



facultades de los residentes para cancelar deudas denominadas en la moneda nacional. Cuando una crisis financiera afecta sólo a los circuitos crediticios nominados en éstas, la solución de aquélla dependerá en principio de factores internos.<sup>1</sup> Por otra parte, el grupo de problemas relacionados con la validación internacional del crédito generado en cada país, que se manifiestan en los inconvenientes que los agentes, privados y estatales, tienen para ejercer sus activos y finiquitar sus pasivos en otras monedas. Una crisis financiera que afecta circuitos de crédito denominados en diversas monedas es de índole internacional y su solución no dependerá sólo de factores internos.

A mediados de los años setenta las dificultades originadas en la generación descentralizada del crédito entre estados se resolvieron en lo fundamental con un mecanismo relativamente automático que puso en marcha el acuerdo internacional de paridades fijas ajustables. En lo fundamental los flujos internacionales de capital eran dependientes de los flujos comerciales y de inversión extranjera directa u oficial. En estas condiciones, las crisis financieras, es decir, las perturbaciones en los circuitos de crédito que ponen a prueba la capacidad de las instituciones privadas, estatales e internacionales de generación, regulación y administración del crédito, no parecen haber sido ni frecuentes ni profundas.

De entonces a la fecha, liberados del compromiso de mantener las paridades, los estados más poderosos recurrieron a políticas de tipo de cambio activas acompañadas de una creciente independencia de los flujos financieros internacionales respecto de las corrientes de comercio y de inversión extranjera directa. Además, los desiguales rendimientos financieros en el mundo, derivados de las distintas políticas monetarias y fiscales, adquirieron creciente importancia en las transferencias internacionales de capital. El crecimiento explosivo de los flujos financieros internacionales en los últimos 20 años se debió sobre todo a la modificación de las políticas macroeconómicas de los principales países industrializados.

Junto con la liberación de las restricciones a la formulación y aplicación de políticas macroeconómicas, se comenzaron a modificar los sistemas financieros nacionales según tres procesos más o menos simultáneos: la apertura, con la que disminuyeron las trabas para la operación de agentes financieros extranjeros; la desregulación, que consiste en suprimir la legislación y las reglamentaciones previas que ponían coto público al crecimiento y a las formas del crédito de los agentes financieros privados, y la titularización, con la que hubo un relativo descenso de la intermediación bancaria en el sistema financiero, en tanto crecía la participación de los mercados de colocación de deuda directa, tanto pública como privada, y, aunque en menor medida, de los mercados accionarios. Al conjunto de estos cambios se le denominó mundialización financiera. En las nuevas condiciones, las crisis financieras proliferaron y se agravaron.

1. Una moneda nacional que sirve para operar transacciones entre residentes de terceros países presenta peculiaridades que no es necesario considerar aquí, pues ninguno de los directamente afectados por la actual crisis financiera tiene monedas nacionales que puedan resentir el uso que de ella hagan residentes de terceros países.

De 1975 a 1997, el FMI contabilizó 158 crisis monetarias y 54 bancarias.<sup>2</sup> En muchos casos ambas fueron simultáneas. En consecuencia, desde mediados del decenio pasado comenzó, cuando aún no se desmantelaba del todo el viejo andamiaje regulatorio, la concertación de nuevos acuerdos. Por un lado, en lo relativo a la definición de políticas macroeconómicas, en particular como consecuencia de los acuerdos del Plaza, de septiembre de 1985, y del Louvre, de febrero de 1987. Con ellos el Grupo de los Siete comenzó la tarea de hacer compatibles las políticas macroeconómicas y de intervención concertada frente a bruscos y grandes cambios en los flujos financieros internacionales.

Entre estos esfuerzos destacan los acuerdos logrados en el Banco de Pagos Internacionales, sobre las condiciones de operación de los agentes en los distintos ámbitos financieros, en especial el bancario, sobre todo después de la crisis bursátil en Estados Unidos en octubre de 1987. Con ello se busca operar lo que el FMI denomina una reforma estructural de los sistemas financieros, a la que este organismo está cada vez más dispuesto a colaborar.<sup>3</sup> Asimismo, en el Fondo se estudia extender la jurisdicción sobre la cuenta de capital de la balanza de pagos, con lo que la regulación abarcaría las políticas monetarias y financieras, el conjunto de la balanza de pagos y el sistema financiero. La globalización financiera, en consecuencia, está lejos de ser una situación carente de regulación en la que los agentes financieros privados pueden hacer lo que les plazca; en última instancia estarían supeditados a un mercado autorregulado, respecto del cual los agentes públicos tendrían, voluntaria o necesariamente, una actitud neutral.

Las crisis recientes más memorables fueron las del Reino Unido, Italia, Francia y los países escandinavos durante la dura prueba a que fue sometido el mecanismo de tasas de cambio del Sistema Monetario Europeo en 1992 y 1993, y las de México y Argentina en 1994 y 1995. Cabe notar, sin embargo, que las primeras se resolvieron mediante los instrumentos políticos e institucionales de que disponían los países de Europa Occidental en tanto miembros de la Unión Europea; en cambio, las últimas requirieron el apoyo no sólo del FMI sino de los participantes más importantes del sistema, en particular Estados Unidos. Como en la crisis actual, las de los países en desarrollo han entrañado por

2. FMI, *World Economic Outlook*, Washington, mayo de 1998, pp. 114 y ss. El Fondo distingue cuatro categorías de crisis financieras: las monetarias (denotadas, independientemente de su causa, por presiones en el mercado de cambios), las bancarias (sin incluir las bursátiles, salvo en casos en que contaminan al sistema bancario), las financieras sistémicas y las de deuda externa, cuando un país no puede servir la deuda externa, independientemente de que sea pública o privada. Esta clasificación puede cuestionarse entre otras cosas porque no considera como crisis financieras las bursátiles. Esta carencia puede indicar que el Fondo atiende fundamentalmente los problemas de responsabilidad pública de la interrupción de las cadenas de pagos y además que, aunque presente su clasificación como universal, tiene fundamentalmente en cuenta los países en desarrollo.

