

# La "Gran Depresión Asiática" y sus efectos sobre las economías latinoamericanas, con énfasis en Colombia

---

*Israel Fainboim Y.<sup>1</sup>  
Julio César Alonso C.<sup>2</sup>*

## I. INTRODUCCION

En palabras de Bhagwati (1998), las crisis cambiarias, como los gatos, tienen muchas vidas. Cinco años después de los ataques especulativos contra las bandas cambiarias del Sistema Monetario Europeo y tres años después de la crisis de balanza de pagos de México, surgió una nueva crisis en el Este de Asia con algunas características similares. La crisis asiática ha sido de gran intensidad y amplitud, y ha producido efectos de contagio bastante importantes. Los precios bursátiles de la región se desplomaron, las monedas sufrieron fuertes devaluaciones, decenas de empresas y entidades financieras han quebrado, las economías han entrado en recesión y el desempleo ha llegado a niveles sin precedentes en las últimas décadas. El virus asiático contagió a otras naciones, haciendo sentir sus efectos a través de canales financieros en países como Brasil, o por las vías comerciales, en Chile, Venezuela y México,

países cuyas economías se han visto muy afectadas por la caída en los precios de algunas "commodities" (petróleo, cobre, etc.). En algunos países, como Rusia, el impacto ha sido tanto financiero como comercial.

Los efectos de la crisis ya duran un año y probablemente se van a prolongar por dos años más, período que se podría ampliar si se agrava la situación del sistema financiero japonés y se devalúan las monedas en China y Brasil. Por todos estos motivos, no hemos vacilado en calificar esta crisis como la "Gran Depresión Asiática", pues por su profundidad y por sus efectos sobre la economía mundial, ha sido de importancia similar (o incluso mayor) al "crack" norteamericano de 1929-1933<sup>3</sup>.

La crisis, que no fue anticipada, se produjo en el lugar menos esperado para este tipo de eventos. Los países del Este de Asia parecían tener ciertas características especiales, que los hacían inmunes a ataques especulativos contra sus monedas. Su modelo de desarrollo, que se caracterizaba por altas tasas de ahorro y de inversión en capital físico y humano, manejo prudente de las finanzas públicas y orien-

---

<sup>1</sup> Investigador Asociado de Fedesarrollo.

<sup>2</sup> Investigador de Fedesarrollo.

tación externa de sus economías -características que a su vez se habían reflejado en tasas muy altas de crecimiento económico, baja inflación y una fuerte disminución de las desigualdades- se había convertido en el paradigma a imitar por los demás países en desarrollo.

¿Porqué ocurrió esta nueva crisis? ¿Tenía algunas particularidades que no se observaron en crisis anteriores? ¿Se pueden anticipar y evitar? ¿Ponen en

---

<sup>3</sup> Desde el pico del auge hasta el punto más bajo, la Gran Depresión duró 43 meses (agosto de 1929 a marzo de 1933). Entre 1929 y 1932 la producción industrial se desplomó a nivel mundial, cayendo casi 50% en Estados Unidos (país donde además el sector de la construcción enfrentaba una depresión desde hacía casi dos años), cerca de 40% en Alemania, aproximadamente 30% en Francia y 10% en Gran Bretaña. En octubre de 1929 los precios de la bolsa de Nueva York se fueron al piso. Los países desarrollados también experimentaron una importante deflación, de cerca de 25% en Gran Bretaña, un poco más del 30% en Alemania y los Estados Unidos y más de 40% en Francia. El desempleo llegó a niveles inconcebibles, de hasta el 25% en Estados Unidos en 1933 y niveles similares en Alemania. Se produjo una oleada de quiebras bancarias en los Estados Unidos, mal contrarrestadas por la política monetaria del período, que al ser muy contraccionista, contribuyó a agravar la crisis. En América Latina, África y Asia, muchas economías colapsaron como consecuencia de la caída en los precios internacionales de las materias primas de exportación, originada por la fuerte reducción en la demanda de estos bienes por parte de los países desarrollados. El comercio internacional se redujo al mínimo, en gran medida como consecuencia de la imposición de barreras comerciales por los países desarrollados al iniciarse la crisis (Estados Unidos adoptó la tarifa Smoot-Hawley en 1930, altamente proteccionista). Al margen, cabe mencionar que los estudios sobre las causas de la Gran Depresión proporcionan importantes lecciones para el manejo de la crisis asiática. Fuera de las explicaciones monetarias de la depresión (de Friedman y Schwartz), se ha señalado también que las economías desarrolladas no tenían en ese momento la capacidad para contrarrestar la recesión, debido a la ausencia de liderazgo económico a nivel mundial por parte de algún país u organismo multilateral, que impidiera la adopción de políticas proteccionistas y que proveyera crédito para financiar la recuperación (Kindleberger). Esto llevó a que la recesión se convirtiera en depresión. También se ha argumentado que el patrón oro fue el responsable de la propagación internacional de la crisis, al impedir la adopción de políticas monetarias independientes de tipo expansionista (Temin). De hecho, se ha mostrado que las economías que abandonaron más rápidamente el patrón oro fueron las primeras en salir de la crisis.

riesgo la economía mundial y afectan de manera importante a la economía colombiana? ¿Colocan a su vez en crisis todo el modelo de desarrollo asiático? Estas son las preguntas que pretendemos responder (al menos parcialmente) con este artículo. El artículo se divide en cuatro capítulos, además de esta introducción. En el capítulo II se presentan en forma breve las teorías existentes sobre las crisis financieras y cambiarias. En el capítulo III se explican las causas de la crisis asiática y se describen sus características básicas y sus efectos de contagio.

El análisis de la crisis viene precedido de un repaso rápido de algunas de las características estructurales más destacadas de las economías asiáticas (composición del PIB y del comercio exterior, régimen de inversión extranjera, estructura y regulación de los sistemas financieros), pues su conocimiento permite entender mejor las causas de la crisis y algunos de sus efectos.

El capítulo IV resume la discusión sobre las políticas de ajuste y de reforma estructural propuestas por el FMI para la región. Cabe anotar que el tema ha despertado grandes polémicas (de viejo y nuevo cuño) entre algunos de los economistas norteamericanos más prestigiosos (Feldstein, Dornbusch, Stiglitz, Sachs, etc) en relación con aspectos tales como las virtudes de los controles a los movimientos de capitales, las ventajas y desventajas de los diferentes regímenes cambiarios, y el rol apropiado del FMI en estas crisis. El capítulo incluye un resumen de algunas de estas discusiones, apoyándonos en la muy abundante literatura que ha surgido sobre el tema en los últimos meses (y que está disponible, en gran medida, en Internet).

El último capítulo se dedica a examinar en forma más amplia los efectos internacionales de la crisis. En la primera sección se describen los impactos de la crisis sobre cuatro países latinoamericanos (Chile,

Brasil, México y Venezuela) en los años 1997-1998. En la segunda sección, se presentan las proyecciones de cuatro entidades internacionales sobre los efectos de corto y mediano plazo (1998-2000) de la crisis asiática sobre la economía mundial y las economías latinoamericanas: el Banco Mundial, la Cepal, el Instituto para la Economía Internacional y el Instituto de Finanzas Internacionales. Con ello se busca que el lector se haga a una opinión informada y balanceada de estos efectos. Finalmente, la última sección contiene un análisis del impacto de corto plazo de la crisis sobre la economía colombiana, que se apoya en parte en los resultados de algunos ejercicios de simulación realizados con el modelo de equilibrio general de Fedesarrollo y en los resultados de algunos ejercicios econométricos de correlación y de cointegración entre las tasas de crecimiento económico de Colombia y las del resto del mundo.

## II. LAS TEORIAS SOBRE LAS CAUSAS DE LA CRISIS ASIATICA

La crisis asiática ha presentado algunas características que habían sido ignoradas (o consideradas marginalmente) en los modelos tradicionales sobre las crisis de balanza de pagos, desarrollados por Krugman (1979), Flood y Garber (1984) y Obstfeld (1986). Entre ellas se destacan el rol de los intermediarios financieros, el papel que juegan las inversiones especulativas en bienes raíces y en acciones, la importancia del pánico financiero y las formas de contagio internacional de las crisis. Los trabajos recientes de Krugman (1998), Radelet y Sachs (1998) y Miller (1998) han incluido estos nuevos aspectos en los modelos, enriqueciendo considerablemente la capacidad de análisis de estas crisis. En las secciones que siguen se presenta un resumen de los modelos tradicionales y posteriormente se mencionan los temas nuevos que han sido incorporados en las teorías tradicionales.

### A. Las teorías tradicionales de las crisis de balanza de pagos

Krugman (1998) ha señalado que las teorías tradicionales de las crisis *cambiarias* o de *balanza de pagos* se caracterizan por concentrarse casi exclusivamente en el análisis de la evolución de un solo precio, la tasa de cambio, ignorando los precios de otros activos. Krugman (1998) distingue dentro de las teorías tradicionales entre las de primera y las de segunda generación. En las teorías de primera generación, que son de su propia creación, las crisis se originan en políticas macroeconómicas inconsistentes. La expansión crediticia doméstica resultante de la monetización de los déficit fiscales, es inconsistente con el objetivo de mantener una tasa de cambio fija. Las reservas caen gradualmente, hasta que el Banco Central se vuelve vulnerable a un ataque especulativo que agota las reservas y empuja la economía a un régimen de tasa de cambio flotante.

En los modelos de "segunda generación", desarrollados por Obstfeld, "el gobierno escoge defender o no una tasa de cambio fija dependiendo del "trade-off" entre la flexibilidad macroeconómica de corto plazo y la credibilidad de largo plazo. La crisis surge del hecho de que defender la tasa de cambio es más costoso (i.e. requiere tasas más altas de interés) cuando el mercado cree que esta defensa al final fallará en sus propósitos; como resultado de ello, se puede desarrollar un ataque especulativo contra la moneda, ya sea como consecuencia de un deterioro esperado de los "fundamentals", o simplemente a través de una profecía autorealizada" (Krugman {1998}).

### B. Crisis financieras y crisis cambiarias

Para Krugman (1998) las teorías tradicionales son de limitado valor para el análisis de la crisis asiática, pues allí las crisis cambiarias fueron tan sólo una parte de una crisis financiera más amplia, que tenía

poco que ver con los problemas cambiarios o monetarios, o incluso con problemas fiscales. En su opinión es necesario complementar los modelos existentes con dos temas tradicionalmente excluidos de los modelos cambiarios, el del rol de los intermediarios financieros y el riesgo moral asociado con estos cuando están mal regulados<sup>4</sup> y el papel que juegan en las crisis los precios de activos reales como la propiedad raíz. Una regulación que coloca a los intermediarios financieros en una situación de riesgo moral, puede llevar a sobreinversión a nivel agregado y a precios excesivos de estos activos. La combinación de estas circunstancias hace vulnerables las economías a las crisis financieras (y cambiarias).

En las secciones que siguen se describe cómo interactúan estos factores para producir las crisis, resumiendo los aportes recientes de Krugman sobre el tema. Posteriormente se presentan dos explicaciones alternativas de la crisis, basadas en el pánico financiero y en los problemas de coordinación entre bancos, y se proponen algunas hipótesis explicativas en relación con la transmisión internacional de la crisis. En la sección final del capítulo se señalan las implicaciones de política de cada uno de los modelos explicativos de las crisis.

### **1. Riesgo moral y sobre-inversión**

En una situación de riesgo moral para los intermediarios financieros, que se configura cuando existen garantías implícitas o explícitas de los depósitos y el sistema financiero está pobremente regulado (lo que implica, entre otras cosas, reducidas exigencias de capital/activos ajustados por riesgo), se producirá la tendencia a prestar y a invertir los recursos con

base no en las rentabilidades esperadas, sino en las rentabilidades que se observarían en el mejor de los escenarios posibles. Ello se explica por la estructura de incentivos que enfrentan estos intermediarios. Debido a que los depósitos están cubiertos contra riesgos y a que los intermediarios no deben comprometer mucho de su capital en el negocio, operarán bajo un esquema de incentivos "cara gano yo, sello pierdes tú". Ello da lugar a una orientación del crédito y de la inversión de los intermediarios hacia proyectos muy riesgosos y con bajos rendimientos (promedio) esperados (pero con rendimientos máximos posibles muy altos) y a inversión excesiva. Estas distorsiones se puede agravar con la globalización de las economías (apertura de la cuenta de capitales), pues al ofrecerse a los intermediarios financieros el libre acceso al mercado mundial de capitales, se permite que el riesgo moral en el sector financiero se convierta en una sobreinversión aún mayor en proyectos muy riesgosos.

### **2. Riesgo moral y precios de la propiedad raíz**

Si los préstamos e inversiones de los intermediarios financieros se dirigen en gran medida a la compra de activos como la tierra y otros bienes inmuebles, que se supone tienen una oferta inelástica, se producirá una rápida inflación de sus precios, que hace, que la situación financiera de los intermediarios parezca más sólida de lo que es. La inflación a su vez alimenta inversiones especulativas en esos mismos activos. Cuando la burbuja especulativa se revienta, cae el precio de los activos y se deteriora el balance de los intermediarios financieros, que son arrastrados por esta caída. Si la sobreinversión en bienes raíces ha sido alimentada con recursos externos de corto plazo (inversión de portafolio y crédito externo de corto plazo), la crisis financiera puede llevar a su vez a una crisis cambiaria.

---

<sup>4</sup> Un tema desarrollado por Akerlof y Romer (1996), pero sin vincularlo con las crisis cambiarias.



### **3. Pánico financiero**

Una crisis financiera puede surgir simplemente como resultado del pánico, que lleva a que los acreedores retiren repentinamente sus préstamos de corto plazo a todos los deudores, incluyendo los solventes. Los pánicos financieros pueden ocurrir cuando se cumplen tres condiciones (Radelet y Sachs {1998}): i) los pasivos de corto plazo exceden a los activos; ii) no existe un prestamista privado suficientemente importante que pueda ofrecer los créditos necesarios para pagar las deudas de corto plazo; y iii) no hay prestamista de última instancia. En estas circunstancias, es racional que cada prestamista retire sus créditos si otros hacen lo mismo.

### **4. Problemas de coordinación**

La ausencia de coordinación entre prestamistas origina una presión simultánea de estos sobre el prestatario que lo puede llevar a la quiebra, aún cuando sea esta una empresa que vale más como empresa en marcha (Radelet y Sachs {1998}).

### **5. Causalidad bidireccional entre crisis cambiarias y crisis bancarias**

Las crisis bancarias han precedido a la mayoría de las crisis cambiarias observadas en las últimas dos décadas (Kaminsky y Reinhart {1995}). Se ha señalado, sin embargo, que el sentido de causalidad puede ir en ambas direcciones y que hay una importante complementariedad entre la solvencia de los bancos y la estabilidad de la moneda<sup>5</sup> (Miller {1998}).

---

<sup>5</sup> Países como Chile (1982), Argentina (1982 y 1995), Venezuela (1994), México (1994-1995), Finlandia, Noruega y Suecia, experimentaron estos dos tipos de crisis (Miller (1998)).

Miller (1998) cita dos ejemplos en donde la causalidad va de la crisis cambiaria a la financiera. En el primero, un ataque especulativo contra la moneda puede dar lugar a una crisis financiera, si los depósitos bancarios se utilizan para especular. En el segundo ejemplo, una crisis cambiaria puede crearle problemas a un sector bancario vulnerable, si el gobierno defiende la moneda aumentando las tasas de interés.

### **6. Teorías sobre la transmisión internacional de las crisis**

Otro de los aportes interesantes de Miller (1998) al análisis de crisis como la asiática, que ha tenido efectos de contagio importantes, consiste en proveer algunas hipótesis explicativas sobre la transmisión internacional de las crisis. Estas hipótesis se refieren exclusivamente a aquellas situaciones en que una crisis bancaria (cambiaria) en un país puede generar una crisis cambiaria (bancaria) en otro país. Miller proporciona cuatro ejemplos al respecto. En los dos primeros, las corridas bancarias en un país dan lugar a crisis cambiarias en otros países; y en los otros dos casos, las crisis cambiarias en el exterior producen crisis bancarias domésticas. Aunque no todos los ejemplos son estrictamente aplicables a la crisis asiática, se presentan a continuación con el propósito de mostrar la variedad de posibilidades existentes de transmisión internacional de las crisis.

En el primer ejemplo, los bancos de un país (como Japón) son importantes proveedores de crédito a otro país (como Tailandia). Se supone que los tenedores de depósitos en Japón invierten tan sólo en los bancos domésticos y que estos últimos a su vez invierten tanto domésticamente como en el extranjero. Los depositantes japoneses pueden generar una corrida bancaria si creen que otros depositantes piensan retirar todos sus depósitos. En este

escenario, los bancos japoneses querrán repatriar los recursos invertidos en el exterior para cubrir los retiros de depósitos. La creencia por los bancos de que no serán capaces de repatriar todos los recursos antes de que la moneda extranjera se devalúe, lo que produciría una disminución en el valor en moneda doméstica de las inversiones externas, que a su vez causaría que los activos bancarios disminuyeran respecto a los pasivos (insolencia), los lleva a tratar de repatriar rápidamente todas sus inversiones, generando un ataque especulativo contra la moneda extranjera.

En el segundo ejemplo, una corrida bancaria en un país grande en donde no existe prestamista de última instancia y cuyo sistema financiero se ve obligado a suspender temporalmente los pagos, da lugar a que la moneda de ese país (y la extranjera) se venda con un premio a los depositantes domésticos, lo que puede atraer capitales al país. El premium puede atraer tal volumen de capital de un país pequeño, que agota sus reservas y lo fuerza a devaluar.

En el tercer ejemplo, los bancos domésticos otorgan créditos a compañías domésticas que tienen una elevada exposición en el exterior, i.e., que exportan buena parte de su producción, o que tienen filiales en el exterior. Una devaluación de la moneda extranjera y la desaceleración económica que le sigue, pueden reducir considerablemente la capacidad de estas compañías para repagar los créditos, afectando a los bancos domésticos.

El cuarto y último ejemplo considera los problemas de "currency mismatches". Si no hay una adecuada regulación prudencial en relación con la exposición de los bancos en otras monedas, una crisis cambiaria en un país extranjero puede causar una crisis bancaria doméstica. Ello ocurrirá si los portafolios de los bancos no están "currency mismatched" y se tienen más activos que pasivos en la moneda que

se devalúa. Ello también ocurrirá si los ingresos de las empresas se obtienen en moneda extranjera y los créditos están denominados en moneda doméstica.

Fuera de estos casos, existen otras posibilidades de contagio de las crisis, que no están relacionadas con problemas bancarios. Una de ellas se produce a través de los canales comerciales. Las crisis resultan en devaluaciones considerables de las monedas de los países afectados y en contracciones económicas severas, lo que mejora sus balanzas comerciales y empeora las de sus socios comerciales y sus principales competidores. Una segunda forma de contagio se produce vía expectativas de los inversionistas internacionales: la crisis en un país o región despierta temores de crisis en otros países, especialmente en aquellos con tasas de cambio sobrevaluadas y déficits crecientes en la cuenta corriente de la balanza de pagos, generando ataques especulativos contra las monedas de estos últimos.

## ***7. Política económica para enfrentar las crisis financieras y cambiarias***

La respuesta apropiada para enfrentar las crisis financieras y cambiarias depende obviamente de sus orígenes. Si la crisis se originó en un pánico financiero, la respuesta adecuada es la de proteger la economía mediante préstamos de última instancia; si su causa ha sido una burbuja especulativa que explota o el fin de una política de préstamos basada en situaciones de riesgo moral, es mejor evitar los préstamos de última instancia, pues mantienen vivas las inversiones ineficientes (Radelet y Sachs {1998}). Si el origen es un problema de coordinación entre prestamistas, la solución está en sentar en la mesa a prestatarios y prestamistas, para darle al problema una solución ordenada y proporcionarle además capital de trabajo al prestatario (Radelet y Sachs {1998}).

Finalmente, si la crisis se origina en políticas macro-económicas inconsistentes (tasa de cambio fija vs. déficit fiscales persistentes financiados con emisión), lo apropiado es dejar flotar la tasa de cambio para evitar pérdidas adicionales de reservas y corregir las inconsistencias (es decir, hacer ajuste fiscal e impedir la financiación con emisión de los déficit fiscales).

### III. DESCRIPCION Y ANALISIS DE LA CRISIS ASIATICA

La crisis asiática afectó inicialmente mucho más a un sub-grupo de cinco países de la región, conformado por Corea, Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas<sup>6</sup>. De allí que el análisis concentre su atención en estos países, aunque se hace referencia al rol desempeñado por Japón en la crisis. Antes de analizar la crisis, es conveniente hacer un repaso rápido de algunas de las características estructurales más destacadas de las economías asiáticas (composición del PIB y del comercio exterior, régimen de inversión extranjera y estructura y regulación de

los sistemas financieros), pues estas ayudan a entender mejor las causas de la crisis y algunos de sus efectos.

#### A. Estructura de las economías del Este de Asia

Las economías de los cinco países mencionados son muy disímiles en tamaño, población y grado de apertura (Cuadro 1). La mayor es Corea del Sur, la economía número 11 en el mundo, con un PIB que era en 1995 de tres veces el de Colombia, y con el mayor ingreso per cápita de los cinco países. Indonesia por su parte es la de mayor población (cuarta en el mundo) y menor PIB per cápita. Si bien las cinco economías son muy abiertas comparadas con las de otros países en desarrollo o con economías desarrolladas, la de Malasia supera con creces a las otras cuatro.

Exceptuando Filipinas, en las últimas tres décadas estos países mostraron tasas de crecimiento económico asombrosas (Cuadro 2). El PIB per cápita de siete países de la región (Corea, Indonesia, Malasia,

**Cuadro 1. TAMAÑO Y GRADO DE APERTURA DE LAS ECONOMIAS DEL ESTE DE ASIA 1995**

País	PIB (US\$ millones 1987)	Población	PIB per cápita (US\$ 1987)	Exportaciones (% PIB)	Importaciones (% PIB)
Indonesia	139.065	193.276.992	719,5	25,5	27,5
Corea	254.003	44.851.000	5.663,3	33,2	34,2
Malasia	62.597	20.140.000	3.108,1	95,5	98,9
Filipinas	43.193	68.595.000	629,7	36,3	44,0
Tailandia	107.365	58.242.000	1.843,4	41,5	48,4
Japón	3.018.176	125.213.000	24.104,3	9,5	7,9
Estados Unidos	5.450.827	263.119.008	20.176,2	11,3	13,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional (1997) y Banco Mundial (1998).

<sup>6</sup> Con excepción de Corea, estos países conforman el grupo ASEAN-Association of South East Asian Nations- junto con Singapur, Brunei y Vietnam.

## Cuadro 2. CRECIMIENTO DEL PIB DE LOS PAISES DEL ESTE ASIATICO (Promedio anual)

País	1970-1979	1980-1989	1990-1996
Corea	9,3	8,0	7,7
Malasia	8,0	5,7	8,8
Tailandia	7,3	7,2	8,6
Indonesia	7,8	5,7	7,2
Filipinas	6,0 <sup>a</sup>	1,0 <sup>b</sup>	2,8

<sup>a</sup> Para el período 1971-1980.

