

LA VULNERABILIDAD  
FINANCIERA EN LAS ECONOMÍAS  
EMERGENTES DE ASIA ORIENTAL  
Y AMÉRICA LATINA TRAS LAS  
CRISIS DE LOS NOVENTA

Joan Ripoll i Alcón



documentos



**Serie: Asia**

Número 11. La vulnerabilidad financiera en las economías emergentes de Asia Oriental y América Latina tras las crisis de los noventa

© Joan Ripoll i Alcón

© Fundació CIDOB, de esta edición

Edita: CIDOB edicions

Elisabets, 12

08001 Barcelona

Tel. 93 302 64 95

Fax. 93 302 21 18

E-mail: [publicaciones@cidob.org](mailto:publicaciones@cidob.org)

URL: <http://www.cidob.org>

Depósito legal: B-46802-2001

ISSN: 1696-9987

Imprime: Cargraphics S.A.

Barcelona, junio de 2006

# **LA VULNERABILIDAD FINANCIERA EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA ORIENTAL Y AMÉRICA LATINA TRAS LAS CRISIS DE LOS NOVENTA**

**Joan Ripoll i Alcón\***

Junio de 2006

\*Profesor del Departamento de Economía y Finanzas  
de la Escuela de Estudios Empresariales del Maresme (EUM).



## Sumario

|                                                                                                                                      |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Presentación</b> .....                                                                                                            | 7  |
| <b>Introducción</b> .....                                                                                                            | 9  |
| <b>La recuperación macroeconómica: crecimiento sin inflación</b> .....                                                               | 11 |
| Origen y causas de las crisis cambiarias y financieras en las economías emergentes .....                                             | 11 |
| <i>La recuperación de la crisis de 1997 en las economías emergentes de Asia Oriental</i> .....                                       | 13 |
| <i>La recuperación de las crisis en las economías de América Latina</i> .....                                                        | 16 |
| Disminución de la inflación .....                                                                                                    | 20 |
| <br><b>La evolución de las finanzas públicas</b> .....                                                                               | 23 |
| Déficit y deuda pública en Asia Oriental .....                                                                                       | 23 |
| Déficit y deuda pública en América Latina .....                                                                                      | 24 |
| El cambio de la composición de la deuda pública .....                                                                                | 27 |
| <br><b>El saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos</b> .....                                                              | 31 |
| El saldo exterior en Asia Oriental.....                                                                                              | 31 |
| El saldo exterior en América Latina .....                                                                                            | 33 |
| <br><b>Hacia una mayor flexibilidad en la gestión de la política cambiaria</b> ...                                                   | 35 |
| <br><b>La evolución de la vulnerabilidad financiera</b> .....                                                                        | 39 |
| El período de huida de capitales y de desapalancamiento financiero (1998-2001) .....                                                 | 39 |
| <i>La magnitud y la duración del proceso de desapalancamiento financiero externo durante los años posteriores a las crisis</i> ..... | 41 |
| El aumento de la dotación de reservas internacionales de divisas (2002-2004).....                                                    | 43 |
| <i>El proceso de acumulación de reservas de divisas internacionales</i> .....                                                        | 43 |
| <i>Los costes de la estrategia de acumulación de divisas</i> .....                                                                   | 45 |
| <i>La estrategia de acumulación de reservas como mecanismo de cobertura</i> ...                                                      | 48 |
| La reducción de la fragilidad financiera: menor asincronía de vencimientos y de divisas .....                                        | 49 |
| El cambio en la composición de la deuda empresarial .....                                                                            | 51 |
| Mejora de los mecanismos de regulación y supervisión .....                                                                           | 58 |

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| <b>Conclusiones y retos de futuro .....</b> | <b>61</b> |
|---------------------------------------------|-----------|

|                    |           |
|--------------------|-----------|
| <b>Notas .....</b> | <b>67</b> |
|--------------------|-----------|

|                                         |           |
|-----------------------------------------|-----------|
| <b>Referencias Bibliográficas .....</b> | <b>75</b> |
|-----------------------------------------|-----------|