3. FMI, "Effective Banking Prudential Regulations and Requirements", *Supplementary Analyses*, núm. 7, *World Economic Outlook*, Washington, mayo de 1998.

lo general una crisis de deuda externa y en su mayoría han terminado con la devaluación del tipo de cambio y, a menudo, en una transformación del régimen cambiario.

Br

La crisis financiera que comenzó en julio de 1997 en Tailandia se extendió rápidamente a cuatro de los países fundadores de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático:<sup>4</sup> Indonesia, Malasia y Filipinas;<sup>5</sup> en conjunto son los ASEAN-4. Estos cuatro dragones gozaron de fama desde fines del decenio de los setenta; se distinguen de los “cuatro tigres” (Corea del Sur, Taiwan, Hong Kong y Singapur), porque éstos tuvieron un desarrollo económico más temprano y que hoy se considera más maduro.<sup>6</sup> Los países de ambos grupos tuvieron altas tasas de crecimiento y algunos economistas los consideraron ejemplo para otros países en desarrollo, por el éxito de las políticas económicas fundadas en mayores vínculos con el exterior.

Corea del Sur,<sup>7</sup> miembro de la OCDE y quinto país afectado directamente por la crisis financiera, es mucho más grande, en términos económicos, que los de la ASEAN-4: en 1995 su PIB fue casi equivalente al producto conjunto de estos últimos, y su pro-

4. Más conocida por la sigla ASEAN, de su nombre en inglés (Association of South-East Asia Nations), la Asociación se fundó en 1967 como segundo arco anticomunista en el Sudeste Asiático. Esta finalidad se perdió de modo progresivo con la distensión y desaparición con el colapso de los países comunistas y el mejoramiento de las relaciones entre China y Occidente. La constituyen siete naciones desde su creación: Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Singapur. Este último, una ciudad-Estado de casi tres millones de habitantes, tenía en 1995 un PNB de 79 831 millones de dólares y un producto per cápita de 26 730 dólares, el más alto de los países de la Asociación. Brunei Darussalam, miembro desde 1984, cuando se independizó del Reino Unido, tiene 285 000 habitantes, con un ingreso per cápita de más de 9 000 dólares. Vietnam, que apenas se integró en 1995, es en términos de ingreso per cápita el más pobre, con tan sólo 240 dólares. Banco Mundial, *World Bank Atlas 1997*, Washington, 1997, pp. 36-37.

5. En 1995 Indonesia tenía un PNB de 190 105 millones de dólares, un PIB per cápita de 980 dólares y un coeficiente de apertura (comercio/PIB) de 53%. Malasia tenía un PNB de 78 321 millones de dólares, un PIB per cápita de 3 890 dólares y un coeficiente de apertura de 194%. Filipinas tenía un PNB de 71 865 millones de dólares, un PIB per cápita de 1 050 dólares y un coeficiente de apertura de 80%. Banco Mundial, *op. cit.*, pp. 36-37.

6. Los tres primeros países formaron el primer arco anticomunista, informal en términos de las relaciones económicas internacionales, constituido desde la guerra de Corea sobre la base de la organización regional en torno de Japón. Estos países, amén de recibir apoyos directos, se beneficiaron de los planes para la reconstrucción japonesa. Desde entonces han seguido una suerte política divergente, en especial Hong Kong, Taiwan, reclamados por China, y Corea del Sur.

7. En 1995 Corea del Sur tenía un PNB de 435 137 millones de dólares, un PIB per cápita de 9 700 dólares y un coeficiente de apertura de 67%. El PNB agregado de los países del ASEAN-4 era de 499 921 millones de dólares. Banco Mundial, *op. cit.*, pp. 36-37.

ducto per cápita más que duplica el del Malasia, el más alto de la ASEAN-4.

La vinculación de estos cinco países asiáticos con el exterior es semejante al de México, el más abierto de los países latinoamericanos “grandes”, el cual en ese mismo año tuvo un coeficiente de apertura de 48 por ciento.

La cronología de la crisis abarca cinco períodos:<sup>8</sup> el primero de enero a abril de 1997; de mayo a principios de julio el segundo; de principios de julio a mediados de octubre el tercero; el cuarto de mediados de octubre a mediados de febrero de 1998, y el quinto, de mediados de febrero a junio de este último año.

### Incubación de la crisis, de enero a abril de 1997

En enero y febrero de 1997 el baht tailandés sufrió severas presiones que aumentaron la desconfianza sobre la capacidad de las autoridades de Tailandia para sostener la tasa de cambio. Este país padecía un cuantioso déficit en cuenta corriente, y en la creciente deuda externa predominaban los vencimientos de corto plazo. Además los precios de los bienes raíces se habían elevado y el país sufría la erosión de su competitividad como resultado de la apreciación del dólar frente al yen.<sup>9</sup>

Como en 1996, el gobierno logró contener las presiones al intervenir en los mercados de divisas, de contado y futuros,<sup>10</sup> y mediante el aumento temporal de la tasa de interés. Sin embargo, el Fondo indicó que los mercados consideraban insuficientes las medidas, en especial las orientadas a corregir la defec-tos del sistema financiero; por este motivo la bolsa continuó la caída que había empezado a principios de 1996.

Los otros países de la ASEAN-4 no sufrieron perturbaciones. Indonesia y Filipinas habían resultado menos afectados por la caída de las exportaciones. Los déficit en cuenta corriente de estos dos países y de Malasia eran pequeños. A principios de 1997 sus monedas sufrían todavía presiones al alza y sus bolsas se mantenían altas. En la medida en que la situación empeoró, la cotización de las acciones comenzó a caer, en especial en Malasia y Filipinas.

La bolsa coreana tenía una tendencia a la baja desde mediados de 1996 y su cuenta corriente se deterioró durante ese año.

8. Esta periodización se funda parcialmente en la que propuso el Fondo a fines de 1997. FMI, *Advance Copy World Economic Outlook. Interim Assessment*, Washington, diciembre de 1997, pp. 26 y siguientes.

9. La cotización del dólar pasó de 84 yenes, en abril de 1995, a 126 yenes en abril de 1997. Después de la recuperación de esta moneda, que duró hasta principios de 1998, reanudó su caída hasta los 145 yenes en junio. *Economic and Financial Prospects*, Swiss Bank Corporation, varios números.