<sup>b</sup> Para el período 1981-1990.

Fuente: The Economist, marzo 1, 1997; Chowdhury et. al., 1997.

Tailandia, Taiwan, Hong Kong y Singapur) creció al 5% anual en este período (Stiglitz {1998}). Mientras que a Gran Bretaña le tomó 58 años doblar su ingreso per cápita desde los inicios de la Revolución Industrial (1780), a Estados Unidos 47 años (a partir de 1839) y a Japón 35 años (desde 1885), Corea por ejemplo logró duplicar su ingreso per cápita en 11 años, a partir de 1966 (Frankel {1998}).

El rápido crecimiento vino acompañado de un cambio estructural drástico, que implicó una reducción sustancial de la importancia del sector agrícola y un fuerte aumento en la participación de la industria (Cuadro 3). Filipinas es, de nuevo, la excepción al respecto.

## Cuadro 3. CAMBIO ESTRUCTURAL EN LAS ECONOMIAS DEL ESTE ASIATICO (Participaciones en el PIB)

País	Agricultura		Industria		Servicios	
	1960	1996	1960	1996	1960	1996
Corea	40,0	6,30	19,0	42,8	41,0	50,9
Malasia	37,0	12,7	18,0	48,5	45,0	38,8
Tailandia	40,0	10,0	19,0	40,4	41,0	49,6
Indonesia	54,0	16,8	14,0	43,2	32,0	42,3
Filipinas	26,0	21,1	28,0	35,2	46,0	43,7

Fuente: East Asia Analytical Unit (1998).

## B. Comercio exterior del Este de Asia

Simultáneamente con la reestructuración económica, se produjo un cambio radical en la composición de las exportaciones de los países considerados. Con diferente grado de avance, estos países pasaron de ser exportadores de productos primarios, a exportar bienes intensivos en trabajo (textiles, confecciones, etc) y, en una etapa posterior, bienes intensivos en capital (Cuadro 4).

Es importante destacar que la crisis se produjo en un momento en que las economías de la región estaban mucho más abiertas al exterior (tanto comercialmente, como a los movimientos de capitales) que una década atrás. En los años ochenta estos países iniciaron un proceso de apertura comercial, que incluyó tanto la eliminación de barreras no arancelarias, como la reducción de aranceles. Sin embargo, todavía en 1996 Tailandia y Corea (cuya cifra no se reporta) tenían aranceles promedio relativamente altos (Cuadro 5).

El comercio exterior de estos países está geográficamente bastante concentrado. Los mayores socios comerciales son Japón y Estados Unidos. Para algunos de estos países el comercio intrarregional (excluyendo Japón) es también bastante importante

**Cuadro 4. COMPOSICION DE LAS EXPORTACIONES ASIATICAS (%)**

País	Año	Productos Primarios	Textiles y otros productos intensivos en trabajo	Maquinaria y productos electrónicos	Otras manufacturas
Indonesia	1970	98,6	0,2	0,0	1,2
	1994	60,7	22,8	4,8	11,7
Malasia	1970	94,7	0,9	1,0	3,4
	1994	29,4	8,3	44,4	17,9
Corea del Sur	1970	35,2	39,6	6,3	18,9
	1994	8,1	22,2	34,5	35,2
Tailandia	1970	94,0	1,4	0,1	4,5
	1994	31,1	23,8	27,7	17,4

Fuente: Radelet, S. y J.Sachs (1997).

**Cuadro 5. ARANCEL PROMEDIO 1978-1996 (%)**

País	1978	1983-1984	1996
Indonesia	33	33	12
Malasia	15	25	8
Tailandia	29	32	20
Filipinas	44	29	13

Fuente: East Asia Analytical Unit (1998).

(Cuadro 6). Las economías de Malasia, Indonesia y Tailandia tienen vínculos comerciales estrechos y exportan además productos que compiten entre sí, que son básicamente productos intensivos en trabajo<sup>7</sup>. Corea por su parte tiene pocos vínculos con estas tres economías y exporta bienes manufacturados intensivos en capital. Cerca del 50% de las exportaciones coreanas compite directamente con productos japoneses, incluyendo productos electrónicos, acero, semiconductores, productos químicos, automóviles y construcción de barcos. Corea también

compite con Taiwan en estas industrias (con excepción de la química) y en la refinación de petróleo.

En el caso de Indonesia, sus principales socios son Japón, Estados Unidos y Singapur, que representan mas del 75% de sus exportaciones y más del 50% de las importaciones. En relación con Tailandia, Estados Unidos es el mayor importador de productos de ese país, seguido de Japón y los ASEAN; y Japón es el mayor exportador. Los principales socios comerciales de Malasia son Singapur, Japón, Estados Unidos y la Unión Europea, que representan más del 65% de las exportaciones y 70% de las importaciones; los NIE's asiáticos están ganando importancia en el comercio con ese país. Finalmente, los mayores socios comerciales de Filipinas son también Estados Unidos y Japón. Los NIE del Este de Asia han aumentado su participación en el comercio con este país y los ASEAN la han reducido.

Al margen cabe mencionar que China es más un competidor de algunas economías de la región en terceros mercados, que un socio comercial. Tan sólo Hong Kong depende en forma importante del comercio con China.

<sup>7</sup> Singapur y Malasia tienen también fuertes vínculos económicos y comerciales.

**Cuadro 6. MAYORES SOCIOS COMERCIALES DE LOS PAISES DEL ESTE ASIATICO - 1993**

Socio	Corea	Indonesia <sup>b</sup>	Filipinas <sup>d</sup>	Tailandia	Malasia <sup>d</sup>	China
USA	19,6 17,6	13,0 14,0	38,0 18,4	21,6 11,7	21,2 17,1	18,5 10,3
Japón	12,7 22,7	31,7 22,0	15,4 18,4	17,0 30,3	12,1 27,0	17,2 22,4
UE	12,5 11,5	- -	16,8 10,4	16,7 14,8	12,6 12,6	- -
China, Taiwan	15,1 <sup>a</sup>	16,6 <sup>c</sup>	15,9 <sup>e</sup>	11,8 <sup>f</sup>	10,4 <sup>g</sup>	28,0 <sup>h</sup>
Hong Kong, Singapur	6,8 <sup>a</sup>	15,1 <sup>c</sup>	22,8 <sup>e</sup>	12,6 <sup>f</sup>	10,4 <sup>g</sup>	25,0 <sup>h</sup>
Indonesia, Malasia	23,3	-	-	15,5	6,6	-
Filipinas, Tailandia	27,4	-	-	11,8	4,6	-
Corea del Sur	- -	- -	- -	- -	- -	3,1 5,2
Resto del Mundo	23,3 27,4	38,7 48,9	13,9 30,0	17,4 18,8	16,4 13,9	33,2 37,1

<sup>a</sup> No incluye Singapur.

<sup>b</sup> Cifras de 1992.

<sup>c</sup> Incluye Corea y excluye Singapur. Las cifras para Singapur son 9,7% y 6,1% respectivamente.

<sup>d</sup> Enero-junio de 1994.

<sup>e</sup> Incluye Corea y excluye China.

<sup>f</sup> Excluye Singapur e incluye Indochina y Corea.

<sup>g</sup> Incluye Corea.

<sup>h</sup> No incluye China e incluye Macao.

Fuente: Chowdhury, A. et. al. (1997), *Asia-Pacific Economies, A Survey*, Routledge. La primera fila corresponde a exportaciones del respectivo país asiático y la segunda fila a importaciones.

Puede ser útil describir la composición de las exportaciones e importaciones de estos países, pues con la crisis se van a afectar las balanzas comerciales del resto del mundo, especialmente en aquellos bienes de mayor importancia en el comercio exterior de la región.

Corea del Sur es el exportador No. 11 del mundo y el importador No. 10. Más del 90% de sus exportaciones consiste en bienes manufacturados, predominando los textiles y confecciones, seguidos de los equipos de telecomunicaciones y los vehículos automotores (Cuadro 7). Corea es el primer productor de acero en el mundo y el primer constructor

de barcos. Tiene además una participación del 18% en el mercado mundial de semi-conductores (con una participación de Samsung Electronics del 11%). El polyester y los computadores personales también son productos coreanos de importancia en los mercados mundiales. Sus principales importaciones son de maquinaria y equipo (35%) y combustibles (15%).

En el caso de Indonesia, su principal renglón de exportación son los hidrocarburos; estos, sin embargo, han venido reduciendo su importancia a costa de los textiles, las confecciones, el calzado y los productos electrónicos (Cuadro 8). La maquinaria, los químicos



**Cuadro 7. COREA DEL SUR: PRINCIPALES EXPORTACIONES MANUFACTURERAS 1992 (Bill. US\$)**

Item	Valor
Textiles y confecciones	18,8
Telecomunicaciones, vehículos, barcos	17,0
Maquinaria y bienes de consumo eléctrico	13,6
Hierro y acero	2,9
Calzado	4,3
Grabadoras y equipos de sonido	4,1
Equipo de oficina	4,3

Fuente: Chowdhury, A. et, al. (1997), *Asia-Pacific Economies. A Survey*.

industriales y los productos químicos representan más del 70% de las importaciones de este país.

Los productos electrónicos son también predominantes en la canasta exportadora de Filipinas, junto con los textiles y confecciones (Cuadro 9). La maquinaria y aparatos eléctricos y la maquinaria no eléctrica constituyen el grueso de sus importaciones. Los metales (cobre, zinc, níquel y plomo) ganaron importancia en la canasta importadora en la década de los noventa. El otro ítem importante es el petróleo y sus productos.

Tailandia es uno de los mayores exportadores mundiales de arroz; las exportaciones de este producto a Japón en años recientes han sido muy dinámicas. Sin embargo, como se mostró atrás (Cuadro 4), en sus exportaciones predominan las manufacturas, que representaron cerca del 70% del total de exportaciones en 1994 (Cuadro 10). En los últimos años se ha observado un crecimiento rápido de las exportaciones de los siguientes rubros: productos plásticos; partes de vehículos y accesorios; transformadores, generadores y motores; y equipo e instrumentos ópticos.

En Malasia, las exportaciones de equipo de telecomunicaciones han mostrado gran dinamismo, al

**Cuadro 8. INDONESIA: PRINCIPALES EXPORTACIONES 1994 (En % del total)**

Item	%
Petróleo y gas	24,7
Madera	14,7
Textiles, confecciones y calzado	15,1
Productos electrónicos	5,7
Productos agrícolas	6,3

Fuente: Chowdhury, A. et, al. (1997), *Asia-Pacific Economies. A Survey*.

pasar de representar el 3% del total, al 19% en 10 años. Las grabadoras han pasado del 1% al 7% de las exportaciones y el equipo de oficina del 1% al 9%.

### C. Inversión extranjera directa

En relación con la inversión extranjera directa (IED), es importante mencionar que en la década de los noventa se empezaron a abrir (o, en algunos casos, se abrieron aún más) las cuentas de capitales de los países de la región. Japón ha sido el mayor inversionista en la mayoría de los países considerados, seguido de los Estados Unidos. En los últimos años se realizaron además importantes inversiones intra-regionales.

**Cuadro 9. FILIPINAS: PRINCIPALES EXPORTACIONES 1994 (En % del total)**

Item	%
Confecciones	10,6
Semi-conductores	10,0
Productos y partes eléctricas	5,2
Micro-circuitos	5,2
Textiles	3,0
Aceite de coco	2,4
Metal de cobre	2,0

Fuente: Chowdhury, A. et, al. (1997), *Asia-Pacific Economies. A Survey*.

**Cuadro 10. TAILANDIA: PRINCIPALES EXPORTACIONES 1994 (En % del total)**

Item	%
Maquinaria	30,0
Bienes manufacturados	19,0
Alimentos	21,5

Fuente: Chowdhury, A. et al. (1997), *Asia-Pacific Economies. A Survey*.

En Corea del Sur el número de sectores abiertos a la IED aumentó considerablemente en la primera mitad de la década de los noventa, aunque en todos los casos persistían limitaciones porcentuales y cuantitativas. A finales de 1993 se redujo la tasa impositiva sobre las empresas con inversión extranjera, se relajaron las normas sobre propiedad extranjera de la tierra y se simplificó el proceso de aprobación de las inversiones (Chowdhury et al {1997}). El mercado bursátil también se abrió a la inversión extranjera, aumentándose el tope de inversión externa en acciones listadas en bolsa a 12% en diciembre de 1994 y a 15% en 1995 (Chowdhury et al {1997}). Japón ha sido la mayor fuente de IED de Corea, seguido de los Estados Unidos y la Unión Europea.

En Filipinas, la Administración Ramos amplió la Foreign Investment Act de 1991, al remover las restricciones a la participación extranjera en empresas que exporten al menos el 60% de su producción; además, se permitió 100% de participación extranjera en empresas que sirvieran al mercado doméstico, excepto en áreas identificadas en la "lista negativa", lista cuya longitud se ha ido reduciendo (Chowdhury, A., et al {1997}). El Congreso por su parte pasó en mayo de 1994 una legislación para permitir la entrada de hasta 10 nuevos bancos extranjeros en los 5 años siguientes (Chowdhury, A., et al {1997}). Antes de esta medida, tan sólo 4 bancos extranjeros operaban en el país. La nueva legis-

lación también amplió el alcance de las operaciones de los bancos extranjeros (Chowdhury, A., et al {1997}). Las mayores fuentes de inversión extranjera de Filipinas han sido Holanda, Estados Unidos, Japón y Gran Bretaña.

En Tailandia la economía se había abierto significativamente a la IED desde los años sesenta. Los procedimientos de aprobación de la inversión extranjera se simplificaron a mediados de los años ochenta, garantizándose una respuesta a las solicitudes de inversión en un máximo de 90 días (Chowdhury, A., et al {1997}). Entre 1992 y 1993 se introdujeron generosos incentivos para la inversión en las zonas distintas a Bangkok, que incluían exenciones permanentes de aranceles a la maquinaria, y de 3 años a las importaciones de materias primas, exenciones del impuesto a la renta por ocho años y deducciones tributarias de los gastos en servicios públicos y del 25% de los costos de instalación por 10 años (Chowdhury, A., et al {1997}). Japón es la mayor fuente de inversión extranjera en Tailandia; atrás se señaló que era además el mayor exportador. Existen fuertes vínculos entre ambas actividades, que están dominadas por compañías japonesas.

Malasia por su parte ha logrado atraer considerables flujos de IED, mediante una combinación de paquetes atractivos de incentivos y la provisión de infraestructura en zonas francas. En octubre de 1993 se aumentaron los incentivos a la IED, al introducir reducciones de impuestos sobre las utilidades de las empresas extranjeras y disminuciones de aranceles sobre un amplio grupo de bienes de equipo (Chowdhury, A., et al {1997}). Las mayores fuentes de IED de Malasia han sido Singapur, Japón, Estados Unidos, la Unión Europea, los NIE's asiáticos y Taiwan.

En Indonesia la IED ha gozado de un ambiente favorable desde la asunción de Suharto al poder en

1965. La fuerte caída de la inversión en 1993 llevó al gobierno a relajar aún más las restricciones. Entre las medidas adoptadas se pueden mencionar las siguientes: la disminución del número de sectores económicos para los que se restringe o prohíbe la IED; la agilización de los procedimientos de aprobación de las inversiones; eliminación de visas para empresarios de 45 países; el aumento del porcentaje permitido de participación extranjera en proyectos de riesgo compartido (joint-ventures), de 80% a 95%; la posibilidad de desarrollar "joint-ventures" para la provisión de infraestructura; la eliminación de la prohibición de inversiones por parte de personas naturales extranjeras; y, la eliminación del requerimiento de inversiones mínimas de capital de US\$250.000 por inversionista. Japón ha sido la mayor fuente de IED en Indonesia, seguido de Hong Kong; Estados Unidos, Corea, Taiwan y Singapur aumentaron recientemente sus inversiones.

#### **D. Los sistemas financieros de los países del Este de Asia: estructura y regulación**

Cuando se examina la estructura y el desempeño de los sistemas financieros del Este de Asia antes de la crisis, se descubre con sorpresa que los mismos problemas que aquejaban a estos sistemas en años anteriores y que habían causado crisis financieras en el pasado, reaparecieron en la crisis de 1997: mala regulación y supervisión, inversiones especulativas en bienes raíces y acciones y concentración de préstamos en empresas relacionadas y en unos pocos sectores. La liberación financiera que se inició a mediados de los ochenta, al aumentar la competencia entre entidades sin simultáneamente fortalecer la regulación, agravó la situación. En las secciones que siguen se presentan en forma muy breve algunas características claves de la estructura y de la regulación de los sistemas financieros de la región y se mencionan los problemas que genera-

ron crisis financieras en años anteriores. Debido a la enorme importancia del sistema financiero japonés en la generación de la crisis y en su evolución futura, se ha provisto adicionalmente en los cuadros de las páginas siguientes una información sucinta sobre su estructura y evolución reciente.

##### ***1. Bancos de desarrollo y crédito dirigido***

Varios países de la región crearon bancos de desarrollo para proveer capital de largo plazo, e instituciones públicas especializadas para proveer financiación a la agricultura y a las empresas medianas y pequeñas. Si bien la movilización de recursos financieros a través de entidades públicas ha tendido a reducirse en los últimos años en forma fuerte en el caso de Corea, sigue teniendo bastante importancia en todos los países de la región, con excepción de Tailandia. Indonesia es el caso extremo, en donde más de la mitad de los recursos financieros se canaliza a través de entidades públicas.

En Japón los bancos gubernamentales de crédito de largo plazo tenían hasta hace pocos años el monopolio para emitir papeles de largo plazo, al igual que los bancos de crédito de largo plazo de Tailandia. En Indonesia, Corea, Malasia y Tailandia se ha guiado a los bancos comerciales públicos para financiar proyectos prioritarios y extender créditos a pequeñas y medianas empresas. Además, los gobiernos de Japón, Malasia, Singapur y Taiwan tienen discreción sobre una parte importante y creciente de los depósitos en las instituciones de ahorro postal y de las compañías de seguros.

##### ***2. Regulación prudencial***

Japón empezó a fortalecer la regulación prudencial en los 1970s, mientras que Malasia y Tailandia lo hicieron en los 1980s, adoptando los requerimientos

## ESTRUCTURA Y EVOLUCION RECIENTE DEL SISTEMA FINANCIERO JAPONES

---

El sistema financiero japonés vive desde hace más de una década las tensiones resultantes de la transición desde un esquema protegido y segmentado a uno liberalizado y desregulado. Las tensiones no sólo son económicas, sino también culturales. El énfasis japonés en la realización colectiva y en valores como la lealtad, la cooperación, la tradición y la jerarquía, que se ha aplicado también al sector financiero, ha entrado en conflicto con valores occidentales como la competencia y la realización individual. Nunca se ha considerado en Japón a los mercados financieros como mecanismos independientes de asignación de recursos, sino como un instrumento para el desarrollo de las políticas gubernamentales. El espíritu cooperativo imperante en las relaciones entre el gobierno y las entidades financieras "se facilita por el movimiento generalizado de los individuos entre el sector público y el sector privado. Con frecuencia se espera que los funcionarios públicos inicien una segunda carrera trabajando con las mismas empresas que antes regulaban" (Swary y Topf (1993)). Los valores de lealtad, tradición y jerarquía también se reflejan en la estructura jerárquica del sistema, como se verá más adelante. Así mismo, "a menudo se considera la estabilidad como una meta en sí misma, alcanzándose en gran medida. Mientras que los Estados Unidos han experimentado un número siempre creciente de quiebras bancarias....., Japón ha tenido tan sólo una quiebra bancaria desde la Segunda Guerra Mundial" (Swary y Topf (1993)). Estas características "han hecho que el cambio y la adaptación sean más lentos en Japón que en cualquier otra de las grandes economías" (Swary y Topf (1993)).

La estructura actual del sistema financiero japonés refleja todavía en parte la triple segmentación de la actividad financiera establecida varias décadas atrás: la separación del financiamiento directo y el indirecto, de la banca y la fiduciaría y del financiamiento a corto plazo y a largo plazo. El sistema está compuesto por dos grandes grupos de entidades: los bancos comerciales y las instituciones financieras especializadas. Los primeros incluyen los bancos ciudadanos, los bancos regionales y los bancos extranjeros; las segundas incluyen los bancos de crédito de largo plazo, las entidades fiduciarias, las que sirven a las pequeñas empresas y las entidades públicas.

### **Bancos ciudadanos**

Son bancos nacionales que tradicionalmente han sido proveedores primarios de fondos a las corporaciones y que mantienen relaciones estrechas y casi exclusivas con los grandes conglomerados (banca de mayoreo). Sus recursos dependen en gran medida del mercado interbancario de fondos y tienen acceso limitado al financiamiento a largo plazo. Están excluidos, junto con los demás bancos comerciales, del mercado de seguros.

### **Bancos regionales**

En 1992 había 64 bancos de este tipo. A pesar de que su mercado es local, son instituciones de gran tamaño (la mayoría se encuentra entre los 500 bancos más grandes del mundo). Tienen una base de depositantes muy importante y son grandes proveedores de fondos al mercado interbancario. Sus clientes son las empresas y prestatarios locales.

### **Bancos extranjeros**

Tienen una base limitada de clientes y acceso restringido al mercado de yenes. El grueso de sus negocios es el intercambio de divisas y otras áreas relacionadas y la atención a subsidiarias de empresas extranjeras. A pesar de que su número ha aumentado rápidamente en las últimas dos décadas, su participación en el mercado ha declinado.

### **Bancos de crédito de largo plazo**

Terminada la segunda Guerra Mundial, se asignó a 3 bancos el papel exclusivo de la provisión de crédito de largo plazo para la industria, otorgándoles la facultad casi exclusiva de recibir financiamiento en yenes a largo plazo.

### **Entidades fiduciarias**

Tan sólo un grupo limitado de bancos está autorizado para realizar operaciones fiduciarias. Parte de su actividad se concentra en administrar fondos de pensiones.

### **Bancos de crédito a la pequeña empresa**

En este grupo se incluyen varios centenares de instituciones, que comprenden los bancos Sogo (de ahorro mutuo y préstamos, convertidos recientemente en bancos regionales secundarios), los Shinkin (asociaciones de crédito) y las cooperativas y asociaciones de crédito. Operan a nivel local, sirviendo a clientes pequeños. Cada categoría tiene su propio banco central: por ejemplo, el banco Zenshiren sirve a las asociaciones de crédito y está entre los cien bancos más grandes del mundo; y el banco Norinchukin es el banco cooperativo central para la agricultura y la silvicultura, en donde se depositan los fondos excedentes de las cooperativas de crédito rural.

### **Instituciones financieras públicas**

Entre ellas se destacan el Banco de Importación y Exportación y algunas compañías financieras como la Corporación Financiera para las Pequeñas Empresas y la Corporación de Crédito para la Vivienda, que canalizan el crédito de acuerdo con las políticas gubernamentales. La oficina del Fondo Fiduciario y el Banco de Desarrollo del Japón administran e invierten los fondos captados por el sistema de ahorros postales, diseñado para estimular el ahorro personal de menor cuantía. La exención de impuestos de que gozaban, que explica en parte el auge de este sistema en los ochenta, fue eliminada en 1988 y desde entonces empezó a declinar su participación en el total de depósitos.

