crisis del SME de 1992-93 (10) originó, como es bien sabido, la salida de la lira italiana y de la libra esterlina del mecanismo de cambios del sistema, fuertes ataques especulativos contra el franco francés y varias devaluaciones de la peseta, del escudo y de la libra irlandesa, para finalmente desembocar, en agosto de 1993, en la ampliación (del 4,5 por 100 al 30 por 100) de las bandas de fluctuación. Las causas esenciales de tales fenómenos se encuentran ciertamente en la presencia de tipos de cambio semi-fijos, pero también en la apreciación en términos reales de las monedas, en la liberalización de los movimientos de capital y en los ataques especulativos de los mercados financieros internacionales. Esas cuatro características también se encontrarían después en México y en Asia oriental.

No obstante, lo distintivo de tal crisis fue la presencia de políticas monetarias muy restrictivas (primero en los países de la periferia europea y luego en Alemania), lo que provocó fuertes entradas de capital, apreciaciones monetarias y altos déficit por cuenta corriente. Para España, Irlanda, Italia, Portugal o el Reino Unido, el factor desencadenante de la crisis fue el aumento de los tipos por el Bundesbank a partir de mediados de 1992, para hacer frente a los efectos inflacionarios derivados de la reunificación alemana. El aumento de la cotización del marco arrastró a las demás

monedas, y cuando la crisis se inició, los demás países tuvieron que mantener la restricción monetaria sin poder disfrutar de la expansión fiscal alemana, dado el alto nivel de desempleo que padecían. La crisis del SME puede, por tanto, definirse como una crisis deflacionista provocada por los vínculos de las monedas en un contexto de fuerte restricción monetaria.

En cuanto a México antes de finales de 1994 (11), la política monetaria no era especialmente restrictiva (ya que la inflación descendió a 8 por 100 en 1993 y a 7 por 100 en 1994, esto es, a niveles bajos para los estándares mexicanos). Tampoco tenía entonces el país problemas de déficit presupuestario, ya que llevaba tiempo inmerso en un programa de estabilización. Había ciertamente inestabilidad política (rebelión en Chiapas, asesinato de Colosio, etc.), moneda apreciada (12) y un alto déficit por cuenta corriente (este último, equivalente en 1994 a 8 por 100 del PIB y a 38 por 100 de las exportaciones). El desequilibrio corriente, sin embargo, a diferencia de las otras dos crisis, era principalmente el resultado de la caída de la tasa de ahorro privado (13). La crisis mexicana puede describirse, por tanto, como una crisis de sobreconsumo. Además, otro rasgo que no estaba presente en la crisis europea era el importante endeudamiento a corto plazo y en dólares, tanto privado como público (por la emisión de *tesobonos*). Cuando la Reserva Federal estadounidense incrementó los tipos en 1994, se produjo un fuerte ataque especulativo contra el peso, que desembocó en su libre flotación en diciembre de 1994 y en un año de fuerte recesión (el PIB cayó 7 por 100 en 1995).

En lo que se refiere a Asia oriental en 1990-96, la política monetaria era cautelosa (no había apenas inflación ni déficit públicos). A diferencia de la crisis europea y de México en 1994, no hubo en 1996 y 1997 altos tipos de interés internacionales. Como ya se mencionó, las monedas estaban vincu-

(11) Véase, por ejemplo, SACHS, TORSELL y VELASCO (1996).

(12) Por causa de la fuerte entrada de capital extranjero (104.000 millones de dólares en 1990-1994, una quinta parte de los flujos totales hacia el Tercer Mundo), en forma, sobre todo de inversión en cartera (en Asia-5 predominaron, por el contrario los créditos bancarios).

(13) El ahorro privado pasó de representar 26,1 por 100 del PIB en 1984-90 a suponer sólo 13,8 por 100 en 1991-93 (Palma, 1998).

(10) Un buen análisis general puede encontrarse en BUITER, PESENTI y ROUBINI (1998).



COLABORACIONES

ladas al dólar, su apreciación, en términos reales, fue importante, la liberalización financiera fue prematura y los ataques especulativos serios y duraderos. La diferencia con México estriba en que los altos déficit corrientes (en Tailandia o Malasia) o los problemas de liquidez bancaria y empresarial (como en Corea) no se debían al exceso de consumo privado sino al auge de la inversión privada: en suma, fueron crisis de sobreproducción.