10. La intervención de las autoridades monetarias, en sentido restringido, consiste en operaciones de compraventa en los mercados monetarios, a la vista y futuros, con el propósito de mantener o alcanzar objetivos definidos. En el mercado de cambios la intervención procura mantener la cotización del cambio, actual y futuro, es decir, la cantidad de moneda nacional que debe entregarse por la moneda extranjera; por el contrario, la intervención puede perseguir modificarla, procurando conducirla a un tipo de cambio objetivo.

La fragilidad del sector corporativo y la débil demanda interna, a pesar de las sanas finanzas públicas, empeoraron el cuadro. Sin embargo, a diferencia de los países de la ASEAN-4, Corea del Sur tenía tasas de cambio más flexibles, lo que permitió que el won se devaluara frente al dólar. Por otra parte, su sistema financiero era menos abierto y, por tanto, menos vulnerable.

En el resto del mundo los mercados financieros mantuvieron su tendencia alcista, tanto en los países avanzados como en las naciones en desarrollo, después de una pequeña corrección en marzo por el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos y por el temor de un ulterior aumento en las tasas de interés.

### **Crisis en Tailandia: de mayo a comienzos de julio de 1997**

A principios de mayo arreciaron los ataques contra el baht. El banco central tailandés intervino en vano. Además introdujo controles a las transacciones de capital y el mercado cambiario para contener los flujos entre los mercados interno y externos y aumentó las tasas de interés. Estas medidas tampoco restauraron la confianza y las presiones contra la moneda continuaron en junio. Los países vecinos del ASEAN-4 sufrieron limitados efectos de derrame<sup>11</sup> que restringieron mediante intervenciones e incremento en las tasas de interés. Malasia además limitó los canjes (*swaps*) de moneda vinculados a transacciones comerciales.

Finalmente, el egreso continuo de capitales obligó a Tailandia a abandonar el régimen de vinculación estable de su moneda con el dólar a principios de julio, y el baht cayó de manera significativa, lo que reforzó las dudas sobre la sostenibilidad de los regímenes cambiarios de los otros países de la ASEAN-4.

Las repúblicas Checa y Eslovaca sufrieron contagios. Como Tailandia, sufrían déficit abultados en cuenta corriente y sus monedas estaban sobrevaluadas, por lo que comenzaron a sentir fuertes presiones.

Sin duda a esta dinámica contribuyó el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, al aumentar el rendimiento de los bonos japoneses y recuperarse de modo considerable el yen; tales factores disminuyeron el atractivo de endeudarse en Japón para financiar consumo e inversión en otros países. Los inversionistas internacionales, en especial los bancos comerciales, los de inversión y los fondos de cobertura cambiaria (*hedge funds*) desempeñaron, según el Fondo, un papel importante. Éste consistió en que a semejanza de los inversionistas nacionales, adoptaron posiciones cortas frente al baht,<sup>12</sup> porque se sintie-

ron seguros ante el empleo del tipo de cambio fijo como ancla nominal, la debilidad de los fundamentos económicos y los costos relativamente bajos del financiamiento interno. Las dos repúblicas centroeuropeas mencionadas consiguieron sortear la crisis por contagio sin mayores consecuencias.

Sin embargo, al parecer la confianza se conservó en los mercados financieros mundiales. Disminuyó la preocupación sobre un mayor endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y mejoraron las expectativas de que la unión económica y monetaria europea comenzaría en la fecha prevista con una amplia participación inicial.<sup>13</sup> Con excepción de los bonos japoneses, el rendimiento de los demás disminuyó y se obtuvieron ganancias adicionales en las bolsas de los países avanzados y de los llamados mercados emergentes, en especial las de América Latina e incluso algunas de Asia. En Corea del Sur la preocupación por las quiebras corporativas persistió, aunque el aumento en las exportaciones y el menor déficit en cuenta corriente mejoraron el panorama.

### **Extensión de la crisis a los otros países de la ASEAN-4: inicios de julio a mediados de octubre de 1997**

El peso filipino fue la siguiente víctima. Filipinas, con un régimen de tipo de cambio vinculado *de facto* al dólar, intentó defender su moneda mediante intervenciones e incrementos de las tasas de interés. El 11 de julio depuso su objetivo al permitir la flotación e imponer restricciones a la venta de contratos a futuro<sup>14</sup> a los no residentes en un intento por evitar la especulación. El Fondo prorrogó y aumentó un acuerdo de servicios ampliado que tenía con este país. También a mediados de julio las autoridades malayas devaluaron el ringgit y aumentaron la tasa de interés.

La rupia indonesia, mientras tanto, caía a los mínimos de una banda de intervención, que tuvo que ampliarse de 8 a 12 por ciento. Las presiones no disminuyeron y desde mediados de agosto las autoridades indonesias dejaron flotar su moneda. Para entonces el baht tailandés había caído 18% frente al dólar, mientras que las monedas de Indonesia, Malasia y Filipinas se depreciaron en promedio 10%. En los siguientes dos meses la situación empeoró. El Fondo destaca dos motivos: por una parte, la preocupación por el efecto de las devaluaciones y de las

moneda que espera que se devalúe y, simultáneamente, trata de incrementar sus activos denominados en la moneda que, según sus expectativas, se revalorará.

13. Esperanzas que se confirmaron el 2 de mayo de 1998 con la resolución adoptada por el Parlamento Europeo de que serían 11 de los 15 países de la Unión Europea los que se adhirieran a la Unión Económica y Monetaria. Sólo permanecerán fuera Grecia, porque no satisfizo los criterios de convergencia, aunque espera hacerlo para el año 2001, y el Reino Unido, Suecia y Dinamarca, por decisión propia. FMI, *World Economic...*, *op. cit.*, pp. 22 y siguientes.

14. Este arbitraje temporal consiste en un contrato mediante el cual se compra moneda extranjera para ser entregada en un futuro determinado, al tipo de cambio actual o al tipo de cambio futuro.