## ESTRUCTURA Y EVOLUCION RECIENTE DEL SISTEMA FINANCIERO JAPONES (Continuación)

Es importante mencionar que la exclusión de los bancos de los mercados de valores hasta mediados de la década de los ochenta (por el Artículo 65 de la Ley de Valores y Cambios), permitió que las casas de bolsa llenaran ese vacío. Hay más de 200 casas de bolsa en Japón, con una concentración abrumadora de la influencia y el control del mercado en las "cuatro grandes" (Nomura, Daiwa, Nikko y Yamaichi), que adquirieron además una influencia mundial considerable. La fortuna de estas entidades ha estado asociada a la de la Bolsa de Valores de Tokio (BVT), que experimentó un auge considerable en los ochenta (en 1989 llegó a ser la más grande del mundo en capitalización total) y una fuerte declinación en los noventa. Mientras que la capitalización del mercado de la Bolsa de Nueva York pasó de US\$2.793.816 millones en 1988 a US\$8.484.433 millones en 1996, la de la BVT pasó de US\$3.906.680 millones a US\$3.088.850 millones; en valor de las transacciones, la primera pasó de UD\$1.719.731 millones a US\$7.121.487 millones, mientras la BVT pasó de US\$2.597.637 millones a US\$1.251.998 millones; y en número de compañías listadas, la de Nueva York mostró un aumento de 6680 a 8497, mientras en la BVT aumentó de 1967 a 2334 en ese período.

### Desregulación financiera

El sistema financiero japonés se ha visto expuesto en la última década al aumento de los riesgos y la declinación de los beneficios como consecuencia de la desregulación -que ha ido borrando las fronteras entre instituciones- y de la desaceleración económica. Desde finales de los años ochenta se ha permitido la introducción de nuevos instrumentos financieros, se han reducido las distorsiones impositivas, se derogaron las regulaciones de la tasa de interés y se relajaron los controles cambiarios. En el caso de los bancos citadinos (y en general de los bancos comerciales), el creciente acceso de las empresas japonesas al financiamiento directo menos caro (papeles comerciales, por ejemplo), y la mayor competencia de la banca extranjera y de las entidades que financian vivienda, los ha llevado a buscar nuevas áreas de actividad para mantener el crecimiento y la rentabilidad, como la compraventa de divisas y valores, los préstamos hipotecarios, las compañías de tarjetas de crédito, las operaciones internacionales y la banca de inversión. Las reglas de capital del BIS y la declinación de la Bolsa de Valores de Tokio en los noventa, alentaron también a estos bancos a reducir su tamaño. La tendencia observada hacia los préstamos de más largo plazo por parte de los bancos comerciales y hacia los préstamos de más corto plazo por parte de los bancos especializados en el largo plazo, está borrando las fronteras entre estos dos tipos de entidades.

El debilitamiento del artículo 65 permitió además que los bancos comerciales compitieran cada vez más con las casas de bolsa; y estas a su vez invadieron actividades de la banca comercial, como la compraventa de divisas y los fondos mutuos. Los bancos pueden ahora comprar y vender valores, realizar actividades de futuros por su propia cuenta y para sus clientes y servir como agente privado para la colocación de valores corporativos y otros valores de deuda, entre otras actividades. Los bancos de crédito a largo plazo a su vez se están transformando en bancos de inversión y han sido muy agresivos en el financiamiento internacional. Los bancos regionales por su parte han ingresado a los mercados nacionales e incluso también a los internacionales. Los bancos extranjeros adoptaron la estrategia de incrementar su financiamiento del consumo y la vivienda y las actividades de leasing y factoring, con el fin de contrarrestar la declinación de los préstamos a las corporaciones.

A la creciente competencia entre entidades se suma la desaceleración económica, que al disminuir la demanda doméstica de crédito, convirtió los mercados financieros japoneses en la década de los noventa en mercados de prestatarios. Ello a su vez produjo una reducción en los márgenes de intermediación, márgenes que ya se ubicaban a comienzos de la década entre los más bajos del mundo (ver cuadro siguiente). El exceso de liquidez hizo además menos dependientes a las empresas japonesas de los bancos, disminuyendo la importancia de las relaciones a largo plazo y de la lealtad corporativa. El auge del crédito de corto plazo a clientes en otros países del Este de Asia, se explica en gran medida por esta declinación en la demanda de crédito en el Japón.

Japón: Tasas de Interés de Captación y Colocación

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Captación	4,14	3,35	2,14	1,70	0,90	0,30	0,30
Colocación	7,53	6,15	4,41	4,13	3,40	2,66	2,45

Fuente: International Financial Statistics, IMF, September 1998.

La necesidad de colocar los excesos de liquidez, llevó a los bancos a realizar préstamos e inversiones poco prudentes, lo que aumentó su cartera incobrable. Con una cartera morosa que en 1998 ascendía a cerca de 30% del PIB japonés, sumado al hecho de que la regulación establece bajos requerimientos de reservas en comparación con los estándares internacionales y a que la capitalización es en extremo baja (y ha mostrado una tendencia a declinar aún más, debido a que los títulos valores que poseen los bancos y que hacen parte del capital social, han sufrido caídas fuertes en precios como resultado de la declinación de la bolsa), se ha aumentado el riesgo de quiebra. La ausencia de información financiera confiable ha empeorado la situación. Hasta la fecha, el Ministerio de Finanzas ha seguido la política de alentar a las instituciones fuertes para que salven a las más débiles mediante fusiones o absorciones, e impedir así las quiebras bancarias.

Fuente: Swary, I. y Barry Topf (1993), La Desregulación Financiera Global. La Banca Comercial en la Encrucijada, Fondo de Cultura Económica; y The Economist, Septiembre 26, 1998.

de capital adecuado del BIS<sup>8</sup>. Indonesia ha sido el último en introducirlos y ha tenido dificultades para implementarlos<sup>9</sup>.

Enfrentados en el pasado a insolvencia potencial debida a préstamos para bienes raíces, los reguladores bancarios de países como Hong Kong y Tailandia limitaron el uso de bienes raíces como colateral. Tailandia sin embargo eliminó estas restricciones en los años noventa. Los reguladores también han buscado reducir la concentración de créditos, limitando los préstamos a entidades relacionadas. El refuerzo de estas medidas ha sido difícil, pues en algunos países (Japón, Tailandia e Indonesia), los bancos y las empresas están estrechamente relacionados mediante vínculos de propiedad y las normas de revelación de información son generalmente débiles.

Finalmente, en relación con la protección a los ahorradores, cabe mencionar que Corea y Taiwan establecieron seguros de depósitos a comienzos de los ochenta. En los demás países existen seguros de depósitos implícitos, pues el gobierno siempre ha salido al rescate de bancos (y ahorradores) cuando surgen problemas, lo que obviamente genera situaciones de riesgo moral.

### **3. Liberalización financiera**

La mayoría de los países de la región desreguló las tasas de interés en los años ochenta. La desregulación de la entrada de nuevos competidores ha es-

tado más limitada, con la excepción de Indonesia. También ha sido lento el proceso de ampliación del rango de actividades que pueden desarrollar los diversos intermediarios.

No deben sin embargo minimizarse los avances al respecto. Desde mediados de la década de los ochenta Corea no sólo eliminó buena parte de los controles a las tasas de interés, sino también empezó a remover restricciones al endeudamiento de las empresas y a los flujos de capitales al país y a permitir mayor competencia en algunos servicios financieros (Stiglitz, {1998}). Si bien el proceso de desregulación sufrió un retroceso en 1989, volvió a retomarse de manera gradual a partir de noviembre de 1991 (Mehran et. al. {1995}). A finales de los ochenta Tailandia inició un proceso similar, reduciendo los encajes, flexibilizando las normas relacionados con las instituciones financieras no bancarias, ampliando el campo de actividades de las entidades y liberalizando el acceso a recursos externos (Stiglitz, {1998}).

En Filipinas la administración Ramos inició el proceso de desregulación en 1993, al eliminar restricciones a la apertura de nuevas sucursales; en mayo de 1994 permitió el ingreso de diez nuevos bancos extranjeros (frente a 4 existentes); en octubre de 1994 permitió además la entrada de compañías de seguros extranjeras sólidas; y en 1995 permitió a los bancos comerciales invertir en compañías de seguros y en entidades financieras públicas que se iban a privatizar (East Asia Analytical Unit {1998}).

### **4. Crisis financieras previas**

Antes de 1997 se habían producido varias crisis financieras en el Este de Asia, como resultado de la combinación de shocks macroeconómicos adversos, regulación prudencial insuficiente y préstamos especulativos. El rápido crecimiento económico y los booms de precios de los bienes raíces, han ten-

---

<sup>8</sup> La capitalización, así como los requerimientos de reservas de los bancos japoneses, son sin embargo muy bajas en la actualidad.

<sup>9</sup> El peligro asociado con liberar los controles a las tasas de interés y eliminar barreras a la entrada, sin fortalecer simultáneamente la regulación prudencial, ha sido patente en este país, donde los bajos requisitos de capital para ingresar al sector y la poca capacidad de reforzar la regulación prudencial, han generado graves problemas de insolvencia.



tado a menudo a las instituciones financieras a especular en propiedades y acciones. Esto ha ocurrido en Malasia, Tailandia, Japón y Hong Kong. A finales de los 1980s las instituciones financieras de estos países enfrentaron considerables dificultades, debido al incremento de la cartera morosa como resultado de la desaceleración económica.

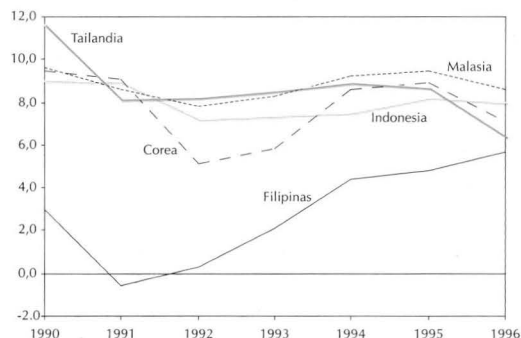
En Corea las dificultades de su sistema financiero en los ochenta se originaron en el alto endeudamiento de las empresas beneficiarias del crédito gubernamental dirigido. Con la caída de la demanda externa, muchas empresas altamente apalancadas se encontraron con grandes excesos de capacidad productiva y dificultades para servir sus deudas. Entre ellas se destacaban las relacionadas con los proyectos gubernamentales prioritarios de construcción de barcos, textiles, maquinaria y construcción en el exterior.

### E. Causas de la crisis asiática

Al examinar la crisis asiática, llama poderosamente la atención el hecho de que resultaran vulnerables economías que mostraban una evolución macroeconómica aparentemente muy favorable en los años anteriores a la crisis. Los "fundamentals" eran relativamente sólidos. En primer lugar, el PIB estaba creciendo a tasas muy altas (Gráfico 1), e incluso superiores a las de la década anterior (Cuadro 2). Con excepción de Filipinas, que había observado déficit fiscales en todos los años de la década de los noventa, en los demás países la situación fiscal fue superavitaria en los años previos a la crisis<sup>10</sup> (Gráfico 2); y la inflación era baja, situándose en todos los países en niveles por debajo del 10% (Gráfico 3).

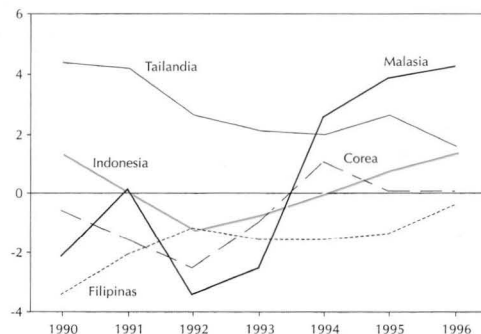
<sup>10</sup> Se ha señalado que los déficit cuasi-fiscales en algunos de estos países, originados en políticas de subsidios, pueden ser de magnitud importante. No existe sin embargo una cuantificación de estos.

**Gráfico 1. CRECIMIENTO DEL PIB 1990-1996 (%)**



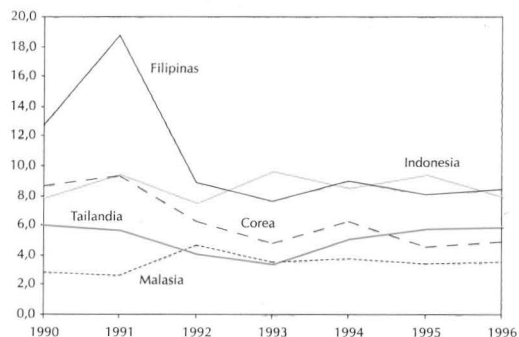
Fuente: FMI (1997).

**Gráfico 2. BALANCE FISCAL 1990-1996 (% del PIB)**



Fuente: FMI (1997).

**Gráfico 3. INFLACION 1990-1996 (%)**



Fuente: FMI (1997).

La única variable desalineada era la tasa de cambio real, que venía mostrando en algunos países una tendencia a la revaluación desde 1992 (Cuadro 11) originada en parte por el deseo de mantener tasas de cambio más o menos fijas<sup>11</sup>. La desalineación había resultado en déficits persistentes en la cuenta corriente de la balanza de pagos<sup>12</sup>, y en un aumento importante del endeudamiento externo.

El desequilibrio en cuenta corriente reflejaba diferencias entre el ahorro y la inversión privada<sup>13</sup> (Gráficos 4A-4E). Si bien en estos países las tasas de ahorro eran altas, la abundancia de ahorro externo permitió financiar tasas de inversión muy superiores a las históricas.

Los flujos de capital externo en gran escala a esta región estuvieron en el centro de la crisis. Los flujos aumentaron de un promedio de 1,4% del PIB en el período 1986-1990 a 6,7% entre 1990 y 1996. El saldo de la deuda total de los países del Este de Asia con la banca extranjera se duplicó entre 1994 y 1997, pasando de US\$153 mil millones a US\$300 mil millones (Cepal {1998}). En Corea, el país que más se endeudó, el mayor endeudamiento correspondió al sector bancario; en los demás países, la mayor parte del incremento del endeudamiento correspondió al sector privado no bancario. El caso extremo fue el de Indonesia, en donde los créditos externos fueron otorgados en dos terceras partes en forma directa al sector privado no bancario y el tercio restante al sistema bancario (Stiglitz {1998}).

**Cuadro 11. COMPORTAMIENTO DEL INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL EFECTIVA<sup>a</sup>**  
**(Promedio anual)**

País	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 <sup>b</sup>
Filipinas	100,0	99,8	110,8	110,3	117,1	120,3	129,9	139,3
Malasia	100,0	97,3	103,9	105,0	102,0	102,6	107,0	113,0

<sup>a</sup> Las estadísticas del Fondo Monetario Internacional no reportan el índice de la tasa de cambio real de Corea, Tailandia e Indonesia. Un aumento del índice equivale en las estadísticas del Fondo a una revaluación.

<sup>b</sup> Corresponde al promedio del segundo trimestre.

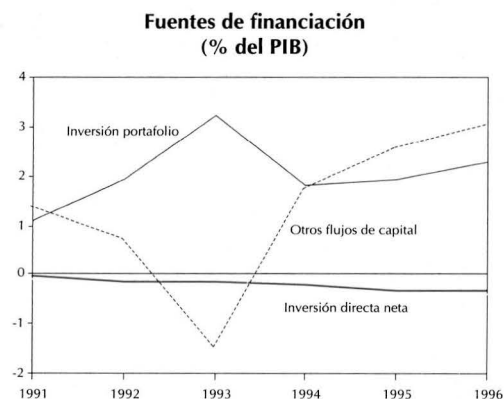
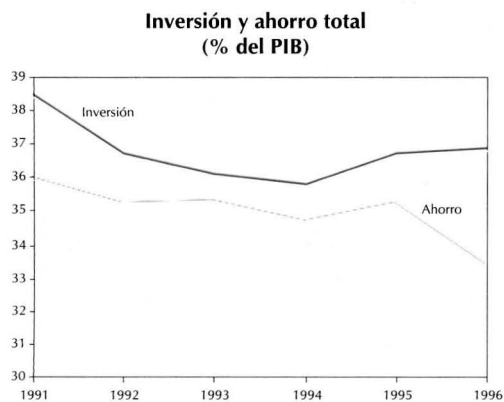
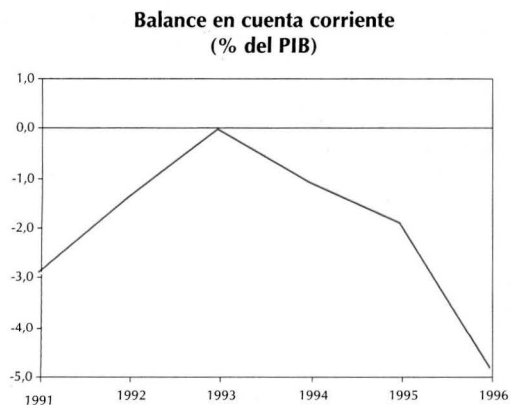
Fuente: International Financial Statistics, IMF, septiembre de 1998.

<sup>11</sup> A pesar de que en todos los países las monedas estaban atadas de una u otra manera al dólar estadounidense, no todos los regímenes cambiarios eran idénticos. Malasia, Singapur y Tailandia fijaban el tipo de cambio en función de una canasta de divisas, pero con predominio del dólar de los Estados Unidos; Corea e Indonesia la fijaban en relación con el dólar norteamericano, al igual que Hong Kong, en donde funciona un sistema de caja de conversión y la moneda está atada al dólar norteamericano. Corea tenía un régimen cambiario de "managed float". Desde marzo de 1990 el won se mantenía en una banda de 2.25% por arriba y por abajo de una tasa fijada diariamente por el banco central. Aunque Taiwán y Filipinas en teoría aplicaban un régimen de flotación cambiaria, en la práctica perseguían un objetivo de estabilidad con respecto al dólar de los Estados Unidos (Cepal (1998)).

<sup>12</sup> Respecto a los déficits en cuenta corriente es importante hacer unas precisiones: mientras que estos fueron en promedio de 6,9% del PIB en Tailandia (en los noventa) y de 6,0% en Malasia, en Indonesia y Corea fueron de 2,6% y 2,0% respectivamente, déficits perfectamente sostenibles.

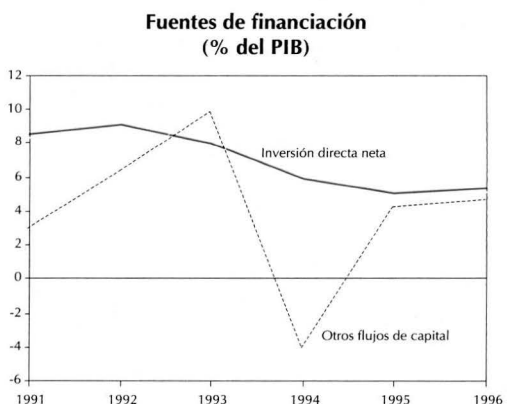
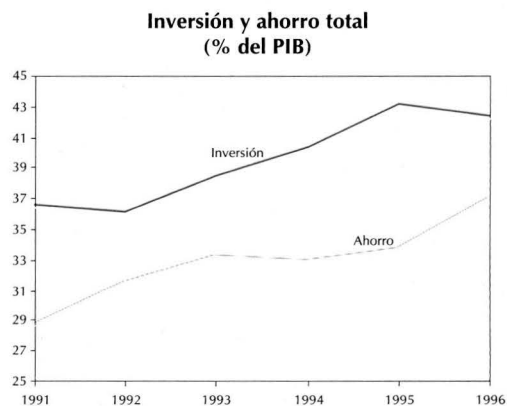
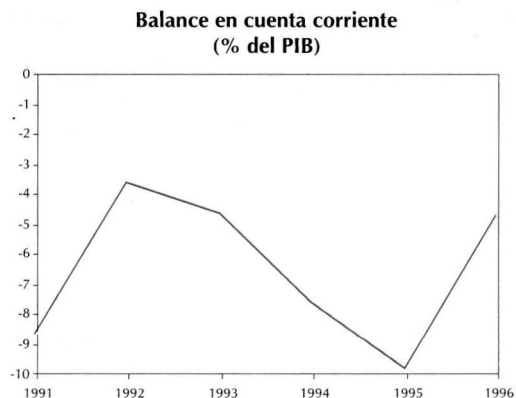
<sup>13</sup> Los Cuadros 4A y 4E muestran los desequilibrios entre la inversión y el ahorro total y no entre la inversión y el ahorro privado. Sin embargo, debido a que los países de la región mostraron superávits fiscales (o déficit muy reducidos) durante el período, se puede concluir que la fuente de los desequilibrios fue el sector privado.

**Gráfico 4A. DESEQUILIBRIOS MACROECONOMICOS Y SU FINANCIACION: COREA**



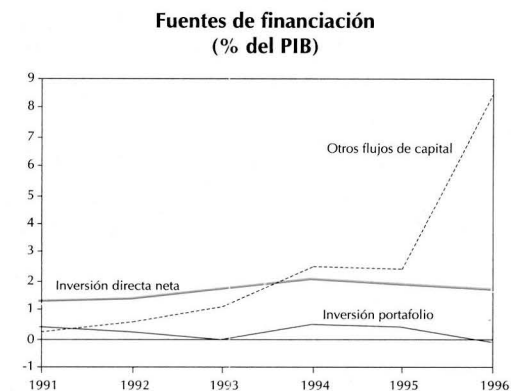
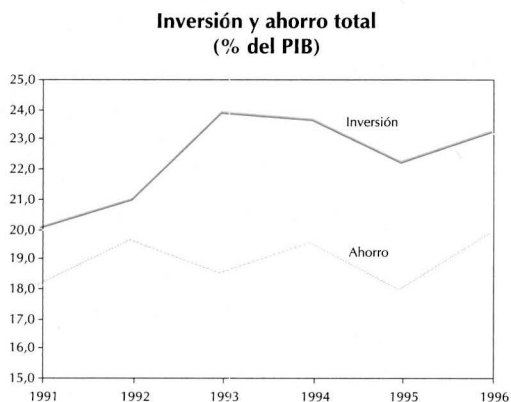
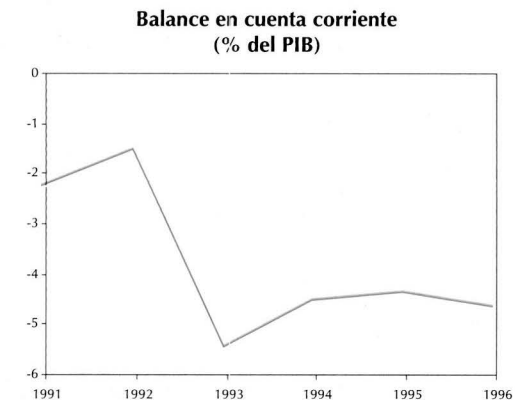
Fuente: FMI (1997).