#### 4. Conclusiones

Las crisis asiáticas han puesto sobre el tapete la necesidad de incluir entre los indicadores (o «predictores») de posibles crisis financieras indicadores macroeconómicos no convencionales: el comportamiento de la tasa de inversión y de la rentabilidad del capital, la evolución del cociente entre deuda externa a corto plazo y reservas en divisas (14) y el crecimiento del crédito bancario vinculado a la liberalización financiera. Hasta ahora, los estudios empíricos no destacaban suficientemente tales indicadores (por ejemplo, Kaminsky *et al.*, 1998) aunque ya existen algunos trabajos más ambiciosos que sí empiezan a hacerlo (Jotzo, 1999).

La otra conclusión principal es que resulta esclarecedor comparar las crisis asiáticas con las crisis cambiarias previas de los años noventa. Algunos analistas han señalado que existe un gran parecido entre las crisis del SME en 1992-93, de México en 1994-95 y de Asia oriental en 1997-99. Aunque existen, sin duda, similitudes importantes, la naturaleza de las tres crisis es esencialmente distinta.

#### Referencias

1. BUITER, W. H., G. CORSETTI y P. PESENTI (1998): *Financial Markets and European Monetary Cooperation: The Lessons of the 1992-93 ERM Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge.
2. BUSTELO, P. (1998): «The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey», Documentos de trabajo del ICEI, número 10/98, Universidad Complutense de Madrid, Octubre.
3. BUSTELO, P. e I. OLIVIÉ (1999): «Economic Globalisation and Financial Crises: Some Lessons from East Asia», de próxima publicación en *The Indian Journal of Quantitative Economics* (Punjab School of Economics, Amritsar).
4. CORSETTI, G., P. PESENTI y N. ROUBINI (1998): «What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part 1. A Macroeconomic Overview. Part 2. The Policy Debate», New York University, Septiembre, mimeografiado.
5. ESQUIVEL, G. y F. LARRAÍN (1999): «Latin America Confronting the Asian Crisis», *Development Discussion Papers*, número 681, Harvard Institute of International Development, Febrero.
6. GARCÍA, C. e I. OLIVIÉ (1999): «Modelos teóricos de crisis financieras y su aplicación a las crisis de Asia oriental», *Documento de Trabajo*, número 9910, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid, Julio.
7. GLICK, R. (1998): «Thoughts on the Origins of the Asian Crisis: Impulses and Propagation Mechanisms», *Pacific Basin Working Papers*, número 98/07, Federal Reserve Bank of San Francisco, Septiembre.
8. IIF (1999): «Capital Flows to Emerging Market Economies», documento del Institute of International Finance, Washington DC, 24 de Abril.
9. JOMO, K. S. (comp.) (1998): *Tigers in Trouble: Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, Zed Books, Londres.
10. JOTZO, F. (1999): «The East Asian Currency Crisis: Lessons for an Early Warning System», *APSEM Working Paper*, número 99/2, Australian National University, Canberra.
11. KAMINSKY, G., S. LIZONDO y C. M. REINHART (1998): «Leading Indicators of Currency Crises», *IMF Staff Papers*, vol. 45, número 1, marzo, páginas 1-48.
12. KRUGMAN, P. (1997): «Currency Crises», MIT, Cambridge, MA, mimeografiado.
13. PALMA, G. (1998): «Three and a Half Cycles of "Mania, Panic and [Assymetric] Crash": East Asia and Latin America Compared», *Cambridge Journal of Economics*, volumen 22, páginas 780-808.
14. PARK, Y.-C. (1996): «East Asian Liberalization, Bubbles and the Challenges from China», *Brookings Papers on Economic Activity*, número 2.
15. RADELET, S. and J. SACHS (1999): «What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?», Harvard Institute of International Development, Enero, mimeografiado.
16. SACHS, J., A. TORNELL and A. VELASCO (1996): «The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold», *NBER Working Papers*, n° 5563, Mayo, también en *Journal of International Economics*, vol. 41, número 3-4, 1996, páginas 265-85.
17. SINGH, A. (1998): «'Asian Capitalism' and the Financial Crisis», *CEPA Working Papers*, Serie 3, número 10, New School for Social Research, Nueva York.

(14) Ésta es una de las conclusiones de RADELET y SACHS (1999).



T R I B U N A