11. Los efectos de derrame de una crisis financiera se distinguen de los efectos de contagio porque, mientras que los primeros ocurren entre países con vínculos económicos significativos, los últimos se dan entre naciones que aparentemente no tienen relaciones económicas importantes. Dónde está la frontera es cuestión de debate.

12. Un actor en el mercado de cambios toma una posición corta cuando, en general, procura aumentar sus pasivos denominados en la

altas tasas de interés en los resultados de las corporaciones y de las instituciones financieras, muy apalancadas;<sup>15</sup> por otra, la imposición de controles a las salidas de capitales o la amenaza de que se adoptaran.

A mediados de septiembre Tailandia firmó con el FMI un programa por 3 900 millones de dólares. Los recursos del rescate, en el que participaron otros países e instituciones internacionales, llegó a los 13 000 millones de dólares.<sup>16</sup>

Los fondos de inversión<sup>17</sup> pudieron haber desempeñado un papel en la crisis del baht, aunque no muy grande según el FMI. Además, influyeron los inversionistas residentes que buscaron cubrir sus exposiciones en divisas. La mayor presión contra la moneda tailandesa y otras divisas del grupo de la ASEAN-4 al parecer provinieron de los bancos comerciales y de inversión, así como de los fondos de pensión.<sup>18</sup> A mediados de octubre las monedas de Indonesia y Tailandia habían caído más de 30% frente al dólar y las de Malasia y Filipinas más de 20%. Las bolsas también se desplomaron en agosto, antes de estabilizarse en septiembre, en términos de la respectiva moneda nacional.

Con la agudización de la crisis aumentó la intensidad y el alcance del derrame hacia otros países asiáticos, lo que refleja el temor por los efectos adversos de las devaluaciones de los países asiáticos en la competitividad de otros países en desarrollo, así como por la fragilidad de los sistemas financieros de los países afectados. Los dólares de Singapur y Taiwan cayeron moderadamente en julio y el de Hong Kong resintió presiones por un tiempo a principios de agosto, sin que ello amenazara el régimen de consejo monetario.

Las bolsas de Hong Kong y Taiwan alcanzaron su nivel máximo en agosto, antes de caer durante septiembre a medida que las tasas de interés nacionales aumentaban para enfrentar las presiones en los mercados de cambio. Los bonos internacionales

15. Se denomina apalancamiento al endeudamiento de una empresa con propósitos de crecimiento. Cuando aumenta la tasa de interés, la importancia de la deuda respecto de los activos se modifica y, por consiguiente, se deteriora la situación financiera de la empresa. El mismo efecto tiene un aumento en la tasa de cambio cuando la deuda es externa. Un banco o una empresa no financiera que opera en un país que devalúa, apalancada en el exterior, sufre un incremento, en moneda nacional, de la deuda previamente contratada y denominada en divisas.

16. FMI, *Boletín*, vol. 26, núm. 17, p. 283, y vol. 26, núm. 16, p. 259, Washington, 1997. En este primer paquete sólo participaron estados asiáticos, los cuales tienen un sistema de soporte de liquidez de los bancos centrales fundado en la recompra de valores del Tesoro de Estados Unidos, lo que denota la dependencia de la región respecto del dólar (*Boletín*, vol. 26, núm. 20, Washington, 1997, p. 351).

17. Los fondos de cobertura cambiaria son sociedades de inversión que operan internacionalmente fondos de gran magnitud en varios países, por lo general con no más de cien inversionistas, y están domiciliadas fuera del país donde residen sus socios.

18. Los fondos de pensión se constituyen con las aportaciones acumuladas para la seguridad social y el retiro de los trabajadores de los países avanzados. Al parecer estos fondos fueron los principales responsables de los flujos internacionales de capital durante los primeros años del decenio de los noventa.

emitidos por los prestatarios asiáticos subieron sus tasas, en particular los de Corea del Sur y de los países de la ASEAN-4, epicentro de la crisis.

Fuera de la región la repercusión continuó siendo limitada. En los mercados maduros las bolsas siguieron subiendo, excepto en Japón. Los rendimientos de los bonos mantuvieron su tendencia a la baja, antes de que se recuperaran en agosto, por el temor de que la política monetaria en Estados Unidos se volviera más restrictiva en virtud de un crecimiento excesivo, así como por expectativas de aumentos en las tasas de interés alemanas. Los rendimientos altos de los bonos en agosto duraron poco y las bolsas reanudaron su crecimiento hasta principios de octubre, lo que a su vez aumentó la inquietud por la sobrevaluación de las acciones. A pesar de lo anterior los mercados financieros mundiales no padecieron la crisis, que permaneció confinada al este de Asia.

### **Clímax de la crisis: de mediados de octubre de 1997 a mediados de febrero de 1998**

La tendencia a la baja de los mercados se agudizó desde mediados de octubre. Crecían la incertidumbre política y las dudas sobre el saneamiento del sistema financiero en Tailandia. En Malasia los recortes en los gastos públicos, en especial para infraestructura, parecieron insuficientes. Las monedas de los países de la ASEAN-4 continuaron devaluándose y las cotizaciones en las bolsas siguieron descendiendo hasta fines de año.

El 5 de noviembre el FMI aprobó un acuerdo trienal en DEG para Indonesia por 10 000 millones de dólares, parte de un paquete por un total de 23 000 millones en el que participaron el Banco Mundial, el Banco Asiático de Desarrollo y otros prestatarios.<sup>19</sup>

Las presiones en los mercados cambiarios de la región aumentaron. A mediados de octubre las autoridades de Taiwan dejaron de intervenir para sostener su dólar, el cual cayó 6%. En Hong Kong, debido al régimen de consejo monetario,<sup>20</sup> sólo se instrumentaron incrementos en las tasas de interés y en los premios en las cotizaciones de futuros, adoptados en medio de especulaciones sobre la sostenibilidad del régimen. En tres días la bolsa perdió 23 por ciento.