**Gráfico 4B. DESEQUILIBRIOS MACROECONOMICOS Y SU FINANCIACION: MALASIA**



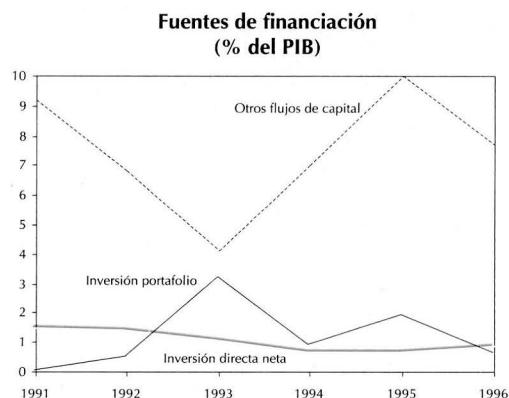
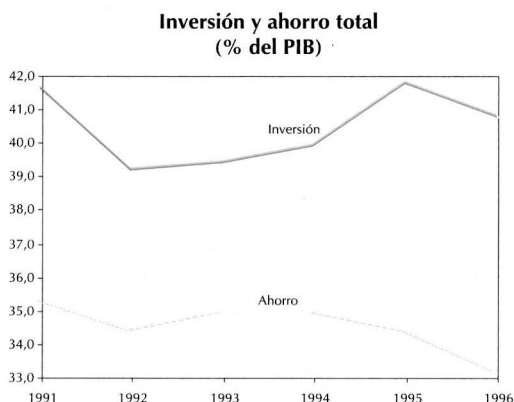
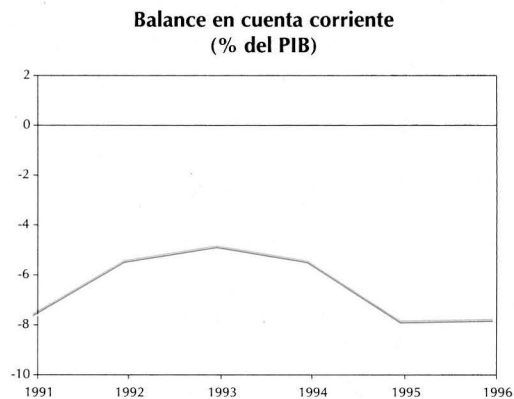
Fuente: FMI (1997).

**Gráfico 4C. DESEQUILIBRIOS MACROECONOMICOS Y SU FINANCIACION: FILIPINAS**



Fuente: FMI (1997).

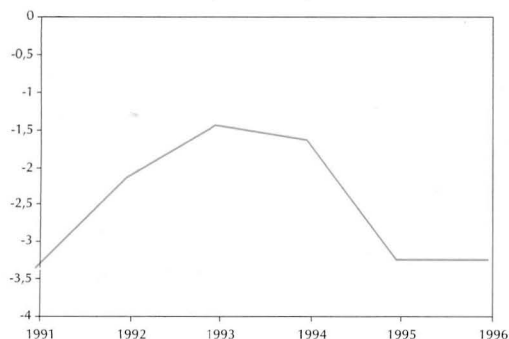
**Gráfico 4D. DESEQUILIBRIOS MACROECONOMICOS Y SU FINANCIACION: TAILANDIA**



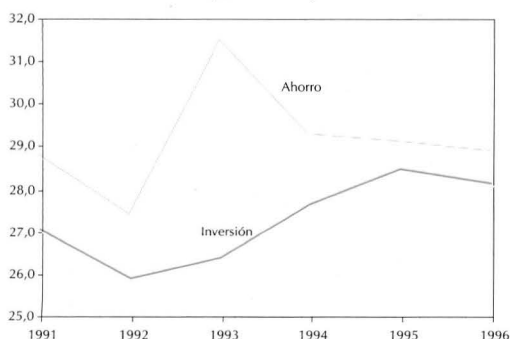
Fuente: FMI (1997).

#### Gráfico 4E. DESEQUILIBRIOS MACROECONOMICOS Y SU FINANCIACION: INDONESIA

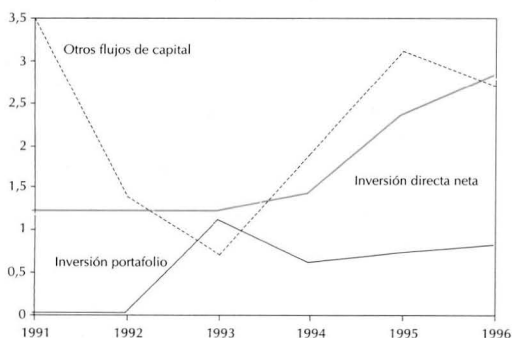
**Cuenta corriente  
(% del PIB)**



**Inversión y ahorro total  
(% del PIB)**



**Fuentes de financiación  
(% del PIB)**



Fuente: FMI (1997).

El mayor endeudamiento correspondió casi en su totalidad al sector privado. En Corea la deuda pública aumentó tan sólo en US\$600 millones, mientras que en el resto de países el endeudamiento público con la banca extranjera disminuyó en valores absolutos (Cepal {1998}). La mayor parte de los créditos fueron además de corto plazo. El saldo de la deuda de corto plazo llegó a superar las reservas internacionales de casi todos estos países (Cuadro 12).

Entre los bancos transnacionales, los japoneses eran a finales de 1996 los principales acreedores de la región, seguidos de los europeos (Cuadro 13). A los bancos japoneses les correspondía, en junio de 1997, el 55% del crédito bancario externo recibido por Tailandia y el 39% del destinado a Indonesia; en los casos de Malasia y Corea, esos porcentajes ascendían a 36% y 23%, respectivamente.

Estos recursos fueron atraídos en parte por las altas tasas de interés, que a su vez reflejaban una política de esterilización parcial de los flujos de capitales. Otros factores, como las altas tasas de crecimiento económico y la estabilidad cambiaria, jugaron también un papel importante en la atracción de capitales a la región. En el caso de los bancos japoneses, los flujos de crédito se explican en parte por las dificultades para colocar recursos en su propio país, que había mostrado una reducción sustancial en las tasas de crecimiento económico en la década de los noventa.

Los flujos de capital produjeron una apreciación de la tasa de cambio real y una expansión de los sectores no transables (bienes raíces, infraestructura, etc.) a costa de los transables, reduciendo el crecimiento de las exportaciones. Permitieron además que el crédito se expandiera rápidamente.

En suma, la crisis no se originó en desequilibrios de las finanzas públicas (como en los modelos de "primera generación" de Krugman), sino en enormes

## Cuadro 12. RELACION ENTRE LA DEUDA DE CORTO PLAZO Y LAS RESERVAS INTERNACIONALES (Diciembre 1996)

País	
Corea	3,6
Malasia	0,8
Filipinas	3,0
Indonesia	1,8
Tailandia	1,6

Fuente: Dornbusch (1998).

## Cuadro 13. SALDO DE LOS PRESTAMOS INTERNACIONALES AL ESTE ASIATICO Diciembre de 1996 (billones de US\$)

País	Bancos			Total
	USA	Japón	CEE	
Indonesia	5,3	22,0	21,0	55,5
Corea	9,4	24,3	33,8	100,0
Malasia	2,3	8,2	9,2	22,2
Filipinas	3,9	1,6	6,3	13,3
Tailandia	5,0	37,5	19,2	70,2
Total	25,9	93,6	89,5	261,2

Fuente: FMI (1997).

flujos de capital externo de corto plazo dirigidos al sector privado. Como señala Frankel (1998):

*"la evidencia estadística<sup>14</sup> sugiere que un déficit grande en cuenta corriente o un alto nivel de deuda no son predictores muy significativos de las crisis. Más importante que la magnitud del déficit en cuenta corriente, es la*

*forma como se financia y el destino de los recursos. La composición del flujo de capitales importa. En 1997 los países del Este de Asia se endeudaron excesivamente con base en deuda de corto plazo denominada en moneda extranjera".*

La mayoría de los analistas coinciden en señalar sin embargo que los factores macroeconómicos jugaron un papel importante en la crisis, más no el papel central. El problema fundamental que causó la crisis no fue macroeconómico, sino microeconómico y regulatorio, relacionado con el sistema financiero y con los métodos asiáticos de administración de empresas:

*"Profundas fallas afligían al sistema financiero. Ellas incluían excesivo apalancamiento, y un sistema bancario basado excesivamente en crédito dirigido, crédito conectado y relaciones personales. Diez años atrás, los expertos financieros lo llamaban banca de relaciones, y pensaron que podría ayudar a minimizar los "problemas de información asimétrica y de incompatibilidad de incentivos"; hoy los llamamos "crony capitalism" (Frankel (1998))".*

Los sistemas financieros estaban además pobremente regulados. Estos motivos explican que los recursos se orientaran a sectores muy riesgosos, tal como lo predice el modelo de "riesgo moral y sobreinversión"<sup>15</sup>. En Corea los créditos se dirigieron a algunos conglomerados industriales altamente endeudados y con demanda saturada<sup>16</sup>; en Tailandia alimentaron burbujas especulativas en los mercados de acciones e inmobiliario; en Malasia se orientaron al desarrollo de grandes obras de infraestructura<sup>17</sup>.

<sup>14</sup> Frankel cita un estudio de Frankel y Rose (1996) que muestra que la deuda bancaria de corto plazo es un predictor estadísticamente significativo de la probabilidad de una crisis cambiaria, mientras que un volumen elevado de reservas internacionales y de IED tienen el efecto opuesto.

<sup>15</sup> Es difícil mantener a mediano y largo plazo tasas de inversión superiores a 30% del PIB, como las que mostraron algunos países del Este de Asia, sin pérdidas de eficiencia económica.

<sup>16</sup> Como los sectores químico, del acero, de los semiconductores, textil, automotriz y otros sectores y productos de consumo duradero.



Con una mala regulación y supervisión bancaria, los riesgos de un excesivo endeudamiento externo de corto plazo y de su orientación al sector de la construcción, al mercado accionario y a la inversión industrial en sectores con demanda saturada, no se hicieron evidentes.

A estos problemas del sistema financiero se añade el estilo asiático de manejo de las empresas, que está orientado a "empire building", es decir, a maximizar la participación en el mercado y no las ganancias o el precio de la acción (Frankel {1998}). Este estilo, cuyo mejor ejemplo lo proporcionan los "chaebol" en Corea, llevó a desarrollar importantes excesos de capacidad en algunos sectores industriales.

A los factores anteriores se añade la revaluación del dólar estadounidense desde mediados de 1995, que afectó la competitividad de las exportaciones de aquellos países del Este de Asia cuyas monedas estaban atadas al dólar. A esto se sumó el aumento relativo de los costos salariales, frente a países como China, India y Vietnam, con salarios muy inferiores.

Como consecuencia de estos factores, las exportaciones se estancaron en 1996 y la primera mitad de 1997, lo que agravó la situación externa e hizo evidente la necesidad de devaluar. La reducción del crecimiento en los volúmenes exportados y una caída de su valor modificaron radicalmente las relaciones deuda/exportaciones e intereses/exportaciones, lo que en una situación de gran afluencia

de capital, alteró la percepción del riesgo que implicaba otorgar préstamos a la región (Cepal {1997}).

## **F. La sobre-inversión industrial y el modelo de desarrollo de los países del Este de Asia: una disgresión**

La crisis asiática puso en la mesa de discusión un tema tratado por primera vez hace cuatro años por Krugman, el de los "defectos" del modelo de desarrollo asiático, un modelo supuestamente basado en acumulación de insumos y no en cambio técnico.

Krugman venía diciendo desde 1994 que no había nada de especial en el desarrollo asiático y que las diferencias con el desarrollo en otros países eran más de grado que de naturaleza. Venía advirtiendo también que estos países no podían seguir creciendo indefinidamente a las tasas observadas, debido precisamente al modelo de desarrollo adoptado, y además que sus sistemas financieros tenían problemas.

Basándose en un trabajo de Lau, Kim y Young, Krugman ha argumentado que el crecimiento de los países del Este de Asia se ha basado en mera *acumulación de insumos productivos* y no en cambio técnico y desarrollo de capacidad innovadora.

Los factores que determinaron el rápido crecimiento del Este de Asia fueron, según Krugman, altas tasas de ahorro, altas tasas de inversión en capital físico y humano (educación), rápida migración de campesinos desempleados hacia el sector moderno de la economía y orientación exportadora. El cambio técnico no jugó un papel importante.

Las tecnologías adoptadas en estos países fueron desarrolladas en otras partes; de allí que la Productividad Total de los Factores (PTF) haya mostrado

---

<sup>17</sup> En la última década Malasia había adoptado una estrategia de crecimiento rápido, caracterizada por una proliferación de megaproyectos de infraestructura y bienes raíces, muchos de ellos desarrollados por compañías políticamente bien relacionadas y financiados con deuda bancaria y emisiones accionarias. Los proyectos de infraestructura se otorgaban a empresarios prominentes "a dedo", sin desarrollar procesos competitivos. Fenómenos similares se observaron en Indonesia.

poco o ningún crecimiento<sup>18</sup>. Un modelo de crecimiento basado en aumentos en la cantidad de factores (capital y trabajo) y no en el cambio técnico, está sujeto a rendimientos decrecientes y por lo tanto a un retorno a tasas de crecimiento económico "naturales". La sobreinversión y los excesos de capacidad que se generaron en las industrias antes mencionadas, serían por lo tanto, una consecuencia del modelo de crecimiento adoptado.

Una forma sencilla de expresar algebraicamente las ideas de Krugman es mediante la siguiente identidad ("^" expresa cambios porcentuales):

$$\hat{Y} = \hat{\gamma} + \alpha \hat{L} + \beta \hat{K} \quad (1)$$

con:

$$\gamma = PTF \quad \alpha = \frac{wL}{PY} \quad \beta = \frac{rK}{PY}$$

En (1),  $\alpha$  representa la participación de los salarios en el producto y  $\beta$  la participación de los beneficios. Para Krugman los dos últimos términos del lado derecho de la ecuación (1) explican el rápido crecimiento económico del Este de Asia, no el primer término; y explicarían también la desaceleración económica reciente.

Los resultados citados por Krugman contradicen los obtenidos por el Banco Mundial y publicados en su libro de 1994, *The East Asian Miracle*. El Banco encuentra que entre 1960 y 1985, los aumentos en la PTF explican un tercio del crecimiento económico de 8 economías asiáticas (Japón, Indonesia, Malasia, Hong Kong, Corea del Sur, Tailandia, Singapur y Taiwan).

<sup>18</sup> El estudio de Lau encuentra sin embargo en Corea una alta contribución de la PTF al crecimiento.

Según Krugman, el Banco Mundial subestimó la rentabilidad del capital (el valor de  $r$ ), lo que a su vez resultó en una menor contribución de la acumulación de capital y un mayor residuo explicado por la TFP. Stiglitz (1998), ha respondido a esta crítica señalando que, cuando un país está acumulando rápidamente capital, pequeños cambios en el estimativo de la participación del capital (es decir, de  $\beta$ ) pueden producir grandes cambios en la contribución de la PTF; y que estimar estas participaciones es problemático, especialmente en el Este de Asia, donde el supuesto de competencia perfecta en los mercados de trabajo y de bienes es inapropiado, al menos en algunas de las economías de la región.

Este debate no se ha cerrado todavía. En un estudio reciente de Sarel (1997) se argumenta que los resultados de los estudios previos reflejaban la utilización de datos de Cuentas Nacionales para cuantificar las variables y en particular para determinar las participaciones del capital y del trabajo en el ingreso nacional. El autor muestra que con información proveniente de la base de datos de Heston-Summers y utilizando métodos alternativos para estimar las participaciones del capital y del trabajo, se obtienen resultados muy diferentes del crecimiento de la PTF. Para el período 1978-96 la PTF habría crecido al 2,0% anual en Tailandia y Malasia, al 1,2% en Indonesia y al -0,8% en Filipinas.

## G. Cronología de la crisis

En 1997 la burbuja inmobiliaria estalló en Tailandia, lo que junto con las expectativas de devaluación, llevó a concluir que los bancos y compañías financieras domésticas iban a ser incapaces de servir sus deudas externas si la moneda se devaluaba, lo que llevó a los inversionistas y acreedores extranjeros a tratar de sacar los recursos del país. Gran parte de la crisis fue "self-fulfilling", resultante del pánico y alimentada por el reconocimiento de que otros in-

versionistas estaban retirando su dinero. Debido a que las deudas de corto plazo excedían las reservas internacionales, era racional para cada inversionista individual tratar de ser el primero en sacar su capital (Sachs {1997}).

El reflujo de capitales fue enorme. De un total de flujos netos de capital privado de US\$93 mil millones en 1996, se pasó a un flujo negativo de US\$12 mil millones en 1997, lo que significa un shock equivalente a 11% del PIB de los cinco países analizados.

La reversión de los flujos de capitales se tradujo en fuertes caídas en las reservas internacionales (Cuadro 14) y grandes presiones sobre la tasa de cambio, que obligaron a los gobiernos a dejar flotar sus monedas, después de varios intentos fallidos por defenderlas. Entre julio y agosto de 1997 se produjeron las depreciaciones iniciales de las monedas de Tailandia, Filipinas, Malasia e Indonesia y se deprimieron sus mercados bursátiles<sup>19</sup> (ver la cronología de la crisis en los recuadros de las páginas siguientes) A partir de octubre, la combinación de pánico de los inversionistas extranjeros junto con otros factores de transmisión, llevó a que la crisis bursátil se extendiera a las plazas asiáticas más importantes (Japón, Singapur, Taiwán, Hong Kong) y provocara caídas en las bolsas de Europa y Estados Unidos (Cepal {1998}). Fue entonces cuando las bolsas y los sistemas financieros latinoamericanos se vieron afectados, y se ampliaron los márgenes (spreads)

sobre los bonos de los países de la región (Cepal {1998}). En algunos países latinoamericanos, estos efectos se dieron con rezago, manifestándose plenamente sólo en los primeros meses de 1998 (Cepal {1998}).

Entre junio de 1997 y junio de 1998 la moneda de Tailandia (bath) se devaluó en 63,3%, la de Indonesia (rupiah) lo hizo en 608,8%, la de Corea (el won) en 54,6%, la de Malasia (ringgit) en 64,2% y la de Filipinas (peso) en 58,1% (Cuadro 15). En ese mismo período los índices bursátiles de estos países cayeron en 49,3%, 38,5%, 60,0 %, 57,7% y 37,3% respectivamente (Cuadro 16).

La profundización de la crisis afectó los precios de varias "commodities" a partir del último trimestre de 1997 (Cuadro 17). La crisis redujo los precios de las maderas, las materias primas agrícolas, el arroz, los metales y minerales (cobre, níquel), el caucho y el petróleo, productos para los cuales los mercados del este y el sudeste asiático son importantes<sup>20</sup>.

En la caída de los precios del petróleo también incidió inicialmente la disminución del consumo de energía en los países desarrollados, debido a un invierno excepcionalmente benigno en el hemisferio norte, y el considerable aumento de la oferta, dentro y fuera de la OPEP (Cepal {1998}). Si bien el precio del cobre ha sido uno de los más afectados por la crisis asiática, antes de la crisis se había anticipado una disminución respecto a los altos valores del primer semestre de 1997, debido a la magnitud de los aumentos previos en producción y existencias (Cepal {1998}).

---

<sup>19</sup> En estas explicaciones hay que reconocer sin embargo las diferencias entre países. En Malasia, los déficits en cuenta corriente fueron financiados en mayor proporción con inversión extranjera directa, lo que disminuyó sustancialmente los riesgos de ataques especulativos masivos. Los peores escenarios fueron los de Tailandia y Corea, en donde la regulación bancaria era casi inexistente y los déficit en cuenta corriente se financiaron básicamente con deuda externa de corto plazo (Dornbusch {1998b}).

---

<sup>20</sup> Debe recordarse que en 1995 esta región representaba alrededor del 15% de las importaciones mundiales de materias primas agrícolas, de minerales y metales y de petróleo. En el caso particular del cobre, cerca de un tercio de la demanda mundial correspondía a los países del este y sudeste asiáticos.

## CRONOLOGIA DE LA CRISIS ASIATICA 1997

### Enero: primeros síntomas

Hanbo Steel, un gran chaebol coreano, colapsa bajo US\$6 billones de deuda. Es la primera quiebra de un conglomerado coreano de importancia.

### Marzo: otro mal síntoma

Sammi Steel, otro conglomerado coreano, también se derrumba.

### Mayo: un detonante

- 7 El gobierno japonés, preocupado por la devaluación del yen, anuncia un aumento en las tasas de interés. La amenaza no se materializa, pero crea nerviosismo entre los inversionistas extranjeros, que empiezan a vender monedas del Sudeste Asiático, produciendo devaluaciones y caídas en las bolsas.
- 14-15 El bath sufre un ataque especulativo masivo.

### Julio: las explosiones

- 2 Tailandia flota el baht («managed float»). Este cae 20% hasta Bt29 respecto al dólar. El ringgit de Malasia cae hasta un nivel de MS2,52/\$; el won coreano cae a Won887/\$, la rupiah de Indonesia cae a Rp2,434/\$.
- 8 Malasia interviene para apoyar el ringgit.
- 11 El Banco Central de Filipinas amplía la banda de flotación del peso frente al dólar. Indonesia amplía la banda para su moneda, de 8% a 14%.
- 14 El Banco Central de Malasia abandona la defensa del ringgit.
- 17 Singapur permite la devaluación de su moneda.
- 24 Las monedas de la región sufren devaluaciones adicionales. El primer Ministro de Malasia culpa a los especuladores internacionales de estas devaluaciones.

### Agosto: el primer paquete del FMI

- 5 El Banco Central de Tailandia suspende a 48 entidades financieras.
- 14 Indonesia abandona la banda y deja flotar la rupiah. Esta cae a Rp2.682/\$.
- 20 El FMI aprueba un paquete de rescate de \$17.2 billones para Tailandia.

### Octubre: Wall Street siente los efectos

- 14 Taiwan devalúa su moneda.
- 20-23 El Hang Seng cae 25% en 4 días.
- 27 El Hang Seng cae un 5,5% adicional, detonando una reacción mundial. El Dow Jones declina 554 puntos (7,2%), su mayor caída en un solo día en toda su historia. Nasdaq cae 115,43 puntos y el S&P 500 cae 64,65 puntos. Las bolsas de latinoamérica sufren pérdidas record.
- 31 El FMI otorga a Indonesia un paquete financiero de apoyo por US\$23 billones (este posteriormente aumenta a US\$40 billones). Brasil dobla sus tasas de interés para defenderse de la especulación contra su moneda.

### Noviembre: la crisis se extiende

- 10 Brasil recorta el gasto público 15% y aumenta las tasas de interés, llevándolas al 43%.
- 12 El Nikkei 225 cae a su nivel más bajo en más de 2 años, como resultado de la devaluación del yen frente al dólar. El Dow Jones pierde más de 155 puntos.
- 17 Corea deja de apoyar su moneda, y esta cae a más de Won 1.000\$. Se quiebra el Hokkaido Takushoku Bank, décimo banco comercial por tamaño, como resultado del deterioro de su cartera. Es el primero de los grandes bancos japoneses en colapsar.
- 20 El Won se devalúa al máximo permitido del 10% en 3 días.
- 24 Yamaichi Securities, la cuarta casa de bolsa del Japón, fundada 100 años atrás, anuncia su cierre. Es la mayor quiebra empresarial de Japón. Sus deudas se estiman US\$23.82 billones; se sospecha que tiene deudas adicionales por US\$1.6 billones por fuera del balance. A ella le precedió la quiebra de Sanyo Securities.
- 26 Quiebra el Tokuyu City Bank, un banco regional de Japón.