En Corea del Sur los ataques al won se redoblaron a fines de octubre, y las acciones volvieron a caer pronunciadamente. Ello reflejaba la desconfianza de que la excesiva deuda corporativa pudiera solucionarse y la percepción de que el sistema financiero tenía cada vez más dificultades para renovar sus préstamos externos. Después de una firme pero breve defensa las autoridades decidieron ampliar la banda de fluctuación de 4.5 a 20 por

19. FMI, *Boletín*, vol. 26, núm. 21, y núm. 20, p. 337, Washington, 1997. En este paquete participaron también estados industrializados ajenos a la región.

20. En el régimen de cambio de consejo monetario, la garantía de la estabilidad de un tipo de cambio definido se funda en el respaldo de cada una de las unidades de moneda nacional de la base monetaria por reservas de la divisa a la que está vinculada la moneda nacional.

ciento a fines de noviembre y solicitar el apoyo financiero del FMI. Éste contribuyó con un acuerdo trienal en DEG por 21 000 millones de dólares, mayor que el crédito por 17 000 millones que otorgó a México a principios de 1995. En el rescate participaron también el Banco Mundial, con un compromiso de desembolso hasta por 10 000 millones; el Banco Asiático de Desarrollo, por un máximo de 4 000 millones y una segunda línea de defensa de hasta más o menos 20 000 millones ofrecida por varios países industriales. Además, un grupo de bancos de inversión y comerciales ofrecieron refinanciar 15 000 millones.<sup>21</sup>

En las negociaciones internacionales de septiembre a diciembre de 1997 se convinieron programas de asistencia internacional y de reestructuración de la deuda, y se logró que los países afectados adoptaran programas de ajuste macroeconómico y estructural. La gravedad de la crisis se subestimó: las perturbaciones prosiguieron, aunque las devaluaciones se moderaron. El programa que Indonesia acordó con el Fondo en noviembre tuvo que revisarse a mediados de enero y a principios de mayo de 1998. Ello frenó el proyecto indonesio para cambiar a un régimen de consejo monetario que el FMI rechazaba porque, desde el punto de vista de los mercados monetarios y financieros globales, se perdería libertad al suprimirse el fusible de la política monetaria.<sup>22</sup> Varios economistas ajenos al Fondo también se opusieron.<sup>23</sup> Tailandia recurrió al FMI para flexibilizar el programa de apoyo de septiembre.

En los demás mercados emergentes las bolsas cedieron bruscamente a fines de octubre y principios de noviembre, sobre todo las que habían tenido ganancias importantes a principios de año. Los mercados de títulos de deuda registraron grandes pérdidas y los márgenes sobre los bonos Brady aumentaron en rangos desconocidos desde fines de 1996. En América Latina el real brasileño se enfrentó a fuertes presiones, en parte por el temor de que las devaluaciones en Asia pudieran restar competitividad a Brasil, lo que provocaría un deterioro aún mayor en sus cuentas externas. Las autoridades reaccionaron de manera rápida: duplicaron las tasas de interés oficial y anunciaron, a mediados de noviembre, un gran paquete de medidas fiscales que aplacaron a los mercados. También en Argentina, sujeta a consejo monetario, aumentaron las tasas de interés en noviembre, más que en México, aunque poco después regresaron a su nivel precedente. En México, en cambio, el peso se devaluó 7% y las tasas de interés se mantuvieron altas.

La resonancia de la crisis asiática en Grecia, Rusia y Ucrania provocó drásticos aumentos de las tasas de interés. Los efectos derivados del retiro de fondos coreanos pueden haber contribuido a presionar las cotizaciones. En Rusia, después de ataques al rublo, la tasa de interés oficial aumentó 7% a principios de noviembre, mientras la bolsa caía 20%. Las autoridades anuncia-

ron que la banda de intervención para 1998 se ampliaba de 10 a 30 por ciento, a pesar de lo cual se mantuvieron las presiones sobre el rublo en diciembre y hubo nuevos aumentos en la tasa de interés.

Los flujos financieros a los mercados emergentes alcanzaron su mayor cuantía en el segundo y el tercer trimestres de 1997. El volumen de nuevos bonos emitidos por países no asiáticos se mantuvo hasta octubre, en concordancia con la interpretación de que, hasta ese momento, la crisis asiática no había afectado de manera significativa el acceso de otros países en desarrollo a los mercados de capital. En noviembre, en cambio, sobrevino una caída severa del flujo a los países en desarrollo y se suspendió la emisión de nuevos bonos. La volatilidad de los mercados financieros mundiales se mantuvo durante noviembre, en perjuicio sobre todo del flujo de fondos hacia Asia. El FMI preveía que éstos se mantendrían deprimidos si los países afectados de manera directa o indirecta adoptaban políticas adecuadas. Según los cálculos de ese momento, en 1997 y 1998 serían menores que en 1996 y similares a los de 1995, cuando habían caído a causa de la crisis mexicana.

Las bolsas de los países avanzados, excepto Japón, que habían mantenido su tendencia al alza, fueron finalmente afectadas por la crisis asiática y cayeron hasta 7% a fines de octubre. A ello contribuyó sin duda la expectativa de correcciones a la baja. Sin embargo, con excepción de Japón, las bajas en los principales mercados accionarios duraron poco y a principios de diciembre habían recuperado sus altos niveles de mediados de octubre. La huida generalizada hacia la seguridad provocó que disminuyeran los rendimientos en los bonos de los mercados maduros, en especial en Estados Unidos, a pesar de su rápida expansión económica. Incluso en Canadá y en varias naciones de la Unión Europea, donde se incrementaron de modo moderado las tasas oficiales de interés, el rendimiento de los bonos cayó. El franco suizo se fortaleció hacia fines de octubre, lo que confirmó su función de refugio.

En Japón el rendimiento de los bonos descendió a nuevos mínimos, tal como ocurría en los demás países avanzados, pero, en contraste con ellos, la cotización de las acciones japonesas bajó 15%. En esta caída se manifestaba no sólo el derrame de la crisis de los cinco países directamente afectados, sino también la sobreexposición del sector bancario, la desfalleciente recuperación de la demanda interna y el débil crecimiento de este país. Además, el deterioro económico en la región contribuyó a debilitar la posición financiera de los bancos japoneses. Por este motivo éstos perdieron voluntad y capacidad para renovar sus préstamos, con lo que se agudizó aún más la restricción financiera de las otras economías asiáticas.

### **La situación se estabiliza: desde mediados de febrero a junio de 1998**

Los cálculos de diciembre del FMI respecto a los flujos financieros hacia los mercados emergentes durante 1997 se quedaron cortos. A fines de enero de 1998 se informó que en ese año

21. FMI, *Boletín*, vol. 26, núm. 23, p. 385, y vol. 27, núm. 1, p. 1, Washington, 1997 y 1998.

22. FMI, *Boletín*, vol. 27, núm. 2, p. 17, y vol. 27, núm. 9, p. 141, Washington, 1998.

23. Robert Kuttner, "Currency Boards: a Bad Idea that Just Won't Go Away", *Business Week*, marzo de 1998, p. 9.



*Hay serios problemas  
estructurales en los  
países asiáticos que se  
revelan en la crisis  
financiera y que  
requieren una  
modificación de políticas*

---

aquéllos habían sido de 200 000 millones de dólares, casi un tercio menos que los 295 000 millones en 1996; la caída correspondió totalmente a las economías emergentes de los países asiáticos.<sup>24</sup> En ese año en las cinco economías afectadas hubo una salida neta de capital privado de 12 000 millones, contra un ingreso en 1996 de 93 000 millones; la inversión extranjera directa se mantuvo en torno a los 7 000 millones de dólares. Por el contrario, los flujos oficiales a los países en crisis aumentaron de prácticamente nada en 1996 a 27 000 millones, como consecuencia de la asistencia bilateral y multilateral requerida. El déficit en cuenta corriente disminuyó 30 000 millones gracias a que la competitividad aumentó por las devaluaciones y los ajustes internos; empero, ello no fue suficiente para compensar el deterioro en la cuenta de capital, con la consiguiente pérdida de reservas por 23 000 millones de dólares.

Se prevé que en 1998 los flujos netos privados hacia el conjunto de los mercados emergentes serán de sólo 170 000 millones, en lo fundamental como adquisición de acciones, y sobre todo en naciones fuera de Asia. Las economías afectadas en el este de Asia tendrán un superávit en la cuenta corriente de 20 000 millones, una caída de 5% en el PIB real y un notable aumento de la inflación. Ello si resultan eficaces los programas externos de apoyo y los internos de ajuste y reforma estructural.

En todo caso, las monedas de los países del epicentro de la crisis tuvieron una drástica devaluación frente al dólar y al yen de enero de 1997 a marzo de 1998: la indonesia, 73.9 y 70.6 por ciento, respectivamente; la malaya, 32.3 y 23.5 por ciento; la filipina, 31 y 22; la tailandesa, 37.5 frente a ambas, y la coreana,

39 y 31 por ciento.<sup>25</sup> Desde fines de 1997 las afirmaciones del gobierno chino de que sostendrá su moneda y las posteriores manifestaciones de las autoridades rusas en el mismo sentido buscan, junto con los esfuerzos de los organismos financieros internacionales, establecer un ambiente que aleje el peligro de que los países en desarrollo y los que están en transición se precipiten en una espiral de devaluaciones competitivas.

Desde mediados de febrero de 1998 pero sobre todo después de la revisión del programa indonesio en mayo, las condiciones parecieron estabilizarse. Las negociaciones entre los organismos internacionales, los estados donantes, los gobiernos y los sectores dominantes de los países directamente afectados por las crisis estaban resueltas en lo fundamental. Además, había la disposición a modificarlos si era menester. La situación económica en Estados Unidos y Europa y el cada vez menos eludible compromiso de Japón en la zona garantizaban recursos suficientes como para atender requerimientos futuros.

Camdessus afirmó que los nuevos programas avalados por el FMI eran distintos de los anteriores porque no preconizaban medidas de austeridad para restablecer el equilibrio macroeconómico, sino reformas estructurales de las prácticas financieras internas, la cultura empresarial y la gestión pública, con el objetivo de restablecer la confianza del mercado.<sup>26</sup>

La conjura para transferir el costo de la desorbitada expansión del crédito a los pueblos asiáticos afectados se había concluido. Restaba instrumentar los acuerdos mediante una mezcla variable de convencimiento de lo inevitable de los ajustes y de represión, según la docilidad popular.

Mediante el aumento de las tasas de interés y de devaluaciones moderadas parecían haberse frenado en América Latina las consecuencias de la crisis asiática; sin embargo, los créditos a la región habían disminuido de modo notable y las bolsas se mantenían deprimidas. Además, el desplome del precio de las materias primas, en especial el petróleo, mermó el desempeño de las economías exportadoras del hidrocarburo.

Los países avanzados no resintieron efectos significativos. Incluso las economías estadounidense y británica parecen haberse beneficiado: de modo directo por la disminución del precio de las importaciones como resultado de las devaluaciones de las monedas de los países en crisis; de manera indirecta por la caída del precio internacional de los bienes primarios, al disminuir la demanda en la región afectada. Los temores de rebrotes inflacionarios en economías que se incrementan por encima del crecimiento potencial se redujeron. En fin, a pesar del efecto depresivo en la economía mundial y de la transferencia de las cargas a los países en desarrollo, en especial de los afectados, el peor momento de la crisis parece haber pasado.

Japón puede parecer una excepción, pero la atonía de su economía es anterior a la reciente crisis financiera, aunque pudo haberla agravado. Ha dado también motivo para reforzar las presiones de países industrializados, sobre todo Estados Unidos,

25. FMI, *World Economic...*, *op. cit.*, cuadro 7: Recent Exchange Rate Movements on Bilateral and Multilateral Bases, p. 50.

26. FMI, *Boletín*, vol. 27, núm. 4, Washington, 1998, p. 49.

24. FMI, *Boletín*, vol. 27, núm. 3, Washington, 1998, p. 35.

para que el gobierno emprenda reformas estructurales profundas para rehacer el capitalismo en Japón.