### Diciembre: Corea cerca del desastre

- 4 El FMI aprueba un paquete de rescate para Corea por \$57 billones.
- 6-8 Halla, el conglomerado 11 de Corea, entra en liquidación. Tailandia liquida 56 compañías financieras. Malasia recorta el gasto público en 18%, su mayor cambio de política por décadas.
- 12 Los bancos internacionales concluyen que Corea debe negociar el paquete de \$57 billones del FMI. El Won cae hasta un nivel de Won 1.891/\$.
- 17 Japón recorta el impuesto sobre la renta de personas naturales en \$16 billones.
- 18 Kim Dae Jung es elegido presidente de Corea.
- 26 El won se devalúa en cerca de 25%.

Fuente: Financial Times, julio 10 de 1998; Wall Street Journal Américas, varios números; Chronology of the Asian Currency Crisis and It's Global Contagion (1998), en Internet.

## CRONOLOGIA DE LA CRISIS ASIATICA 1998

---

### **Enero: Indonesia en crisis cambiaria y Corea refinancia**

- 15 El FMI firma un nuevo acuerdo de reforma económica con Indonesia.
- 17 Los bancos internacionales llegan a un acuerdo con Corea para refinanciar la deuda de corto plazo hasta marzo 31.
- 22 La Rupiah colapsa, cayendo a un nivel de Rp17.000/\$.
- 27 Indonesia suspende temporalmente los pagos del servicio de la deuda externa.
- 28 Corea liquida 10 merchant banks. Varios de ellos están afiliados a grandes chaebol.
- 29 Se llega a un acuerdo entre el gobierno de Corea y los bancos internacionales para cambiar US\$24 billones de deuda de corto plazo por deuda a 1-3 años garantizada por el Gobierno.

### **Febrero: Japón intenta rescatar su sistema financiero**

- 6 El parlamento japonés aprueba un esquema de salvamento del sistema financiero por US\$239 billones, de los cuales cerca del 56% se utilizará para garantizar los depósitos y el resto para comprar acciones preferenciales de los bancos.

### **Abril: se acentúa la crisis japonesa**

- 2 El Nikkei cae 3.3%.
- 3 Moody's baja la calificación de la deuda soberana de Japón. Debate sobre el FMI en el congreso norteamericano: ataque generalizado al desempeño del Fondo Monetario en Asia.
- 8 Otro acuerdo sobre reforma económica entre el FMI e Indonesia.
- 17 El déficit en la balanza comercial de Estados Unidos llega a \$2.1 billones en enero, la más alta cifra mensual de toda su historia.

### **Mayo: crisis política en Indonesia**

- 8 Desórdenes estudiantiles en Jakarta.
- 13 El mercado bursátil de Jakarta cae 8%; la rupiah cae a mas de Rp10.000/\$.
- 19 Rusia aumenta las tasas de interés en 50%.
- 21 Renuncia Suharto. Lo sucede su vicepresidente, B.J. Habibie.
- 26 El PIB de Corea cae 3.8% en el primer trimestre.
- 27 Con el rublo bajo enormes presiones, Rusia aumenta las tasas de interés a 150%.

### **Junio: los Estados Unidos intervienen**

- 8 El yen cae por debajo de Y140/\$. El dólar australiano cae a A\$1.65/\$, ligeramente por encima del nivel más bajo de su historia.
- 10 El dólar de Taiwan en su nivel más bajo en 11 años.
- 12 Japón anuncia que el PIB anualizado del primer semestre cayó 5.3%.
- 18 Estados Unidos y Japón intervienen para sostener el Yen.
- 23 Hong Kong anuncia un paquete de \$32 billones para apoyar su moneda.
- 30 El baht se ubica en Bt42.2/\$; el ringgit en M\$4.128/\$; el won en 1.373/\$; la rupiah en Rp14.750/\$.

### **Julio: Cae el primer ministro japonés**

- 10 Ruytaro Hashimoto, primer ministro de Japón, presenta su renuncia ante la incapacidad de darle una salida clara y efectiva a la crisis financiera.
- 13 Rusia obtiene una ayuda histórica de US\$22.6 billones.

### **Agosto: Derrumbe de Rusia y nuevos ataques especulativos en Brasil y otras regiones**

- 10 Caída fuerte de los precios bursátiles en la mayoría de las bolsas del mundo.
- 17 Rusia anuncia que permitirá que el rublo caiga alrededor de 34% frente al dólar; también anuncia una moratoria de 90 días sobre el pago de US\$40 mil millones en deuda bancaria y empresarial con acreedores extranjeros y una reestructuración forzosa de US\$40 mil millones en letras del Tesoro con vencimiento antes de diciembre de 1999.
- 21 La crisis rusa afecta a todos los mercados bursátiles.
- 23 Yeltsin destituye al primer ministro y propone a Chernomyrdin.
- 27 Los mercados bursátiles a nivel mundial registran caídas espectaculares.

---

Fuente: Financial Times, julio 10 de 1998; Wall Street Journal Américas, varios números; Chronology of the Asian Currency Crisis and It's Global Contagion (1998), en Internet.

---

**Cuadro 14. RESERVAS INTERNACIONALES<sup>a</sup> DE LOS PAISES DEL ESTE ASIATICO 1997-1998**

Año/mes	Corea	Indonesia	Malasia	Filipinas	Tailandia
<b>1997</b>					
Marzo	29.893	19.012	27.710	10.408	37.074
Junio	34.069	20.336	26.588	9.781	31.361
Septiembre	30.389	20.275	22.159	9.421	28.622
Diciembre	20.367	16.587	21.101	7.266	26.179
<b>1998</b>					
Marzo	29.683	15.770	19.804	7.831	26.893
Junio	40.835	17.950	19.715 <sup>b</sup>	9.024	25.785

<sup>a</sup> Reservas totales menos oro.

<sup>b</sup> Cifra a mayo.

Fuente: International Financial Statistics, IMF, varios números.

**Cuadro 15. COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE CAMBIO DE LOS PAISES DEL ESTE DE ASIA 1997-1998 (Por US dólar)**

Año/mes	Corea (won)	Indonesia (rupiah)	Malasia (ringgit)	Filipinas (peso)	Tailandia (bath)
<b>1997</b>					
Enero	864,1	2.376,5	2,48	26,35	25,91
Febrero	864,3	2.397,5	2,48	26,33	25,89
Marzo	895,5	2.401,0	2,47	26,36	25,97
Abril	892,0	2.430,0	2,51	26,37	26,12
Mayo	891,5	2.432,5	2,51	26,37	24,92
Junio	888,0	2.431,5	2,52	26,37	25,90
Julio	890,0	2.615,0	2,63	29,00	31,87
Agosto	902,5	2.950,0	2,91	30,40	34,19
Septiembre	914,4	3.270,0	3,24	34,35	36,30
Octubre	964,8	3.605,0	3,35	35,37	41,02
Noviembre	1.169,5	3.647,5	3,49	34,83	40,25
Diciembre	1.695,0	5.495,0	3,89	39,90	48,15
<b>1998</b>					
Enero	1.525,0	10.500,0	4,18	42,65	52,75
Febrero	1.633,0	8.850,0	3,67	39,90	43,10
Marzo	1.385,0	8.650,0	3,64	37,90	39,25
Abril	1.336,0	8.075,0	3,74	40,15	38,67
Mayo	1.407,5	11.300,0	3,84	38,95	40,39
Junio	1.373,0	14.800,0	4,14	41,70	42,30
Julio	1.230,5	13.150,0	4,11	42,10	40,85
Agosto	1.350,5	11.200,0	4,18	43,80	41,90
Septiembre	1.390,7	10.700,0	3,80	43,75	39,53

Fuente: Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, IFC, varios números.



**Cuadro 16. COMPORTAMIENTO DE LOS INDICES DE PRECIOS BURSATILES DE LOS PAISES DEL ESTE DE ASIA 1992-1998 (En moneda local)**

Año/mes	Corea KSE Composite	Indonesia JSE Composite	Malasia KLSE Composite	Filipinas PSE Composite	Tailandia SET
<b>1992</b>					
Diciembre	678,4	274,3	644,0	1.256,2	893,4
<b>1993</b>					
Diciembre	866,2	588,8	1.275,3	3.196,1	1.682,9
<b>1994</b>					
Diciembre	1.027,4	469,6	971,2	2.785,8	1.360,1
<b>1995</b>					
Diciembre	882,9	513,9	995,2	2.594,2	1.280,8
<b>1996</b>					
Diciembre	651,2	637,4	1.238,0	3.170,6	831,6
<b>1997</b>					
Enero	685,8	691,1	1.216,7	3.421,9	788,0
Febrero	676,5	705,4	1.270,7	3.315,3	721,6
Marzo	677,3	662,2	1.203,1	3.223,0	705,4
Abril	703,2	652,1	1.080,2	2.648,2	661,3
Mayo	756,8	696,0	1.104,8	2.809,5	566,4
Junio	745,4	724,6	1.077,3	2.809,2	527,3
Julio	726,1	721,3	1.012,8	2.616,4	665,6
Agosto	695,4	494,0	804,4	2.021,5	502,2
Septiembre	647,1	546,7	814,6	2.057,4	544,5
Octubre	470,8	500,4	664,7	1.818,1	447,2
Noviembre	407,9	401,7	545,4	1.771,9	395,5
Diciembre	376,3	401,7	594,4	1.891,3	372,7
<b>1998</b>					
Enero	558,3	485,9	569,5	1.948,0	495,2
Febrero	548,4	482,4	745,4	2.266,3	528,4
Marzo	481,0	541,4	719,5	2.238,4	459,1
Abril	421,2	460,1	626,0	2.181,3	412,1
Mayo	336,6	420,5	538,2	2.011,5	325,6
Junio	297,9	445,9	455,6	1.760,1	267,3
Julio	343,3	481,7	402,7	1.607,6	266,7
Agosto	310,2	342,4	302,9	1.192,3	214,5
Septiembre	310,3	276,2	373,5	1.259,6	253,8

Fuente: Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, varios números.

La crisis cambiaria y bursátil en el Este de Asia se convirtió rápidamente en una crisis de deuda, que empezó a arrastrar empresas y entidades financieras. La salida de capitales llevó a un fuerte incremento en las tasas de interés domésticas. "La combi-

nación de devaluación y aumentos en las tasas de interés produjo un rápido deterioro de la cartera de los bancos, especialmente cuando los proyectos inmobiliarios se fueron a la quiebra. En muchos casos las empresas constructoras y de finca raíz se habían

**Cuadro 17. PRECIOS INTERNACIONALES DE ALGUNOS PRODUCTOS PRIMARIOS**

Año/mes	Cobre (US centavos/libra)	Petróleo <sup>a</sup> (US\$/barril)	Madera <sup>b</sup> (US\$/metro cúbico)	Níquel (US centavos/libra)
<b>1994 (promedio)</b>	104,58	17,18	316,32	287,21
<b>1995 (promedio)</b>	133,00	18,43	257,68	373,02
<b>1996 (promedio)</b>	104,03	22,13	253,74	340,38
<b>1997</b>				
Enero	110,10	24,93	240,56	320,65
Febrero	109,16	21,83	233,72	350,93
Marzo	109,78	20,66	237,35	358,03
Abril	108,38	19,40	240,16	331,72
Mayo	114,00	20,50	252,18	339,11
Junio	118,45	18,87	264,85	320,24
Julio	111,09	19,32	254,33	309,93
Agosto	102,06	19,62	245,37	306,83
Septiembre	95,45	19,59	232,62	294,76
Octubre	93,02	21,21	227,36	289,10
Noviembre	87,02	19,88	216,94	278,38
Diciembre	79,90	18,16	210,67	269,54
<b>1998</b>				
Enero	76,55	16,70	197,10	248,98
Febrero	75,48	16,06	202,50	243,45
Marzo	79,25	15,11	195,47	244,81
Abril	81,65	15,32	168,95	244,53
Mayo	78,55	14,90	149,08	227,56
Junio	75,14	13,71	132,94	202,16
Julio	75,10	14,12	134,83	196,52

<sup>a</sup> West Texas Intermediate.

<sup>b</sup> Hardwood Logs de Malasia.

Fuente: International Financial Statistics, IMF, varios números.

endeudado en moneda extranjera sin cubrirse contra el riesgo cambiario para financiar estos proyectos" (Radelet y Sachs {1998}). "Además, como los bancos eran prestamistas netos en dólares, la devaluación les redujo en forma súbita su capital" (Radelet y Sachs {1998}). La pérdida de capital bancario se sumó a la salida de capitales, para producir una severa contracción del crédito doméstico.

La cartera morosa de los bancos coreanos, definida como los créditos sin colateral que están en mora por 6 meses, era del 2,7% del total de créditos a finales de 1997. Incluyendo aquellos con colateral

en esta definición, la cifra ascendía a 6%; y usando la definición estricta de cartera morosa, que es aquella con 3 meses de mora, esta ascendía al 15%-20%.

Para evitar una crisis sistémica, el gobierno coreano salió a capitalizar dos grandes bancos comerciales, el Korea First Bank y el Seoulbank, que sufrieron una fuerte caída en depósitos. Con la capitalización, el gobierno quedó con el 59% de la propiedad de estos bancos. A finales del año 1997 quebró Coryo Investment & Securities, la primera quiebra de una institución financiera coreana en más de tres déca-

das. A ella le siguió la de Dongsuh Securities Co. El gobierno suspendió también las operaciones de cinco "merchant banks" incapaces de pagar sus deudas: Nara Banking, Daehan Investment Banking, Shinhan Investment Bank, Central Banking y Hanwha Merchant Bank. Estos bancos debían elaborar planes para aumentar su capital o fusionarse a más tardar a fines de 1997. En enero se decidió finalmente liquidar 10 "merchant banks"<sup>21</sup>.

En Japón quebró el Hokkaido Takushoku Bank, el primero de los grandes bancos japoneses en colapsar. Yamaichi Securities, la cuarta casa de bolsa del Japón, también se liquidó. Posteriormente se quebró el Tokuyu City Bank, un banco regional de Japón. Al menos cinco bancos se encuentran en mala situación: Long Term Credit Bank of Japan Credit Ltd., Nippon Credit Bank Ltd., Mitsui Trust & Banking Co. Ltd., Yasuda Trust & Banking Co. Ltd y Chuo Trust & Banking Co. Ltd.<sup>22</sup>. En febrero 6 de 1998 el parlamento japonés aprobó un esquema de salvamento del sistema financiero por US\$239 billones, de los cuales cerca del 56% se utilizará para garantizar los depósitos en los bancos quebrados o con problemas y la suma restante para comprar acciones preferenciales de los bancos.

Las fuertes devaluaciones y las altas tasas de interés que les siguieron afectaron especialmente a las empresas más apalancadas, como las coreanas. En Corea, en total ocho de los 30 mayores conglome-

rados se quebraron o están sufriendo graves problemas financieros. Entre ellos se puede mencionar la quiebra del Chong Gu Group, un gigante coreano de la construcción, que tenía deudas por US\$713 millones. Con ella sumaron cinco grandes compañías de construcción que quebraron.

La crisis financiera y cambiaria y la quiebra de bancos y empresas que trajo consigo, produjo una recesión en casi todos los países de la región. Para 1998 se ha proyectado un crecimiento del PIB de Corea de -4,3% (frente a 5,5% en 1997), de -15,0% para Indonesia (frente a 5,0% en 1997) y de -7,2% para Tailandia (frente a -0,4% en el año anterior). Filipinas y Malasia experimentarían un crecimiento positivo, pero muy inferior al del año 1997.

La crisis no ha terminado, y quizás algunos de sus efectos más negativos todavía están por producirse. El 10 de agosto de 1998 se produjo una fuerte caída en los precios de casi todas las bolsas del mundo, cuando las preocupaciones por la situación del sector bancario japonés produjeron una caída en el yen, lo que se sumó a los temores por una mayor desaceleración económica internacional. La devaluación del yen con respecto al dólar hizo que los inversionistas centraran su atención sobre la posibilidad de que China se viera forzada a devaluar el yuan, lo que a su vez afectaría el dólar de Hong Kong (que está atado al dólar norteamericano) y desataría una nueva ola de devaluaciones en Asia. La causa primaria de la caída del yen fue la creciente conciencia de que el nuevo primer ministro carecía de la voluntad política para solucionar la crisis bancaria de ese país.

En agosto 17 por su parte se produjo el anuncio del gobierno de Rusia de aumentar el techo de la banda de flotación de su moneda de 6,3 rublos por dólar a 9,5, lo que permitió que esta se devaluara adicionalmente en 34% frente a la tasa vigente.

---

<sup>21</sup> Estos bancos, especializados en préstamos de corto plazo a las empresas, han estado en el centro de la crisis. Se financiaron con recursos baratos del exterior, que invirtieron en mercados emergentes de alta rentabilidad ("high yield") pero muy riesgosos, como los de Indonesia, Brasil y Rusia.

<sup>22</sup> Se ha denunciado además que los bancos japoneses han hecho acuerdos "tobashi", donde las pérdidas se ocultan, transfiriéndolas entre clientes.

También se anunció una moratoria de 90 días sobre el pago de US\$40 mil millones de deuda externa y una reestructuración forzosa de otros US\$40 mil millones en letras del Tesoro con vencimiento antes de finalizar 1999. Así mismo, desde finales de agosto Brasil ha vuelto a sufrir ataques especulativos contra su moneda, fuertes caídas en reservas y un desplome de sus bolsas.

La quiebra de bancos y empresas, la desaceleración económica y el aumento del desempleo en los países del Este de Asia, en Japón y en Rusia, han tenido también repercusiones políticas muy importantes<sup>23</sup>. En noviembre de 1997 renunció el ministro de economía y finanzas de Corea del Sur. En ese mismo mes el país eligió como presidente por un término de 5 años, a Kim Dae-jung, un antiguo disidente de discurso populista, que rápidamente se transformó a la ortodoxia.

En enero de 1998 renunció el ministro de finanzas de Japón, como resultado de un escándalo por soborno a inspectores bancarios. El gobernador del Banco Central del Japón debió por su parte renunciar en marzo como resultado de escándalos relacionados con funcionarios del banco que intercambiaban información interna por sobornos. El primer ministro Ryutaro Hashimoto renunció en julio, siendo reemplazado por otro miembro de su partido, Keizo Obuchi. En Filipinas ganó las elecciones del 11 de mayo Joseph "Erap" Estrada, un actor de cine y televisión, con un programa populista. En Rusia, en agosto, el presidente ruso cambió totalmente su gabinete ministerial y destituyó al primer ministro;

y en Indonesia, la inestabilidad política le costó el puesto a Suharto en el mes de mayo<sup>24</sup>.

#### **IV. LAS RESPUESTAS DEL FMI A LA CRISIS ASIÁTICA Y LAS POLEMICAS QUE DESATARON**

El FMI propuso a los países en crisis dos paquetes de medidas: uno que buscaba enfrentar la crisis de balanza de pagos y otro que perseguía reformas estructurales. El primero combinaba la ayuda financiera con las recetas tradicionales de sus programas de ajuste (recorte del gasto público y eliminación de subsidios, política monetaria y crediticia restrictiva, etc), dirigidas a aumentar las tasas de interés, con el objeto de detener y/o revertir las salidas de capitales, prevenir mayores devaluaciones y limitar el impacto inflacionario de estas. El segundo buscaba fundamentalmente reformar y fortalecer los sistemas financieros de algunos países de la región, con medidas como las de mejorar la regulación y supervisión bancaria (reforzando las normas sobre capital adecuado), liquidar bancos insolventes, modificar los esquemas de otorgamiento de crédito (crédito dirigido y conectado) y abrir aún más los mercados financieros a la inversión extranjera. Algunas de las reformas estructurales exigidas iban más

---

<sup>24</sup> En esto la crisis asiática se asemeja también al "crack" de 1929, que trajo consigo una gran inestabilidad política. Surgieron gobiernos dictatoriales en muchos países de Europa y en países en desarrollo, al igual que en Japón. El nazismo se tomó el poder en Alemania y el fascismo se instaló en Italia, España, Japón y hasta Argentina.

---

<sup>24</sup> Suharto, con 76 años de edad y 32 años en el poder, logró en marzo su séptima reelección presidencial para un período de cinco años, con el ministro de tecnología Jusuf Habibie como su vicepresidente. El nepotismo y el favoritismo se reflejaron en la conformación de su gabinete. Designó a su hija mayor (que dirigía un conglomerado que desarrollaba proyectos de energía) como ministro de asuntos sociales, a su socio Bob Hasan (que también dirige un imperio comercial y domina la industria forestal) como ministro de comercio e industria y a Fuad Bawazier (director general del servicio de taxis, tesorero de una fundación presidencial y miembro de la junta directiva de dos bancos estatales con préstamos considerables a las empresas de propiedad de familiares de Suharto) como ministro de finanzas. El descontento resultante de estas decisiones, sumado a las revueltas populares y a los ataques étnicos originados en escaladas de precios de los bienes de consumo masivo, produjeron cientos de muertos y una enorme inestabilidad política, y obligaron finalmente a renunciar a Suharto, que entregó el poder a su vicepresidente.

lejos, pues se demandaron reformas comerciales y laborales, abolición de algunos monopolios, mejoras en el manejo de las empresas y en la información al público sobre su desempeño, e incluso, modificaciones en las reglas de juego políticas.

Los paquetes de crédito que ofreció a cambio el FMI fueron enormes, constituyéndose en los mayores rescates financieros de toda la historia:

- Para Tailandia ofreció US\$17.2 billones, de los cuales US\$3.9 billones correspondían a créditos del FMI y el resto a otras entidades multilaterales y algunos gobiernos.
- Para Indonesia ofreció por su parte US\$46 billones, de los cuales US\$10 billones correspondían a créditos del FMI.
- Finalmente, a Corea le ofreció la mayor suma, US\$57 billones. De este monto, US\$21 billones correspondían a créditos del FMI, la suma más alta jamás otorgada a un gobierno por esta entidad. Otros US\$10 billones provenían del Banco Mundial y US\$24 billones eran créditos de países, a utilizarse como último recurso (de Estados Unidos (US\$5 billones), Japón, Francia, Alemania, Gran Bretaña, Canadá, Italia, Australia, Bélgica, Holanda, Nueva Zelandia, Suecia y Suiza). El Banco Asiático de Desarrollo también ofreció recursos a Corea.

La ayuda financiera ofrecida a Corea supera la otorgada a México en 1995 (de US\$ 50 billones). Directamente el FMI le ofreció a Corea US\$15.5 billones, frente a US\$12.1 billones a México en enero de 1995 y US\$10 billones a Indonesia. Estos constituyen los créditos de mayor volumen que ha otorgado el FMI en su historia.

En total el FMI le ofreció a Asia US\$120.2 billones; a Rusia por su parte le ofreció créditos por US\$22.6

billones. No extraña por lo tanto que el FMI se quedara sin recursos y se viera obligado a solicitar una ampliación de aportes a los países miembros y especialmente a Estados Unidos. El gobierno norteamericano le pidió al Congreso otorgar otros US\$18 billones a la entidad.

Las medidas del FMI para el Este de Asia recibieron inicialmente fuertes críticas por parte de economistas norteamericanos muy prestigiosos, como Feldstein, Sachs y Dornbusch. Las críticas básicamente señalaban que el FMI se estaba excediendo en sus atribuciones, tratando de convertirse en un supra-gobierno que dicta todo tipo de reformas, que el dinero ofrecido por el FMI (y provisto por los contribuyentes) podía terminar en manos de una docena de bancos internacionales con problemas y que además era una entidad donde primaba el secreto, no democrática y que no tenía contrapesos adecuados en sus diagnósticos y propuestas. También se dijo que el FMI intentaba aplicar el mismo paquete a países con condiciones muy diferentes y que el paquete para el Este de Asia podía causar más daño que beneficio.

Para Sachs (1997), los programas de ajuste iban a producir una contracción macroeconómica severa, que no estaba justificada. En Corea, a pesar de que el won se había depreciado 80% en 1997, lo que generaba una presión inflacionaria enorme, el FMI insistió en se que mantuviera una tasa de inflación constante de 5,2% en 1998, frente a 4,2% en 1997, lo que implicaba una política monetaria muy restrictiva. De hecho, al firmarse el programa, las tasas de interés de corto plazo aumentaron de 12,5% a 21% y siguieron subiendo en los meses siguientes (Sachs {1997}). Además, el FMI había solicitado un ajuste fiscal del orden de 1,5% del PIB.

El FMI también le pidió a Corea suspender 12 de un total de 30 merchant banks, acelerar el castigo de

los estados financieros por parte de las instituciones financieras y tomar medidas para evitar el cruce de garantías de deuda entre unidades de un conglomerado. Los bancos debían cumplir además los standards del BIS. Adicionalmente, el FMI exigió reformas comerciales<sup>25</sup>, mayor apertura a la inversión extranjera en el sector financiero y el mercado de capitales<sup>26</sup>, eliminación de los controles al endeudamiento externo privado, reformas laborales y reformas al régimen legal bajo el que operan las empresas coreanas. El Fondo insistió además en que todos los candidatos presidenciales "endosaran" este programa (Sachs {1997}).

En Indonesia el FMI pidió liquidar varios bancos débiles, que habían sido atrapados por el ciclo de auge y declinación del crédito externo, lo que a su vez generó corridas bancarias en bancos sólidos, y agravó la situación del sistema financiero. En Filipinas por su parte las tasas de interés de corto plazo debieron superar el 100% anual para poder cumplir con las metas crediticias fijadas por el FMI (Sachs {1997}).

Sachs (1997) criticó fuertemente la estrategia inicial del FMI, señalando que *no había necesidad de programas de ajuste tan brutal cuando los "fundamentals" estaban en buen nivel*. Estos programas podían agravar la recesión y deteriorar aún más la situación

económica de estos países. Para Sachs la región no necesitaba ajustes presupuestales, mayores restricciones crediticias y más cierres bancarios; lo que necesitaba era dejar flotar las monedas, para no perder reservas y para no tener que aumentar las tasas de interés (y trazarse la meta ilusa de mantener fuerte la moneda), políticas fiscales y monetarias estables o ligeramente expansionistas para contrabalancear la reducción en el crédito externo y un fortalecimiento de la regulación bancaria, no liquidando bancos, sino empujando a los bancos débiles a fusionarse con los fuertes. Obligar a los bancos a cumplir los requisitos de capital del BIS y al gobierno a adoptar una política crediticia restrictiva, agravaría aún más la situación de "credit crunch" que se había producido como consecuencia de la salida de capitales. Presionar además por cierres de bancos en una situación en que el tratamiento de los depositantes es incierto (el seguro de depósitos es implícito, no explícito), agravaría la crisis financiera y aumentaría la fuga de capitales, como efectivamente ocurrió.

Sachs también señaló que si las operaciones de salvamento de estos países (que implican créditos por más de US\$120 billones) se manejaban de forma incorrecta, podían terminar ayudando exclusivamente a una docena de bancos internacionales a evitar las pérdidas por créditos riesgosos (Sachs {1997}). La intervención del FMI debía evitar el "riesgo moral" asociado con el hecho de que los inversionistas y acreedores privados internacionales seguirían asumiendo riesgos excesivos si saben que serán rescatados cuando la situación se vuelva crítica. En este sentido, la política de "nacionalización" de las deudas privadas (vías garantías públicas) también promovería las conductas riesgosas.

Según Sachs, la respuesta inicial pudo ser otra. Cuando empezó la crisis, el FMI pudo haber alentado al Japón, a Estados Unidos y a Europa para

---

<sup>25</sup> Que contemplaban incluso el permitir mayor acceso de los productos japoneses al mercado coreano (las importaciones de Japón estaban restringidas debido al gran superávit comercial con Corea). Al respecto los periódicos coreanos se quejaron de que los Estados Unidos y el Japón estaban utilizando la crisis de Corea como una palanca para forzar a este país a abrir más sus mercados.

<sup>26</sup> Se pidió elevar el tope en relación con la propiedad extranjera de acciones sobre una base individual o combinada a 50% (frente al existente de 7% para personas naturales extranjeras y 26% sobre una base combinada) y permitir a los bancos y casas de bolsa extranjeras establecer subsidiarias a mediados de 1998.



proveer apoyo crediticio al Banco de Corea; y pudo haber convencido a los mayores bancos internacionales para que refinanciaran las deudas de corto plazo, sin crear pánico (Sachs (1997). Los acreedores debían haber contribuido desde el primer momento a superar la crisis mediante la renegociación de las deudas a plazos mayores, sin solicitar su "nacionalización", ni aumentar las tasas de interés. De esta forma, los recursos que comprometerían las entidades multilaterales, que deberían ser limitados, podrían dirigirse a financiar el ajuste y recuperación de estas economías y no a pagar a los acreedores.

Para Feldstein (1998), por su parte, el FMI se excedió en sus funciones con los programas que diseñó para Asia. Su opinión es que el FMI debe centrarse exclusivamente en los ajustes de la balanza de pagos, ayudando a resolver problemas temporales de liquidez en el mercado cambiario y problemas de déficits comerciales sostenidos, y debe abandonar su política de imponer grandes reformas estructurales e institucionales en el Este de Asia, política que había utilizado anteriormente en la Unión Soviética y en los países de Europa Oriental.

Con el colapso de la Unión Soviética y la liberalización de sus países satélites, el FMI encontró nuevos motivos de existencia. Debido a la nula experiencia de los gobiernos de estos países con las economías de mercado, el FMI encontró que podía proveer recomendaciones en áreas que no hacen parte de su mandato: privatizaciones, sistemas bancarios, sistemas monetarios, estructuras tributarias, etc. Según Feldstein, algunos de estos consejos fueron útiles, otros no. Pero,

*"...mientras los economistas por fuera del Fondo tenían una variedad de visiones acerca de las políticas correctas para Rusia y otros países de Europa Oriental y de la Unión Soviética, el FMI lograba imponer las suyas debido a que proporcionaba sustanciales recompensas financieras a los países que aceptaban su consejo" (Feldstein (1998).*

Para Feldstein (1998) el FMI está actuando en el Este de Asia y Corea de la misma forma que actuó en Europa Oriental y la ex-Unión Soviética. En lugar de confiar en los bancos privados para la provisión de crédito y servir fundamentalmente como una entidad de monitoreo del desempeño económico, tomó la iniciativa ofreciendo crédito en forma masiva. A cambio ha impuesto programas que demandan no sólo políticas macroeconómicas de ajuste y la reforma de las instituciones financieras, sino también cambios sustanciales en las estructuras económicas y en la conducta política.

Las medidas del FMI no sólo encontraron oposición por parte de algunos economistas; también fueron resistidas por los gobiernos de algunos de los países asiáticos, especialmente el de Indonesia. Ello en parte se debió a que el programa de reformas afectaba los intereses de Suharto y de sus familiares y amigos y en parte a que algunas de las medidas propuestas generaron graves disturbios. En el primer acuerdo con el FMI en octubre, que no llegó a implementarse, el gobierno había prometido generar un superávit fiscal, reducir subsidios a la gasolina, liquidar 16 bancos insolventes, reducir el déficit comercial y cancelar grandes programas de gasto público, algunos relacionados con la familia de Suharto<sup>27</sup>. Como un ejemplo de la oposición al programa, la Corte de Indonesia decidió retrasar la liquidación de PT Bank Jakarta, uno de los 16 bancos que el FMI había pedido liquidar y cuyo propietario era medio-hermano de Suharto.

El gobierno llegó a un segundo acuerdo con el FMI en enero, cuatro meses después del primero, en que prometió incluso dismantelar los monopolios

---

<sup>27</sup> Los familiares de Suharto y sus asociados son dueños de grandes empresas y entidades financieras y estaban desarrollando importantes obras de infraestructura con financiación pública.



y fusionar alrededor de 50 bancos, llevando su número a 12. Indonesia siguió sin embargo eludiendo los compromisos y empezó a coquetear con la idea de introducir un "currency board", como en Argentina y Hong Kong, para salir de la crisis. En febrero Suharto despidió al gobernador del banco central por oponerse a esta solución. Además, en febrero 20 anunció que iba a garantizar todos los depósitos de los bancos liquidados, con recursos que el Banco Central le prestaría al gobierno a 10 años.

El FMI le respondió que antes de establecer un "currency board" debía realizar algunas reformas en relación con el sector bancario y la deuda privada y que no había salidas fáciles y rápidas a la crisis. La idea del "currency board" fue también fuertemente criticada por casi todos los gobiernos de los países desarrollados.

Finalmente, Suharto cedió en abril. Empezó por congelar las licencias de siete bancos (cuatro de los cuales estaban controlados por amigos y familiares de Suharto) y colocó otros 7 bajo el manejo de una agencia de reestructuración de bancos. Se acordó que un total de 54 bancos (39 privados, 4 estatales y 11 provinciales) serían enviados a una agencia estatal que se crearía para tratar con los bancos en problemas.

En relación con los programas de ajuste, hay que reconocer también que el FMI no tomó la actitud de oídos sordos frente a las críticas académicas y empezó a proponer otras salidas a la crisis, como la fusión de entidades y la refinanciación de las deudas de corto plazo. Igualmente, frente a los fuertes efectos negativos de sus programas, el FMI aceptó la redefinición de algunas metas macroeconómicas, e hizo más énfasis en las medidas para enfrentar los costos sociales de la crisis.

El FMI apoyó la refinanciación de la deuda externa de corto plazo de Corea, al igual que lo hicieron los países desarrollados que ofrecieron recursos a este país, que establecieron como condición de la ayuda crediticia que los bancos privados refinanciaran los créditos de corto plazo<sup>28</sup>.

En enero se redujo la meta de crecimiento de Corea (de 2,5% a 1%-2%) al igual que otras metas macroeconómicas. En acuerdo con el FMI, se aumentaron los beneficios de desempleo en febrero.

En noviembre de 1997, cuando se revisó el programa para Tailandia, se ajustó la tasa de crecimiento requerida por el FMI para 1998 de 3,5%, a un rango entre 0,0%-1,0%. En febrero se cambió la meta fiscal a un déficit de 1%-2% del PIB, frente a un superávit inicialmente acordado de 1%, debido a que la recesión estaba reduciendo los ingresos del gobierno. El FMI también le permitió bajar las metas de tasas de interés, pues estaban produciendo una parálisis de la actividad económica. Iguales cambios hizo en el caso de Indonesia, permitiéndole modi-

---

<sup>28</sup> La deuda externa de Corea del Sur se estimaba oficialmente en US\$65.6 billones en septiembre de 1997 (fuentes no oficiales han mencionado cifras cercanas a los US\$120 billones), de los cuales US\$39.9 billones correspondían al sistema financiero y el resto al sector privado no bancario. Corea enfrentaba la posibilidad de una enorme crisis de deuda, dado que debía desembolsar sumas gigantescas en el muy corto plazo. En enero 29 se llegó a un acuerdo entre el gobierno de Corea y los bancos internacionales para cambiar US\$24 billones de deuda de corto plazo por deuda a 1-3 años garantizada por el gobierno. Ello alivió considerablemente las presiones financieras y le permitió al país incluso colocar en abril en los mercados internacionales un total de US\$4 billones en bonos a 5 y 10 años. Entre los prestamistas a Corea con los que se llegó al acuerdo estaban: de Estados Unidos, el Bank of América, Bankers Trust, Bank of New York, Chase Manhattan, Citibank, J.P. Morgan, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch y Salomon Smith Barney; de Japón, el Sanwa Bank, el Bank of Tokio-Mitsubishi, el Norin Chukin Bank y el Sakura Bank. Por los bancos europeos, ABN Amro, ING Barings, Bank of Nova Scotia, Commerzbank, Deutsche Bank, Société General y Westdeutsche Landesbank.

ficar los acuerdos de enero, mantener los subsidios al arroz y la soya y aumentar tan sólo gradualmente los precios de la gasolina y los energéticos.

### **A. ¿Controles a los movimientos de capitales?**

La crisis asiática también reabrió la antigua polémica sobre la necesidad de establecer controles a los flujos de capitales, como medida para prevenir las crisis cambiarias en un mundo más globalizado. La Cepal por ejemplo ha propuesto la vieja fórmula de establecer un pequeño impuesto a todas las transacciones en moneda extranjera a nivel mundial ("Tobin taxes"), que desincentivaría los flujos especulativos de capital de corto plazo (que tributarían con mucha frecuencia) y tendría un impacto muy marginal sobre los flujos de largo plazo (Cepal {1998}).

Para Bhagwati (1998), uno de los mayores críticos del libre flujo de capitales, los beneficios de la apertura de la cuenta de capitales constituyen una creencia que no ha sido demostrada y que se basa en la idea de que produce los mismos efectos que el libre comercio, generando ganancias para todas las partes. Si se incluyen en el análisis los costos económicos y sociales de las crisis cambiarias, es difícil afirmar que los beneficios de la libre movilidad de capitales superan a los costos. Entre estos costos se cuentan el incremento en las tasas de interés necesario para restaurar la confianza de los inversionistas, la quiebra de empresas altamente endeudadas (y el desempleo que ello trae consigo) y la venta de activos a precios de ganga. Bhagwati también señala que, a diferencia de la liberalización comercial, medida apoyada en numerosos estudios sobre los costos de la protección, ninguno de los proponentes de la libre movilidad de capitales ha estimado los beneficios y costos de esta medida. Cita además los casos de China y Japón como ejemplos de países

que han logrado tasas muy altas de crecimiento económico sin una cuenta de capitales abierta. Para él, los beneficios de la movilidad de capitales pueden provenir de la inversión directa, más no de la inversión de portafolio.

Dornbusch, que antes era un firme defensor de los "Tobin taxes", ha cambiado recientemente de opinión, señalando que un pequeño impuesto sobre los flujos de capital no tiene mayor impacto sobre los volúmenes que ingresan; tan sólo aumenta el horizonte de las entradas de capital. Un impuesto mayor por su parte puede afectar las condiciones del mercado cambiario y en general las perspectivas de largo plazo de la inversión extranjera. Según Dornbusch (1998 {b}), un Tobin tax no es una respuesta a las fugas de capitales que surgen como resultado de un colapso esperado de los precios de los activos y de las instituciones financieras. Para Dornbusch, la apertura de la cuenta de capitales no fue la causa de los problemas en el Este de Asia, sino la combinación de apertura junto con un sistema financiero no regulado ni supervisado.

## **V. IMPACTO INTERNACIONAL DE LA CRISIS**

En este capítulo se examinan los efectos internacionales de la crisis. En la primera sección se presentan las proyecciones de mediano plazo de algunos organismos internacionales sobre el impacto a nivel mundial de la crisis. En la segunda sección se describen los efectos recientes de la crisis sobre algunas economías latinoamericanas. Finalmente, la tercera y última sección considera sus efectos sobre la economía colombiana.

### **A. Proyecciones de mediano plazo del impacto internacional de la crisis**

Como resultado de las fuertes devaluaciones y de la reducción en el crecimiento económico de los

países del este asiático, el crecimiento mundial se ha desacelerado, los patrones de comercio exterior han sufrido algunos cambios<sup>29</sup> y se ha observado un deterioro en los términos de intercambio de algunos países en desarrollo, por efecto de la caída en los precios de algunas "commodities" que tienen un mercado importante en los países asiáticos. Los patrones del flujo de capitales también han cambiado, reduciéndose la disponibilidad de capital privado externo para los países en desarrollo. Adicionalmente, se ampliaron los spreads para la colocación de bonos y obtención de crédito por parte de estos países; la crisis también ha traído consigo una reducción en las tasas de interés internacionales<sup>30</sup>.

Varios organismos de investigación económica y algunas entidades multilaterales han realizado estimaciones del impacto internacional de la crisis. En las secciones que siguen se presentan las proyecciones de cuatro de estas entidades sobre los efectos de mediano plazo (1998-2000) de la crisis asiática sobre la economía mundial y las economías latinoamericanas: el Banco Mundial, la Cepal, el Institute for International Economics y el Institute of International Finance. Con ello se pretende que el lector se haga a una opinión informada y balancea-

da de estos efectos. Cabe mencionar que estas proyecciones se realizaron en el primer semestre de 1998. Debido a que la evolución económica mundial en ese semestre fue menos favorable de lo que se había pronosticado, las proyecciones se están revisando a la baja.

### ***1. Proyecciones del Banco Mundial sobre el impacto internacional de la crisis***

El Development Prospects Group del Banco Mundial proyectó en enero de 1998 las tasas de crecimiento económico de mediano plazo de los diversos países y comparó estos resultados con los obtenidos en las proyecciones de junio de 1997 (Banco Mundial {1998}). Del ejercicio se concluyó que la crisis reduciría el crecimiento mundial en 0,5 puntos, de 3,1% a 2,6%.

Para los países en desarrollo, por su parte, el crecimiento del PIB sería menor en 1,0 punto en 1998, en 0,4 puntos en 1999 y en 0,2 puntos en el 2000, frente a las proyecciones de junio de 1997. Excluyendo el Este de Asia, la región más afectada entre los países en desarrollo sería Latinoamérica, con una caída esperada de 1,0 punto en el crecimiento del PIB en 1998, de 3.7% a 2.7%. Brasil sería el país más afectado, con una reducción de 2,5 puntos frente a las proyecciones previas.

El Banco Mundial también elaboró pronósticos sobre los efectos comerciales de la crisis. La combinación de una reducción de importaciones del Este de Asia con el desplazamiento de exportaciones en otras regiones, causaría una caída en los volúmenes mundiales de exportación de 0,7% en 1998 respecto de las proyecciones previas. Las exportaciones latinoamericanas serían inferiores en alrededor de 1,0%. Entre los países en desarrollo, el Banco Mundial pronosticó que Colombia sería el

---

<sup>29</sup> La mayor parte del ajuste comercial en los países del este asiático se produjo inicialmente via reducción de las importaciones. Existen dificultades para ampliar rápidamente las exportaciones, debido a que las empresas enfrentan restricciones crediticias.

<sup>30</sup> Desde julio de 1997 los spreads de los eurobonos del Este de Asia han aumentado de 100 bp a 500 bp, al igual que los spreads latinoamericanos (Banco Mundial (1998)), ubicándose estos últimos en niveles similares a los del Este de Asia. Los inversionistas han realizado un "flight to quality", llevando sus recursos al mercado norteamericano, lo que ha reducido las tasas de interés de los bonos de largo plazo del Tesoro estadounidense.

segundo país, después de Argelia, con mayores caídas en los términos de intercambio en 1998 (alrededor de 9%).

## **2. *Proyecciones del Instituto para la Economía Internacional (Institute for International Economics -IEI-) del impacto de la crisis sobre el comercio exterior***

Para el IEI las fuertes devaluaciones asiáticas mejorarán la posición competitiva de los países de esa región, lo que junto con la desaceleración de esas economías, producirá grandes cambios en las balanzas comerciales y en cuenta corriente a nivel internacional. Un estudio de Noland, Liu, Robinson y Wang (los dos primeros del IEI), citado por Bergsten (1998), utilizó un modelo de equilibrio general computable (CGE) para estimar los efectos de mediano plazo (tres años) de la crisis asiática sobre la balanza de cuenta corriente de algunas de las mayores economías, encontrando que la crisis producirá los siguientes impactos en ese lapso:

- ❑ Un incremento de US\$100 billones en el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos en términos reales;
- ❑ Una reducción similar en el superávit de la CEE;
- ❑ Un aumento de US\$50 billones en el superávit de Japón; y,
- ❑ Un cambio favorable de cerca de US\$50 billones en la cuenta corriente de Corea del Sur, pasando este país de un gran déficit a un gran superávit.

Para el IEI estos cambios probablemente se materializarán en forma lenta, debido a las restricciones crediticias que enfrentan los exportadores del Este de Asia.

## **3. *Proyecciones del Instituto de Finanzas Internacionales (Institute of International Finance -IIF-) del impacto sobre la balanza comercial y la cuenta de capitales de algunos países latinoamericanos***

El IIF realizó una estimación del impacto de la crisis asiática sobre la balanza comercial de algunos países latinoamericanos para 1998. Las recesiones y devaluaciones asiáticas disminuirán las exportaciones latinoamericanas a los países del este asiático y aumentarán sus importaciones desde estos países ("efecto directo"). Adicionalmente, se reducirán las importaciones de bienes latinoamericanos desde los países en los que América Latina compite con las exportaciones del este asiático ("efecto sustitución" o "efecto indirecto").

El IIF considera que el primer efecto sobre exportaciones es menos importante que el segundo, debido a que los vínculos comerciales entre América Latina y estos países no son muy fuertes. El Instituto estima que las exportaciones latinoamericanas al este asiático se reducirán en US\$1,749 millones en 1998 como efecto de la crisis (Cuadro 18). El efecto indirecto sobre las exportaciones latinoamericanas (a Estados Unidos, Japón, la Unión Europea y mercados emergentes) será mucho mayor, estimándose en US\$8,107 millones. El impacto total sobre la balanza comercial latinoamericana (caída en exportaciones y aumento en importaciones) se estimó por su parte en US\$11.300 millones. En comparación, China y Hong Kong verían reducidas sus exportaciones al Este de Asia en US\$3.676 millones y a terceros mercados en US\$17,912 millones; y su balanza comercial se deterioraría en alrededor de US\$34.400 millones.