#### LAS INTERPRETACIONES DE LA CRISIS FINANCIERA EN EL ESTE DE ASIA

El FMI considera que la crisis obedeció a factores internos y externos. Entre los primeros señala el sobrecalentamiento, que se manifestó en grandes déficit externos y en inflación de los precios de bienes inmobiliarios y de las acciones; segundo, un régimen de cambio de vinculación estable, que se mantuvo demasiado tiempo, que impedía responder al sobrecalentamiento y que se consideró garantía implícita del valor del cambio; todo ello promovió el endeudamiento externo, con frecuencia a corto plazo, y provocó que los sectores corporativo y financiero quedaran demasiado expuestos al riesgo. Tercero, la débil gestión y el pobre control de riesgos en los sistemas financieros, la laxitud en las reglas prudenciales, la supervisión inadecuada y los préstamos asociados y orientados por los gobiernos que condujeron al agudo deterioro en la calidad de la cartera de préstamos bancarios. Cuarto, problemas de disponibilidad de información y falta de transparencia, que impidieron a los participantes en el mercado tener una visión realista de los fundamentos económicos y, quinto, problemas de incertidumbre política y gubernamental que exacerbaron la crisis de confianza, la renuencia de los acreedores externos a renovar los préstamos de corto plazo y a atenuar las presiones en los mercados monetarios y de acciones.

Entre los factores externos identifica, primero, los grandes flujos de capital privado a los mercados, en gran medida porque los inversionistas internacionales subestimaron riesgos en búsqueda de altos rendimientos, pues las oportunidades de inversión eran menos redituables en Japón y Europa debido a que se necesitaban bajas tasas de interés para alentar el crecimiento; segundo, con tasas de cambio vinculadas al dólar, las amplias variaciones en la relación entre el yen y el dólar de 1994 a 1997 contribuyeron a la crisis mediante mermas insostenibles en la competitividad, en especial la asociada con la apreciación del dólar desde mediados de 1995, lo que encareció las exportaciones en varios países de la región en 1996 y 1997. Tercero, los inversionistas internacionales, principalmente los bancos comerciales y de inversión, al igual que los residentes que buscaban cubrir sus posiciones en divisas, pueden haber contribuido en algunos casos a presionar las monedas amenazadas. Los fondos parecen haber desempeñado un papel importante sólo en el caso del bath tailandés.

Asimismo, la tardanza en instrumentar políticas apropiadas agravó la crisis. Tanto Tailandia como Corea del Sur solicitaron asistencia cuando casi se habían quedado sin reservas. Aunque Indonesia recurrió al Fondo antes, las demoras y las dificultades políticas para instrumentar el programa inicial convirtieron a la crisis de este país en la de más difícil gestión.<sup>27</sup>

27. FMI, *World Economic...*, *op cit.*, pp. 4 y ss. La influyente opinión de Stanley Fisher en la posición del Fondo, en FMI, *Boletín*, vol. 27, núm. 2, p. 21, y vol. 27, núm. 7, p. 97, Washington, 1998.

Quizá el primer factor indicado por el FMI podría considerarse sistémico; cabría esperar alguna interpretación sobre el ciclo económico en el capítulo 3 del *World Economic Outlook* de mayo de 1998, titulado "The Business Cycle, International Linkages, and Exchange Rates in the Advanced Economies". Sin embargo, no la hay, lo que invita a pensar, si se consideran los demás factores, que el FMI interpreta el episodio en términos de la racionalidad con que operan los agentes.

Para Sachs<sup>28</sup> y también para Dean,<sup>29</sup> los agentes privados se caracterizan por conductas de racionalidad limitada que a menudo, como en el caso de la crisis asiática, degeneran en la imitación irreflexiva de los demás. Sus conductas impulsivas, que hacen temblar los cimientos de los mercados financieros, nada tienen que ver con los fundamentos económicos sanos en el caso de Asia.

Por el contrario, autores como Krugman<sup>30</sup> y Mishkin,<sup>31</sup> el primero de los cuales modela sobre la base de previsión perfecta de los agentes privados, como simplificación de la capacidad que les atribuye de racionalidad completa, sostienen que hay serios problemas estructurales en los países asiáticos que se revelan en la crisis financiera y que requieren una modificación de políticas.

Las consecuencias de una y otra interpretación son distintas. Si se considera que los agentes privados se caracterizan por una conducta imitativa que denota racionalidad limitada, el problema de la crisis financiera en Asia es de iliquidez. La política de apoyo público, interno y externo, debe ser ilimitada e incondicional hasta el momento en que los agentes privados adviertan que las cosas, en el fondo, no andan mal. Los capitales retornarán y todo seguirá bien, como hasta entonces, sin necesidad de cambios políticos importantes. Así, la crisis financiera causada por expectativas irracionales de los agentes privados es interrumpida por las instituciones estatales, cuyas políticas, determinadas de manera racional, buscan convencer a los agentes de que su punto de vista es equivocado. Para ello fungen como prestamistas de última instancia con capacidad para compensar de manera ilimitada la interrupción y posterior depresión del crédito privado. En el caso de que las políticas públicas respondan, por el contrario, a las mismas motivaciones que tienen los agentes privados, no harán más que reforzar la espiral descendente, transformando la crisis de iliquidez en una de insolvencia.

28. Jeffrey Sachs, "IMF Is a Power Unto Itself", *Financial Times*, 11 de diciembre de 1997.

29. James Dean, "Why Left-Wing Moralists and Right-Wing Academics Are Wrong About Asia.", *Challenge*, vol. 41, núm. 2, Sharpe, Inc., marzo y abril de 1998.

30. Paul R. Krugman, "Currency Crisis", National Bureau of Economic Research Conference, octubre de 1997, <<http://web.mit.edu/krugman/www>>, y "Fire-sale FDI", National Bureau of Economic Research Conference on Capital Flows to Emerging Markets, 20-21 de febrero de 1998 <<http://web.mit.edu/krugman/www>>.

31. Frederic S. Mishkin, *Understanding Financial Crisis: a Developing Country Perspectives*, Working Paper 5600, National Bureau of Economic Research, Cambridge, mayo de 1996.