El IIF reconoce que estos pronósticos subestiman los efectos de la crisis sobre el comercio y la balanza

**Cuadro 18. IMPACTO DE LA CRISIS ASIÁTICA SOBRE LA BALANZA COMERCIAL DE ALGUNOS PAISES LATINOMERICANOS EN 1998 (Millones de US\$)**

País	Efecto directo sobre exportaciones a Asia <sup>a</sup>	Efecto sustitución de exportaciones					Impacto sobre la balanza comercial
		Estados Unidos	Japón	UE	Otros	Total	
México	-311	-4.935	-62	-119	-311	-5.427	-6.000
Brasil	-713	-509	-79	-281	-713	-1.582	-3.000
Argentina	-386	-52	-3	-51	-386	-492	-800
Chile	-94	-22	-6	-14	-94	-136	-900
Colombia	-121	-68	-12	-32	-121	-233	-300
Venezuela	-108	-58	-1	-15	-108	-182	-200
Perú	-16	-26	-2	-11	-16	-55	-100
<b>Sub-total</b>	<b>-1.749</b>	<b>-5.670</b>	<b>-165</b>	<b>-523</b>	<b>-1.749</b>	<b>-8.107</b>	<b>-11.300</b>
China	-2.970	-4.021	-3.139	-1.196	-2.970	-8.356	-20.500
Hong Kong	-706	-2.931	-1.143	-1.813	-706	-5.887	-13.900
<b>Sub-total</b>	<b>-3.676</b>	<b>-6.952</b>	<b>-4.282</b>	<b>-3.009</b>	<b>-3.676</b>	<b>-14.243</b>	<b>-34.400</b>
<b>Total</b>	<b>-5.425</b>	<b>-12.622</b>	<b>-4.447</b>	<b>-3.532</b>	<b>-5.425</b>	<b>-22.350</b>	<b>-45.700</b>

<sup>a</sup> Incluye Corea del Sur, Tailandia, Indonesia, Filipinas, Malasia, Taiwan y Singapur.

Fuente: Wall Street Journal, con base en estudio del Institute of International Finance.

de pagos de los países latinoamericanos, pues no tienen en cuenta el impacto de la crisis sobre los precios de productos básicos como el petróleo y el cobre, que ha sido muy importante.

#### **4. Proyecciones de la Cepal del impacto de la crisis sobre América Latina**

A comienzos del año la Cepal pronosticó para 1998 un crecimiento económico de América Latina de 3%, es decir, menos de dos puntos frente a 1997, siendo la crisis asiática responsable por un punto de esta desaceleración<sup>31</sup> (Cepal {1998}).

El valor de las exportaciones aumentaría 8%, frente a crecimientos superiores al 10% en años anteriores, y

el de las importaciones disminuiría a un nivel de alrededor del 10%, (Cepal {1998}). Como consecuencia de ello, el déficit en cuenta corriente de la región aumentaría de 3,0% a 3,5% del PIB (Cepal {1998}).

Respecto a los efectos "directos" sobre las exportaciones latinoamericanas al Asia, la Cepal ha señalado que el mercado asiático es de importancia más bien reducida para América Latina, con las excepciones de Chile y Perú. En 1996, ocho países asiáticos considerados por esta entidad recibieron 14% y 9% de las exportaciones de estas dos naciones latinoamericanas, respectivamente (Cepal {1998}).

En relación con los efectos "sustitución", la Cepal ha señalado que la mayor parte de las exportaciones asiáticas no compiten con las de América Latina y el Caribe en los mercados de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE). La situación es diferente en los mercados estadouni-

<sup>31</sup> En octubre redujo su proyección a 2,6%, explicando esta revisión con base en los efectos de la profundización de la recesión japonesa y de la crisis rusa.

dense y latinoamericano, que absorben la mayor parte de las exportaciones de manufacturas de América Latina y donde puede intensificarse la competencia de productos asiáticos en renglones tales como los productos químicos, el acero, los textiles y el calzado (Cepal (1998)). Sin embargo, los países asiáticos que presentan mayor competencia en el mercado norteamericano de textiles son China y Hong-Kong, ninguno de los cuales ha devaluado su moneda (Cepal (1998)). Otros efectos indirectos, vía la caída en los precios internacionales de algunos productos primarios como el petróleo, están afectando las exportaciones de algunos países latinoamericanos (Venezuela, Ecuador, México y Colombia) a terceros mercados. En Venezuela, Ecuador y México el petróleo es además una fuente muy importante de ingresos fiscales.

## **B. Efectos de la crisis sobre algunas economías latinoamericanas**

En las secciones que siguen se describen algunos de los efectos de la crisis sobre cuatro economías latinoamericanas: Brasil, México, Chile y Venezuela. En Brasil la crisis asiática ha hecho sentir sus efectos principalmente a través de canales financieros, mientras que en los otros tres países las vías más importantes han sido las comerciales (Cepal (1998)). Para limitar el contagio de la crisis, la mayoría de los países latinoamericanos ha defendido la tasa de cambio mediante la adopción de políticas de restricción del crédito, recorte del gasto público y aumento de impuestos. Todas estas medidas han tendido a elevar las tasas de interés y a desacelerar las economías.

### **1. Brasil**

La crisis afectó a Brasil en un año en que la economía estaba creciendo rápidamente, impulsada por las exportaciones y la inversión, y la inflación estaba

declinando en forma rápida. De hecho, la inflación cerró en 1997 en el nivel más bajo desde la segunda guerra mundial, de 4,3%. La economía sin embargo estaba enfrentando desequilibrios importantes en la cuenta corriente de la balanza de pagos y en las cuentas fiscales. El déficit en cuenta corriente pasó de 3.3% del PIB en 1996 a 4,2% en 1997. Se estimaba que la moneda estaba revaluada en al menos 25%. Estos factores convertían al país en un candidato natural a una crisis cambiaria.

La economía se expandió con vigor hasta el tercer trimestre de 1997. En octubre se empezaron a presentar ataques especulativos contra la moneda, que produjeron salidas de capitales y caídas en los precios bursátiles. Desde la última semana de octubre hasta finales de noviembre, el Banco Central de Brasil se vio obligado a gastar cerca de US\$10.000 millones (equivalentes a cerca del 18% de sus reservas internacionales) para evitar la devaluación de la moneda (Cuadro 19).

La dificultad de financiar externamente el déficit en cuenta corriente y la pérdida de reservas obligaron al gobierno a tomar medidas más drásticas para reducir el desequilibrio externo y detener la salida de divisas. Para hacer frente a la crisis se adoptó un paquete muy agresivo de medidas de política monetaria, fiscal y comercial, la mayoría de ellas de carácter recesivo.

El gobierno elevó la tasa de interés básica de 21% a 43% a principios de noviembre (Cuadro 19). Adicionalmente, amplió la emisión de deuda pública en dólares, lo que aumentó su participación de 9,7% del total de la deuda pública en septiembre, a 15,1% en noviembre. En materia de importaciones, se restringió la financiación externa de estas a menos de 360 días, se eliminaron las importaciones de bienes de capital con cero arancel y se reintrodujo progresivamente la licencia previa, hasta cubrir el 50% del universo arancelario.



## Cuadro 19. BRASIL: INDICADORES ECONOMICOS SELECCIONADOS

Año/mes	Tasa de interés (de descuento) (%)	Tasa de cambio (reais/1US\$)	Reservas internacionales (millones US\$)	Precios bursátiles BOVESPA
<b>1997</b>				
Enero	22,9	1.046	57.031	7.964,6
Febrero	22,0	1.052	57.726	8.828,7
Marzo	21,6	1.059	57.269	9.044,0
Abril	21,8	1.064	54.117	9.982,0
Mayo	20,7	1.072	57.485	11.344,0
Junio	21,1	1.077	55.849	12.567,0
Julio	21,0	1.083	58.821	12.872,0
Agosto	20,7	1.092	61.660	10.609,0
Septiembre	20,7	1.096	60.538	11.797,0
Octubre	21,6	1.103	52.239	8.986,0
Noviembre	43,4	1.110	50.524	9.394,0
Diciembre	40,9	1.116	50.827	10.196,5
<b>1998</b>				
Enero	37,6	1.124	51.846	9.720,0
Febrero	34,5	1.130	56.656	10.571,0
Marzo	28,8	1.137	67.150	11.947,0
Abril	25,5	1.144	73.205	11.677,0
Mayo	22,7	1.151	71.378	9.847,0
Junio	21,6	1.157	N.D.	9.678,0
Julio	N.D.	1.163	N.D.	10.707,0
Agosto	N.D.	1.176	N.D.	6.472,0
Septiembre	N.D.	1.185	N.D.	6.593,0

Fuente: International Financial Statistics, FMI, varios números; Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, IFC, varios números.

En noviembre se anunció un ajuste fiscal que incluyó un paquete de 51 medidas (!), que buscaban mejorar las cuentas públicas en alrededor de US\$20.000 millones, monto equivalente a 2.5% del PIB<sup>32</sup>. Estas medidas incluían recortes en los gastos de inversión y funcionamiento, eliminación de 70.000 cargos públicos y aumento del impuesto de renta de las personas naturales.

Los efectos de estas medidas sobre la economía fueron inmediatos. Ya en diciembre se había conseguido detener la salida de capitales. Sin embargo,

debido a que los tipos de interés se redujeron lentamente (tan sólo en junio de 1998 alcanzaron su nivel precrisis), se produjo una fuerte desaceleración de la economía. Antes de la crisis las proyecciones de crecimiento para 1998 eran de 4%-5% y ahora se ubican en 0,5%-1,5%. La crisis va a afectar también la balanza comercial de Brasil en 1998, aunque en menor grado que a otros países latino-americanos<sup>33</sup>. Se ha proyectado un déficit en cuenta corriente para este año de 4,3% del PIB.

En agosto de 1998 se empezaron a producir nuevos ataques especulativos contra la moneda, que redujeron las reservas internacionales en alrededor de US\$9.000 millones durante ese mes y produjeron una caída muy fuerte en los precios bursátiles

<sup>32</sup> Para este año se ha proyectado un déficit fiscal de 8% del PIB, equivalente a US\$65 billones.



(Cuadro 19). El gobierno anunció como respuesta varias medidas destinadas a atraer capitales de corto plazo, que incluyeron rebajas de impuestos sobre estas inversiones. La salida de capitales continuó en los primeros días de septiembre, obligando al gobierno a elevar las tasas de interés a 29,75%.

Con las elecciones de octubre 4 en mente y habiéndose jugado su futuro político en el Plan Real de estabilización económica, con el que se eliminó la hiperinflación, el presidente Cardoso se decidió a defender el real a toda costa. Obtenido el triunfo electoral, Cardoso anunció un plan de ajuste fiscal para 1999, que apunta a recuperar la confianza de los inversionistas internacionales y allanar el camino para obtener una línea de crédito de contingencia por US\$30 billones, liderada por el FMI. El plan implica una reducción del déficit fiscal de US\$23,5 billones, mediante aumentos de cotizaciones a la seguridad social e incrementos en impuestos sobre las ganancias empresariales y sobre las transacciones financieras.

Los inversionistas internacionales tienen sin embargo la sensación de que la moneda brasileña es la que más se ha apreciado en la región, de manera que si el ajuste se implementa a medias o se abandona, pueden producirse nuevos ataques especulativos contra la moneda.

## **2. Chile**

En 1997 la economía chilena creció por encima del 6%, con una ligera desaceleración frente al año anterior. La inflación fue de 6%, la más baja de los últimos 37 años en ese país. El peso se devaluó en 8% en el segundo semestre de 1997 y en 5,3% en

el primer semestre de 1998, reacciones relativamente moderadas, que pueden atribuirse en parte a los controles a los flujos de capitales existentes en ese país. Chile ha acumulado un nivel considerable de reservas internacionales, lo que le ha permitido enfrentar la crisis asiática con mayor tranquilidad (Cuadro 19). Las reservas eran en junio de 1998 de alrededor de US\$15 mil millones, con más de US\$2 mil millones utilizados en la defensa del peso en el último año.

La crisis asiática está afectando principalmente a la balanza comercial chilena. Las exportaciones chilenas son muy sensibles a los problemas asiáticos, pues un tercio de estas van a parar a esa región. Asia es el mercado más importante del cobre chileno. Antes de la crisis se esperaba que el precio se mantuviese ligeramente por debajo de US\$1/libra; en julio de 1998 el precio se situaba en 75 centavos de dólar la libra. Chile deja de percibir US\$65 millones por cada centavo de dólar que cae el precio del cobre.

Pese a la caída en el precio del cobre en 1997, Chile aumentó considerablemente los volúmenes exportados, lo que impidió que su posición externa se deteriorara. El déficit en cuenta corriente incluso se redujo, pasando de 4,1% del PIB en 1996 a 3,8% (US\$3,000 millones) en 1997.

El índice bursátil chileno (IGPA) cayó 42,9% entre junio de 1997 y septiembre de 1998 (Cuadro 20). Ello afectó especialmente a los fondos de pensiones, que tienen parte de su portafolio invertido en acciones. Se espera que la economía crezca 5.5% en 1998. Se proyecta un déficit en cuenta corriente de 6% del PIB para este año, uno de los más altos de América Latina. El Banco Central ha descartado la devaluación abrupta del peso como solución al déficit en cuenta corriente, reduciendo por el contrario la banda de fluctuación a 5,5%. El Banco pensaba introducir pagarés vinculados al dólar, como los tesobonos

---

<sup>33</sup> En 1996 las exportaciones de Brasil a Asia representaron el 16% del total exportado y a los cinco países asiáticos que devaluaron sus monedas el 6%.

**Cuadro 20. CHILE: INDICADORES ECONOMICOS SELECCIONADOS**

<b>Año/mes</b>	<b>Tasa de interés préstamos (%)</b>	<b>Tasa de cambio (pesos/1US\$)</b>	<b>Reservas internacionales (millones US\$)</b>	<b>Precios bursátiles IGPA</b>
<b>1997</b>				
Enero	15,8	419,5	15.091	5.227,3
Febrero	17,3	412,5	15.682	5.368,4
Marzo	18,6	414,8	16.017	5.278,0
Abril	14,4	418,9	16.022	5.331,0
Mayo	13,6	419,0	16.511	5.652,2
Junio	12,3	416,5	17.017	5.732,1
Julio	13,1	416,8	16.909	5.706,7
Agosto	15,7	414,7	17.439	5.480,4
Septiembre	15,3	415,2	17.584	5.481,3
Octubre	20,1	420,9	18.327	5.071,2
Noviembre	20,1	435,4	18.280	4.942,3
Diciembre	11,8	439,8	17.305	4.794,4
<b>1998</b>				
Enero	16,2	451,8	16.317	4.321,6
Febrero	21,0	452,7	16.556	4.514,4
Marzo	13,4	454,2	16.465	4.833,2
Abril	16,6	452,8	16.406	4.589,5
Mayo	16,5	454,6	16.362	4.318,0
Junio	16,5	465,2	15.134	4.065,4
Julio	24,0	465,9	N.D.	4.119,6
Agosto	N.D.	472,6	N.D.	3.257,4
Septiembre	N.D.	467,2	N.D.	3.268,6

Fuente: International Financial Statistics, FMI, varios números; Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, IFC, varios números

mexicanos, pero con plazos mucho mayores (3 o más años), con el fin de defender la tasa de cambio.

### **3. Venezuela**

El sector externo y las finanzas públicas de Venezuela han sido gravemente afectados por la caída en los precios del petróleo. Estos cayeron de US\$18/barril en diciembre de 1997 a US\$11/barril en julio de 1998, reduciendo en US\$5.000 millones los ingresos esperados del gobierno para el primer semestre de 1998. El déficit fiscal para 1998 se proyecta en la actualidad en 4,5% del PIB, nivel que difícilmente puede encontrar financiación. Entre noviembre de 1997 y junio de 1998 las reservas

internacionales cayeron en US\$2.700 millones, alcanzando un nivel de US\$12.556 millones (Cuadro 21); la tasa de cambio se devaluó en 13,7% entre enero y septiembre de 1998; las tasas de interés se dispararon de niveles entre 16% y 23% durante el año 1997 a 42% en junio de 1998 (y a más de 60% en agosto, según cifras extraoficiales). Los precios bursátiles cayeron en 55% entre enero y septiembre de 1998, exhibiendo el peor desempeño en América Latina al respecto (Cuadro 21).

El gobierno inicialmente recortó gastos por US\$4.500 millones, redujo el presupuesto de prospección de PDVSA y anunció nuevo endeudamiento por US\$2.500 millones en los mercados internacionales.

**Cuadro 21. VENEZUELA: INDICADORES ECONOMICOS SELECCIONADOS**

Año/mes	Tasa de interés préstamos (%)	Tasa de cambio (bolívars/1US\$)	Reservas internacionales (millones US\$)	Precios bursátiles
<b>1997</b>				
Enero	16,2	475	12.021	6.417,0
Febrero	16,5	482	12.366	6.709,0
Marzo	14,7	478	12.536	6.331,7
Abril	15,4	481	12.493	6.237,0
Mayo	16,5	484	12.638	6.885,4
Junio	18,7	485	13.215	9.273,4
Julio	19,7	497	13.036	9.466,0
Agosto	20,2	497	15.184	9.660,4
Septiembre	24,0	497	14.889	10.489,1
Octubre	21,1	500	14.872	9.289,1
Noviembre	23,0	500	15.469	8.706,3
Diciembre	23,6	504	14.378	8.656,0
<b>1998</b>				
Enero	27,7	510	13.691	7.332,8
Febrero	34,6	517	13.673	7.175,6
Marzo	36,5	523	12.594	7.685,8
Abril	35,8	536	11.896	6.079,9
Mayo	41,3	539	13.005	6.175,7
Junio	42,4	547	12.556	4.770,5
Julio	N.D.	562	N.D.	4.848,0
Agosto	N.D.	582	N.D.	2.904,0
Septiembre	N.D.	573	N.D.	3.893,9

Fuente: International Financial Statistics, FMI, varios números; Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, IFC, varios números.

El agravamiento de la crisis fiscal y de la situación externa, llevó al gobierno a anunciar en septiembre nuevos recortes de gastos, privatización de empresas públicas y una reforma a la seguridad social. Además, el gobierno indicó que se proponía renegociar la deuda externa. Los pagos de la deuda externa consumirán un tercio del presupuesto nacional en 1999.

En la actualidad se proyecta un crecimiento económico de 1% para 1998, frente a una proyección de 4.2% a comienzos de este año y a un crecimiento de 5% en 1997. El riesgo de una maxidevaluación sigue presente, alimentado por la caída en los precios del petróleo y por el temor creado por la posibilidad de que Hugo Chávez gane las elecciones.

#### 4. México

La economía mexicana ha estado creciendo a un ritmo rápido (5.4% en el primer semestre de 1998), a pesar de la caída en los precios del petróleo, las reducciones del gasto público realizadas para compensar el efecto de la caída en los precios del crudo sobre las finanzas públicas<sup>34</sup> y la fuerte disminución de la inversión extranjera. La inflación también viene en descenso, de un máximo de 52%

<sup>34</sup> Si bien el petróleo tan sólo representa el 10% de las exportaciones mexicanas, los ingresos y los pagos de impuestos de PEMEX significan cerca de 37% de los ingresos del gobierno (Wall Street Journal Américas, agosto 20 de 1998).

## Cuadro 22. MEXICO: INDICADORES ECONOMICOS SELECCIONADOS

Año/mes	Tasa de interés promedio préstamos (%)	Tasa de cambio (nuevos pesos/1US\$)	Reservas internacionales (millones US\$)	Precios bursátiles BMV General
<b>1997</b>				
Enero	24,1	7,83	20.315	3.647,2
Febrero	21,0	7,78	21.317	3.841,0
Marzo	21,1	7,89	21.056	3.748,0
Abril	21,1	7,92	225.612	3.756,6
Mayo	18,7	7,90	24.490	3.968,8
Junio	18,8	7,95	23.775	4.458,0
Julio	18,1	7,80	24.566	5.067,8
Agosto	17,3	7,75	25.841	4.648,4
Septiembre	17,2	7,81	26.966	5.321,5
Octubre	16,6	8,10	28.102	4.647,8
Noviembre	17,7	8,20	27.002	4.974,6
Diciembre	17,8	8,13	28.797	5.229,4
<b>1998</b>				
Enero	17,0	8,36	29.186	4.569,4
Febrero	17,0	8,58	29.047	4.784,5
Marzo	17,4	8,51	30.118	5.016,2
Abril	17,7	8,48	31.139	5.098,5
Mayo	16,8	8,88	30.969	4.530,0
Junio	17,2	9,04	30.646	4.282,6
Julio	N.D.	8,92	31.679	4.245,0
Agosto	N.D.	9,96	N.D.	2.991,9
Septiembre	N.D.	10,19	N.D.	3.569,9

Fuente: International Financial Statistics, FMI, varios números; Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, IFC, varios números.

en 1995 a 15,2% en los primeros cinco meses de 1998.

Aunque las reservas internacionales han mostrado una tendencia creciente en los dos últimos años, alcanzando un nivel récord de US\$31 mil millones en el primer semestre de 1998 (Cuadro 22), el déficit en cuenta corriente aumentó en este semestre. Los precios de la bolsa mexicana cayeron en 31,7% entre enero y septiembre de 1998 y el peso se devaluó en 25,3% frente al dólar (Cuadro 22). En agosto se adoptaron políticas monetarias restrictivas, que han aumentado las tasas de interés a corto plazo, llevándolas a sus niveles más altos en más de un año. Esto, sumado a la desaceleración económica

internacional, hará disminuir el crecimiento económico en el segundo semestre y agravará la situación del sistema bancario, que sigue abrumado por la cartera morosa.

### C. Efectos de corto plazo sobre la economía colombiana

El único análisis cuantitativo que se conoce sobre los posibles efectos de la crisis asiática sobre la economía colombiana es el de Marcela Corredor (1998). En él se señala que los efectos *directos* de la crisis asiática sobre la balanza comercial colombiana han sido y van a ser mínimos, debido a que Colombia exporta muy poco a los países asiáticos e importa muy poco de ellos.

En efecto, las exportaciones colombianas en 1996 y 1997 a los cinco países asiáticos en crisis tan sólo representaron alrededor del 0,4% -0,5% de las exportaciones totales del país, porcentaje muy inferior al de países como Japón, que representó el 3,3% de las exportaciones totales (Cuadro 23).

Estas exportaciones son en su mayoría de bienes agropecuarios. Las exportaciones industriales colombianas a la región se concentran en muy pocos rubros, sobresaliendo los casi US\$10 millones de productos de la industria básica de metales no ferrosos exportados a Corea (Cuadro 24). En las exportaciones a Japón predominan los productos agropecuarios y de la minería (Cuadro 25).

Corredor pronostica sin embargo que los efectos indirectos, tanto comerciales como sobre la cuenta de capitales, serán considerables. Los efectos comerciales indirectos son aquellos que se producen sobre las exportaciones colombianas a terceros mercados en donde Colombia compite con los países asiáticos<sup>35</sup>. Estos efectos, que se denominaron atrás "efectos sustitución", serán importantes sobre todo para bienes industriales, pues la mayor parte de las exportaciones de los países del Este de Asia son de este tipo de bienes .

En 1997 en Colombia las exportaciones industriales cayeron en confecciones, cuero, madera, lubricantes, calzado y metales no ferrosos; y las importaciones aumentaron en textiles, cuero, calzado, químicos industriales, caucho, plásticos, maquinaria eléctrica y material de transporte (Corredor {1998}).

Entre estos sectores, algunos de los más expuestos a las importaciones competitivas y a la competencia asiática en terceros mercados han visto aumentar los salarios (ajustados por productividad) por arriba de los precios: caucho, muebles de madera, sector automotriz. Si a ello se añade la fuerte disminución del tipo de cambio real del peso frente a las monedas del Este de Asia, el resultado es una considerable pérdida de competitividad de estos sectores (Corredor {1998}). Además, algunos de los sectores más vulnerables se han endeudado recientemente en forma excesiva, como textiles y calzado (Corredor {1998}).

Respecto al efecto de las importaciones de bienes asiáticos sobre la industria colombiana, Aceso ha señalado recientemente que la industria de aceros planos puede verse muy afectada por las importaciones de aceros coreanos. Las empresas ensambladoras también han llamado la atención sobre la posibilidad de que el país se vea inundado de vehículos coreanos, que además han venido ganado participación en el mercado doméstico en los últimos años.

La transmisión internacional de la crisis a países que son importantes socios comerciales de Colombia, como Venezuela y Ecuador, está evidenciando algunos efectos "indirectos" adicionales sobre la balanza comercial colombiana, que resultan de las devaluaciones y de la disminución del crecimiento económico en esos países. Venezuela es el socio comercial más importante de Colombia después de Estados Unidos, de manera que la desaceleración económica en ese país (como consecuencia de la caída en los precios del petróleo), va a contribuir a deteriorar la balanza comercial de Colombia. Además, el riesgo de una maxi-devaluación venezolana ha aumentado, evento que causaría efectos negativos adicionales sobre la balanza comercial colombiana<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> Para medir en forma rigurosa el impacto sobre exportaciones colombianas a terceros países, debería calcularse un tipo de cambio real efectivo que tenga en cuenta las participaciones de los diversos países (incluidos los asiáticos) en las exportaciones a terceros mercados de bienes que compiten con los bienes colombianos.

**Cuadro 23. DESTINO DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS 1996-1997**

País	1996		1997	
	US\$ miles	Participación (%)	US\$ miles	Participación (%)
Indonesia	2.661	0,0	-	-
Corea	30.363	0,3	51.037	0,4
Malasia	2.298	0,0	-	-
Tailandia	6.315	0,1	6.961	0,1
Filipinas	1.771	0,0	-	-
Japón	348.757	3,3	359.267	3,1
China	1.816	0,0	-	-
Taiwan	6.171	0,1	6.961	0,1
Singapur	10.676	0,1	-	-
Hong Kong	19.399	0,2	19.755	0,2
Venezuela	778.216	7,4	989.125	8,6
Estados Unidos	4.088.884	38,6	4.246.770	36,8
Otros	5.284.719	49,9	5.849.590	50,7
Total	10.582.046	100,0	11.529.466	100,0

Fuente: Dane y Dian.

**Cuadro 24. EXPORTACIONES COLOMBIANAS A LOS PAISES ASIATICOS EN CRISIS 1996**

CIIU	Actividad	Corea del Sur		Filipinas		Indonesia		Tailandia		Malasia		Total	
		US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	Sub-total	US\$ millones
111	Producción agropecuaria	14,59	0,14	0	0	0	0	0	0	0,04	0	14,63	2.628
130	Pesca	0,03	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,03	162
210	Explotación minas de carbón	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	839
290	Extracción otros minerales	1,08	0,01	0	0	0,57	0,01	1,16	0,01	0	0	2,81	178
312	Productos alimenticios diversos	0,56	0,01	0	0	0	0	0	0	0,03	0	0,59	144
351	Sustancias químicas industriales	3,83	0,04	1,52	0,01	1,17	0,01	3,81	0,04	1,80	0,02	11,41	668
372	Ind. básicas metales no ferrosos	9,99	0,09	0	0	0	0	0	0	0	0	9,99	252
	Resto	0,28	0,01	0,28	0,01	0,86	0	1,33	0,05	0,43	0	3,18	5.710
	Total	30,36	0,03	1,80	0,02	2,60	0,02	6,30	0,01	2,30	0,02	43,36	10.581

Fuente: Dane

**Cuadro 25. EXPORTACIONES COLOMBIANAS A OTROS PAISES ASIATICOS 1996**

CIIU	Actividad	Japón		Singapur		Hong Kong		Taiwan		China		Total	
		US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	Sub-total	US\$ millones
111	Producción agropecuaria	189,62	1,79	0,74	0,01	1,93	0,02	1,12	0,01	0	0	193,41	2.628
130	Pesca	12,04	0,11	0	0	1,03	0,01	0,06	0	0	0	13,04	162
210	Explotación minas de carbón	11,05	0,11	0	0	2,96	0,03	0	0	0	0	14,46	839
290	Extracción otros minerales	85,72	0,81	0,03	0	10,33	0,01	0,016	0	0	0	96,09	178
312	Productos alimenticios diversos	34,75	0,33	0,55	0,01	0	0	0,08	0	0	0	35,38	144
351	Sustancias químicas industriales	0,02	0	1,41	0,01	0,24	0	2,83	0,03	0,11	0	4,61	668
372	Ind. básicas metales no ferrosos	0,06	0	0	0	0,39	0	0,12	0	0,01	0	0,67	252
	Resto	15,49	0,15	7,97	0,07	2,45	0,04	1,98	0,06	1,59	0,02	28,58	5.710
	Total	348,75	3,03	10,70	0,01	19,33	0,02	6,20	0,01	1,80	0,02	386,06	10.581

Fuente: Dane.

De acuerdo con Corredor, la crisis no sólo tendrá efectos "cantidad" sobre las exportaciones colombianas, sino también efectos "precio", afectando especialmente los precios de "commodities" que son importantes productos de exportación de Colombia, como el petróleo, el carbón y el ferroníquel. Corredor concluye sin embargo, que en ausencia de una crisis asiática total que arrastre a América Latina (que incluiría una crisis japonesa y una devaluación de la moneda china), los efectos negativos sobre Colombia serán "manejables", con sólo una desaceleración del crecimiento económico.

Con respecto a los efectos sobre la cuenta de capitales, que Corredor no examina, es importante distinguir también entre efectos directos e indirectos. La inversión extranjera directa de los países del Este de Asia representa un porcentaje muy bajo de la inversión extranjera en Colombia<sup>37</sup> (Cuadro 26), de manera que la crisis asiática tendrá poco impacto directo sobre esta variable. La crisis sin embargo está produciendo una reducción de los flujos de capitales internacionales (tanto de inversión directa y de portafolio, como de crédito) hacia los países en desarrollo, y un encarecimiento de estos. Como resultado de ello, Colombia va a enfrentar dificultades en los próximos meses para obtener recursos de la banca privada y de los inversionistas internacionales<sup>38</sup> para financiar su déficit fiscal (y en cuenta corriente). Los recursos disponibles serán provistos además a tasas de interés más altas.

---

<sup>35</sup> En la sección siguiente se muestra que Venezuela es el único país para el que se pudo probar que su crecimiento económico afecta (en el sentido de Granger) el de Colombia.

<sup>37</sup> La inversión de Japón está empezando a mostrar sin embargo un dinamismo interesante.

<sup>38</sup> Más no de la banca multilateral. En octubre el BID, el Banco Mundial y el FMI le ofrecieron al país sumas importantes de crédito.

En materia cambiaria, cabe mencionar que el peso sufrió presiones especulativas especialmente fuertes en agosto de 1998, originadas parcialmente en ventas de acciones por parte de los fondos de inversión extranjera, ventas que también han producido caídas importantes en los precios bursátiles. Las altas tasas de interés, producto de la política monetaria restrictiva adoptada por el Banco de la República para defender la economía de las presiones especulativas, también han presionado a la baja los precios de las acciones. El aumento de las presiones especulativas llevó al Banco de la República a mover la banda cambiaria en septiembre, lo que produjo inmediatamente una fuerte devaluación.

La persistencia de los déficit en cuenta corriente y su tendencia creciente (Gráfico 5), aumentaron en los últimos años los riesgos de ataques especulativos contra el peso. La fuente de estos desequilibrios es el déficit fiscal; el sector privado ha contribuido a agravar marginalmente estos desequilibrios en los últimos dos años (Gráfico 5).

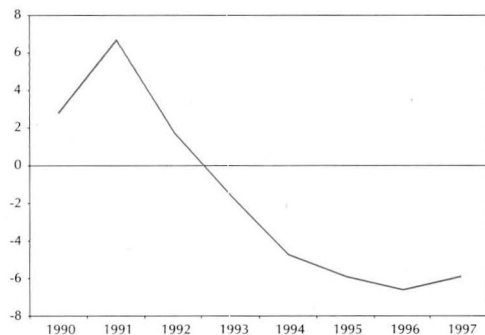
### ***1. Las relaciones entre el crecimiento económico colombiano y el crecimiento mundial: resultados de algunos ejercicios econométricos para cuantificar los efectos de contagio***

Una segunda forma de aproximarse a una estimación del impacto de la crisis asiática sobre el crecimiento económico colombiano, consiste en examinar la correlación entre el crecimiento del PIB colombiano y el de otros países y regiones, incluida la asiática. En el Cuadro 27 se reportan los coeficientes de correlación entre el crecimiento del PIB colombiano y el de las economías asiáticas, de la CEE, Estados Unidos, Venezuela y mundial; también se reportan los valores de un test estadístico t que prueba la hipótesis nula de que el coeficiente de correlación es igual a cero<sup>39</sup>. De acuerdo con esta prueba, exis-

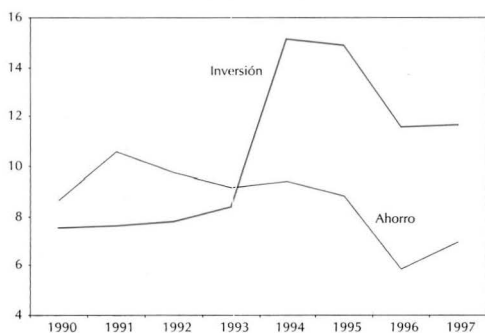


## Gráfico 5. COLOMBIA: AHORRO, INVERSIÓN Y DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE 1990-1997

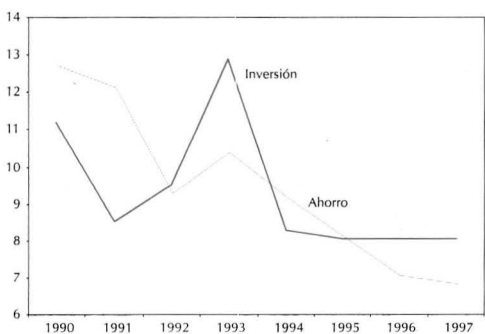
**Déficit en cuenta corriente  
(% del PIB)**



**Ahorro e inversión pública  
(% del PIB)**



**Ahorro e inversión privada  
(% del PIB)**



Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

te una correlación positiva entre el crecimiento del PIB colombiano y el crecimiento del PIB de los cinco países asiáticos considerados, el de la Comunidad Económica Europea (CEE), el de Filipinas, el de Estados Unidos y el de la economía mundial.

Entre estos resultados se destaca la alta correlación del PIB colombiano con el de la Comunidad Económica Europea y el de la economía mundial. Se obtuvieron, sin embargo, dos resultados contraintuitivos. El primero es la correlación relativamente alta entre el crecimiento del PIB de Filipinas y el colombiano. Pero esta aparente contradicción se aclara al observar la relativamente alta correlación entre el crecimiento del PIB filipino y el de la Comunidad Económica Europea (0.4) -el crecimiento del PIB de Filipinas no tiene una correlación significativa con el crecimiento del PIB de Estados Unidos, ni con el de la economía mundial-. El segundo resultado contraintuitivo, es la ausencia de una correlación entre el crecimiento económico venezolano y el colombiano; más adelante se verá que la relación existe, pero que no es contemporánea.

Para considerar la posibilidad de que las correlaciones entre el crecimiento del PIB colombiano y el de los países seleccionados no sean contemporáneas, se estimaron correlaciones entre el crecimiento del PIB colombiano y el de los países seleccionados con uno o dos rezagos (los resultados no se reportan). Este nuevo ejercicio mostró una correlación del crecimiento del PIB colombiano únicamente con el de los Estados Unidos (0,41) en el periodo anterior, así como el de la economía mundial (0,48). Cuando se contemplaron dos rezagos, la única correlación

<sup>39</sup> El estadístico de la prueba viene dado por la fórmula:

$$r \sqrt{\frac{n-2}{1-r^2}}$$
 y tiene una distribución t con  $n-2$  grados de libertad. ( $r$  = coeficiente de correlación; y  $n$  = número de observaciones).

**Cuadro 26. ORIGEN GEOGRAFICO DE LOS FLUJOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA A COLOMBIA<sup>a</sup> (1996-1997)**

Países	1996		1997	
	US\$ miles	Participación (%)	US\$ miles	Participación (%)
América del Norte	410.897	21,9	614.507	21,0
América Central	286.907	15,3	320.546	10,9
América del Sur	108.541	5,8	11.006	0,4
Antillas	362.167	19,3	1.592.835	54,3
Europa	691.221	36,8	346.584	11,8
Asia	20.309	1,1	44.947	1,5
Corea del Sur	2.402	0,1	107	0,0
Japón	14.776	0,8	45.030	1,5
Otros países asiáticos	3.131	0,2	(190)	0,0
Otros	(14)	0,0	2.502	0,1
Total	1.880.028	100,0	2.932.927	100,0

<sup>a</sup> No incluye inversiones en la actividad petrolera.

Inversión neta: nuevo capital, más utilidades retenidas, menos reembolsos de capital.

Fuente: Banco de la República.

**Cuadro 27. RESULTADOS DE LAS PRUEBAS DE CORRELACION ENTRE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB DE COLOMBIA Y DE ALGUNOS PAISES SELECCIONADOS (1970-1995)**

País	Coefficiente de correlación (r)	Estadístico t (Ho: r=0)	Significancia
Cinco países asiáticos	0,382	1.936	*
Cinco países asiáticos y Japón	0,266	1.296	
C.E.E.	0,600	3.518	***
Indonesia	0,213	1.046	
Corea	0,282	1.408	
Japón	0,322	1.063	
Malasia	0,225	1.109	
Filipinas	0,339	1.726	*
Tailandia	0,213	1.044	
Estados Unidos	0,390	2.029	*
Venezuela	0,238	1.177	
Economía mundial	0,603	3.542	***

\* Nivel de significancia: 10%

\*\* Nivel de significancia: 5%

\*\*\* Nivel de significancia: 1%

significativamente diferente de cero fue con Venezuela (0,52).

Finalmente, dado que existe una correlación entre el crecimiento del PIB colombiano y el de algunos de los países seleccionados, se quiso establecer también si existe una causalidad a lo Granger entre ellos. En el Cuadro 28 se reportan los resultados del test. Según ellos, tan sólo el crecimiento del PIB venezolano causa a lo Granger (antecede en sus movimientos) el crecimiento del PIB colombiano.

En conclusión, existe una correlación lineal entre el crecimiento del PIB Colombiano y el de los cinco países asiáticos estudiados, pero no una causalidad a lo Granger de estos sobre Colombia. Tan sólo el comportamiento del PIB venezolano afecta posteriormente al colombiano.

**Cuadro 28. TEST DE CAUSALIDAD DE GRANGER**  
**(Ho: el crecimiento del PIB colombiano no es**  
**causado a lo Granger por)**

País	Estadístico F	Probabilidad
Cinco países asiáticos	0,004	0,996
Cinco países asiáticos y Japón	1.212	0,321
C.E.E.	0,081	0,923
Indonesia	0,464	0,635
Corea	0,412	0,668
Japón	0,327	0,725
Malasia	1.148	0,338
Filipinas	1.002	0,386
Tailandia	0,028	0,973
Estados Unidos	1.578	0,232
Venezuela	2.848	0,083
Economía mundial	0,910	0,420

Fuente: Cálculos propios.

## 2. Proyecciones con el modelo de equilibrio general de Fedesarrollo

La información sobre comercio exterior e inversión y los ejercicios de la sección anterior proporcionan alguna evidencia de que el impacto de la crisis asiática sobre la economía colombiana se debe producir en gran medida de manera indirecta, a través de sus efectos sobre el crecimiento económico y del comercio exterior a nivel internacional. Los ejercicios, sin embargo, son poco útiles para estimar la magnitud de estos impactos. Una forma de cuantificar estos efectos, que permite incorporar impactos de diversas fuentes, consiste en utilizar un modelo de equilibrio general.

En esta sección se presentan los resultados para 1998 de los ejercicios realizados con el modelo de equilibrio general de Fedesarrollo, que la entidad utiliza periódicamente para realizar proyecciones de corto y mediano plazo<sup>40</sup>.

Las proyecciones efectuadas comparan dos escenarios "sin crisis" asiática con el escenario que con-

templa la crisis. Los dos escenarios "sin crisis" tienen en común el supuesto de devaluación del 20,0% (frente a 22,9% en el escenario con crisis), los supuestos sobre el crecimiento de la inversión pública (-3,0%) y la privada (4,0%) y los supuestos sobre los precios de las "commodities", que se asumen iguales a los proyectados por el FMI antes de la crisis (en diciembre de 1996) para 1998. La diferencia entre los dos escenarios sin crisis radica en el supuesto de crecimiento de las exportaciones menores: en el Escenario 1 se supone un crecimiento de 7,0% y en el Escenario 2 un crecimiento del 8%, frente a un crecimiento del 5,0% en el escenario con crisis (Cuadro 29). Vale la pena mencionar que el modelo, al ser de tipo real y no incluir en consecuencia variables financieras, tan sólo puede considerar los efectos financieros de la crisis de manera indirecta. Esta es la razón por la cual impactos como el de tasas de interés más altas no se modelan, sino que se consideran en forma indirecta (en este caso, en los supuestos sobre el crecimiento de la inversión).

Los resultados del ejercicio muestran un crecimiento del PIB menor en 1,0 punto en el escenario con crisis, frente al Escenario 2 sin crisis, un crecimiento industrial (sin trilla) 0,2 puntos menor y una balanza comercial 0,4 puntos menos favorable (Cuadro 30). Frente al Escenario 1, el deterioro es de 0,8 puntos en el crecimiento del PIB y de 0,2 puntos en el crecimiento industrial.

En conclusión, la crisis asiática puede reducir el crecimiento del PIB colombiano en 1998 en al menos 1,0 punto y deteriorar la balanza comercial en 0,4% del PIB.

<sup>40</sup> Queremos agradecer la colaboración de Ricardo Correa, quien realizó los ejercicios de simulación que se mencionan en el texto.

**Cuadro 29. SUPUESTOS DEL MODELO DE PROYECCION 1998**

País	Sin crisis		Con crisis
	Esc 1	Esc 2	
Devaluación (promedio anual)	20,0	20,0	22,9
Exportaciones menores (crecimiento %)	7,0	8,0	5,0
<b>Precios externos</b>			
Petróleo crudo (US\$/barril)	18,7	18,7	14,5
Café (US\$/libra)	1,7	1,7	1,4
Ferrónique (US\$/libra)	3,5	3,5	3,3
Oro (US\$/onza troyana)	325,0	325,0	325,0
<b>Otras variables</b>			
Inversión privada (crecimiento %)	4,0	4,0	4,0
Inversión pública (crecimiento %)	-3,0	-3,0	-5,0

Fuente: Cálculos propios.

**Cuadro 30. RESULTADOS DEL EJERCICIO DE SIMULACION PARA 1998**

País	Sin crisis		Con crisis
	Esc 1	Esc 2	
Crecimiento PIB	3,2	3,4	2,4
Balanza comercial/PIB	-1,1	-1,1	-1,5
Crecimiento industrial	1,9	2,3	2,1
Sin trilla	1,9	2,2	2,1

Fuente: Cálculos propios.

## BIBLIOGRAFIA

- Akerlof G. y P. Romer (1996), "Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit", NBER Working Paper No. 1869, April.
- Banco Mundial (1998), "¿What effect will East Asia's crisis have on developing countries?", *PREMnotes, Economic Policy*, Number 1, March.
- Bhagwati, Jagdish (1998), "The Capital Mith. The Difference between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs*, May/June.
- Bergsten, Fred (1998), "The Trade Implications of the Asian Financial Crisis", Statements before the Committee on Finance, United States Senate, February 4.
- Calomiris, Charles (1998), "The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort", *The Cato Journal*, Vol. 17, No. 3.
- CEPAL (1998), "Impacto de la Crisis Asiática en América Latina", mayo 5.
- Corker, Robert y Wanda Tseng (1991), "Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries", *IMF Occasional Paper 84*, July.
- Corredor, Marcela (1998), "Recuperación Industrial y Crisis Asiática", *Prospectiva Económica y de Negocios*, Revista Poder & Dinero y Javier Fernández Riva Asociados, Enero 29.
- Chronology of the Asian Currency Crisis and its Global Contagion 1997-1998, en la siguiente dirección de Internet: [www.ster.nyu.edu/nroubini/asia/AsiaChronology1.html](http://www.ster.nyu.edu/nroubini/asia/AsiaChronology1.html).
- Chowdhury, A., et al (1997), *Asia-Pacific Economies. A Survey*, Routledge.
- Dornbusch, Rudiger (1998(a)), "Asian Crisis Themes", February.
- Dornbusch, Rudiger (1998(b)), "Capital Controls: an Idea whose Time is Gone", March.
- East Asia Analytical Unit (1998), *The Philippines. Beyond the Crisis*, Department of Foreign Affairs and Trade, Australia.
- Emerson, Donald (1998), ¿Americanizing Asia?, *Foreign Affairs*, May/June.
- Frankel, Jeffrey (1998), "The Asian Model, The Miracle, The Crisis and the Fund", Delivered at the U.S. International Trade Commission, April 16.
- Feldstein, Martin (1998), "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, March/April.
- Financial Times (1997), "Jeffrey Sachs: IMF is a power unto itself", December 11.
- Flood R. and P. Garber (1984), "Collapsing Exchange Rate Regimes: some Linear Examples", *Journal of International Economics* 17.
- Institute of International Finance (1998), "Capital Flows to Emerging Market Economies", September 29.
- Kaminsky, Graciela y Carmen M. Reinhart (1998), "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", *American Economic Review*, May.
- Kim, Young (1997), Editor, *The Southeast Asian Economic Miracle*, Transaction Publishers, New Brunswick and London.
- Krugman, Paul (1979), "A Model of Balance of Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking* 11, 311-325.
- Krugman, Paul (1997), "¿Asia's Miracle is Alive and Well? Wrong. It Never Existed", *Time*, September 29.
- Krugman, Paul (1998), "What Happened to Asia", January, PK home page.
- Lardy, Nicholas (1998), "China and the Asian Contagion: so Far, so Good", *Foreign Affairs*, July/August.
- Lincoln, Edward (1998), "Japan's Financial Mess", *Foreign Affairs*, May/June.
- Mehran H. et. al., Editors (1996), Interest Rate Liberalization and Money Market Development, International Monetary Fund.
- Miller, Victoria (1998), "The Double Drain with a Cross-Border Twist: More on the Relationship Between Banking and Currency Crisis", *American Economic Review*, May.
- Obstfeld, Maurice (1986), "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises", *American Economic Review* 76, March.
- Radelet, Steven y J. Sachs (1998), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", Harvard Institute for International Development.
- Sachs, Jeffrey (1997), "The Wrong Medicine for Asia", November 3.
- Sarel, Michael (1997), "Growth and Productivity in ASEAN Countries", *IMF Working Paper*, August.
- Stiglitz, Joseph (1998), "Sound Finance and Sustainable Development in Asia", The World Bank Group, Keynote Address to the Asia Development Forum, Manila, March 12.
- Swary, I. y B. Topf (1993), La Desregulación Financiera Global. La Banca Comercial en la Encrucijada, *Fondo de la Cultura Económica*.