Si, por el contrario, se considera que los agentes privados tienen una conducta básicamente racional, la crisis es el resultado de defectos de política. En esta interpretación los aspectos no racionales de la conducta económica se atribuyen al Estado. La deficiencia de la política económica fue haber creado las condiciones para prácticas de selección adversa<sup>32</sup> y de riesgo moral,<sup>33</sup> en particular en el sistema financiero. Según esta interpretación, lo procedente es modificar la política económica. Sin embargo, aun admitiendo que ésta se debe cambiar, falta todavía identificar en cuáles aspectos. Los países asiáticos que afrontaron la crisis parecen haber tenido en común sistemas financieros, tanto bancario como no bancario, que operaban en condiciones de riesgo moral que hacían inevitable la expansión irresponsable del crédito y la consiguiente crisis financiera. La modificación de política requiere, en consecuencia, una reforma estructural o microeconómica. Los sistemas financieros deben sanearse para eliminar las condiciones de operación con alto riesgo moral. Esta posición coincide en lo fundamental con la del FMI.

Queda pendiente saber si la política macroeconómica es la adecuada. En el caso de estudio, hay consenso en que la política fiscal era básicamente sana, debido a lo cual no se aconsejaban políticas fiscales restrictivas, como las que suele recomendar el FMI.

La política monetaria, en cambio, es motivo de debate. Tanto Krugman como Mishkin consideran que los países en desarrollo tienen una capacidad muy escasa para definir la política monetaria. Enfrentan la alternativa de adoptar: 1) sistema de consejo monetario, con lo que obtienen tipos de cambio fijos sostenibles a costa de suprimir el crédito neto, o 2) un sistema de tipos de cambio totalmente flexible, mediante el cual pueden mantener tasas de interés relativamente estables sin aspirar a objetivo alguno en el mercado de cambios. En este tenor, el FMI se opone al primer régimen porque *de facto* implicaría la renuncia explícita a una política monetaria autónoma en la medida en que se cancela el elemento de crédito neto.

Por último queda la hipótesis de la conspiración. Con posibilidades de crisis, tanto por la conducta imitativa de la mayo-

32. En un mercado con información asimétrica, la selección adversa ocurre cuando el riesgo por un crédito modifica la evaluación que el prestamista hace del prestatario eventual. El proyecto de inversión de un buen prestatario será valuado, en términos del promedio, por debajo de valor de mercado justo—valor presente del ingreso esperado—, mientras que, por el contrario, el proyecto de inversión de un mal prestatario será valuado por encima del valor de mercado justo. En estas condiciones el sector más importante de la demanda será el de los malos prestatarios, lo que deteriorará más aún las condiciones del mercado de crédito.

33. El riesgo moral ocurre cuando el prestamista, como consecuencia de información asimétrica o de que el costo de prevención del riesgo es muy alto, otorga un préstamo a prestatarios que invierten en operaciones con riesgo tan alto que, si estas circunstancias no se dieran, es decir que el prestamista conociera el riesgo o que el costo de cobertura del riesgo fuera más bajo, el prestamista no otorgaría el préstamo. En el caso de los sistemas financieros, la garantía implícita o explícita de operación del sistema otorgada por el Estado genera una situación de pensión al riesgo moral.

ría de los agentes privados como por la ejecución de sus conductas racionales, grandes especuladores pueden tomar de manera subrepticia una posición corta respecto de la moneda frágil y después precipitar la crisis mediante declaraciones públicas y ventas de ostentación. No parece haber partidarios de esta interpretación sobre la crisis asiática.

Al considerar de manera más amplia la acumulación capitalista, Krugman<sup>34</sup> arremete contra quienes sostienen que en el capitalismo puede haber situaciones de sobreproducción generalizada que requieran de cambios radicales para garantizar la plena utilización de los recursos. Con ello critica a Rifkin<sup>35</sup> y Heilbroner quienes afirman que las crisis financieras se derivan de un entorno de sobreproducción generalizada que amenaza con desestabilizar todo el sistema. Para aquel autor la sola idea de que el capitalismo pueda afrontar una situación de superproducción, con el conocimiento disponible sobre política monetaria y financiera, es simplemente un disparate. De lo bueno ninguna cantidad es suficiente, afirma. Krugman comete aquí un *quid pro quo*. Confunde calidad con cantidad. Como Aristóteles apuntó, lo bueno está inevitablemente delimitado por la cantidad. Nadie puede comer más de lo que necesita. El agua es indispensable para vivir pero, ingerida en exceso, puede ahogar.

No parece, sin embargo, que la crisis financiera asiática vaya a desbordarse. Por el contrario, los mecanismos internacionales de soporte y de contención, tanto regionales como mundiales, funcionaron de modo adecuado aunque requieren algunos ajustes. Las fuerzas dominantes en los países en crisis parecen haber sometido la resistencia interna. La fortaleza del crecimiento en los países avanzados parece también haber contribuido a morigerar la crisis asiática. Los organismos financieros internacionales, como el FMI, han encontrado una oportunidad para acrecentar sus recursos y sus facultades de endeudamiento. Se ha fortalecido también, cuando menos respecto a las crisis financieras en los países en desarrollo, la cooperación de los países del Grupo de los Siete. Al parecer la crisis financiera asiática no generará una situación crítica o un curso deflacionario.

A pesar de todo, el crecimiento económico mundial pasa por una larga fase declinante. Por su parte, los trabajadores del mundo afrontan el deterioro relativo de su ubicación en la sociedad capitalista. Esto se aprecia en su situación económica, por el creciente desempleo, la caída de los salarios o una combinación de ambos; pero también en su situación política, al coartarles sus facultades ciudadanas, por medio de medidas represivas o restándoles influencia en ciertas decisiones, como las relativas a la política monetaria, so pretexto de que son asuntos técnicos que debe resolver personal especializado. El capitalismo goza de buena salud. Para mantenerse en operación, como sus críticos sostienen, debe subutilizar sistemáticamente los recursos que crea. Y, a diferencia del supuesto con que lo consideran sus apologistas, parece estar cada vez más lejos de vaciar los mercados. (2)

34. Paul R. Krugman, "Is Capitalism Too Productive?", *Foreign Affairs*, vol. 76, núm. 5, septiembre-octubre de 1997.

35. Jeremy Rifkin, *La fin du travail*, La Découverte, París, 1996.