## **Gráficos y cuadros**

|                                                                                                                  |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Gráfico 1. Efectos de las crisis cambiarias en las economías emergentes ...                                      | 12 |
| Gráfico 2. Evolución del saldo presupuestario y deuda pública del Estado en Asia Oriental y América Latina ..... | 26 |
| Gráfico 3. Cambio en la composición de la deuda pública .....                                                    | 27 |
| Gráfico 4. Evolución de la balanza de pagos en las economías de Asia Oriental .....                              | 32 |
| Gráfico 5. Evolución de la balanza de pagos en las economías de América Latina .....                             | 33 |
| Gráfico 6. Evolución de los regímenes cambiarios en las economías emergentes.....                                | 36 |
| Gráfico 7. Movimientos y composición de los flujos de capitales en Asia Oriental y América Latina .....          | 40 |
| Gráfico 8. Dotación de reservas internacionales en Asia Oriental y América Latina .....                          | 44 |
| Gráfico 9. Distribución regional y composición de la deuda empresarial .....                                     | 54 |

|                                                                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Cuadro 1. Evolución del crecimiento real del PIB y aportación al crecimiento de la demanda interna y externa (1993-2005) ..... | 15 |
| Cuadro 2. Inflación (Variación anual porcentual) .....                                                                         | 21 |
| Cuadro 3. El proceso de ajuste de la deuda externa tras la crisis en las economías de América Latina y de Asia Oriental .....  | 42 |
| Cuadro 4. Reservas internacionales y ratios relacionados.....                                                                  | 46 |
| Cuadro 5. Indicadores de la vulnerabilidad financiera externa en Asia Oriental y América Latina .....                          | 52 |
| Cuadro 6. Seguridad jurídica y códigos de buenas prácticas empresariales (2005) .....                                          | 59 |

## Presentación

A pesar de las posibles diferencias contextuales y de las particularidades de cada economía, uno de los elementos desencadenantes característicos de las crisis en las economías emergentes durante la segunda mitad de los años noventa del siglo XX fue el apoyo activo a los procesos de liberalización.

La liberalización de los sistemas financieros y la entrada masiva de capitales, en un contexto de euforia económica generalizada unida a la falta de unos mecanismos de regulación y supervisión adecuados, propiciaron una espiral de endeudamiento creciente a corto plazo y en moneda extranjera.

Fruto de esta dinámica, las economías emergentes de Asia Oriental y de América Latina devinieron cada vez más vulnerables porque la doble asincronía entre el período de maduración de las inversiones y el horizonte temporal de endeudamiento —*maturity mismatch*—, por una parte, y entre las divisas en que estaban denominadas las deudas y la moneda con que se financiaban las inversiones —*currency mismatch*— por otra, generaban un problema latente que fue el origen de la fragilidad de los distintos países que los hacía vulnerables a una situación de “pánico financiero”.

En un principio esta fragilidad pasó desapercibida, hasta que una serie de perturbaciones internas y externas la pusieron de manifiesto. Las primeras salidas de capitales, junto con los errores en la administración de la política económica y la reacción apresurada de la comunidad internacional y de los agentes económicos nacionales, transformaron el ajuste a un desequilibrio económico moderado en una profunda crisis de efectos devastadores sobre la actividad económica y financiera en cada uno de aquellos países.

Dada la importancia de la “vulnerabilidad financiera” en la configuración y consecuencias de las crisis de México en 1994, de Asia Oriental en 1997, de Brasil en 1999 y de Argentina en 2001, consideramos oportuno abordar en este trabajo de investigación la evolución reciente de esa vulnerabilidad en las economías emergentes de América Latina y de Asia Oriental más afectadas por esos episodios.



## Introducción

En una coyuntura de gran liquidez a nivel internacional, las economías emergentes de América Latina y de Asia Oriental recibieron a partir de 1994 un flujo creciente de capitales externos, a medida que se liberalizaban las operaciones de la cuenta financiera de la balanza de pagos y se desregulaban los sistemas financieros nacionales. Con todo, la carencia de unos mercados de capitales suficientemente amplios y profundos, unida a la fuerte inclinación que las compañías tenían por la financiación vía deuda, introdujeron un sesgo en el flujo de entrada de capitales procedentes del extranjero a favor de instrumentos como bonos y préstamos. En este escenario, la posibilidad de financiarse en el exterior a un coste menor desató una dinámica de endeudamiento excesivo a corto plazo en moneda extranjera por parte de empresas financieras y no financieras, que se vio reforzada por la ausencia de una regulación prudencial y de unos mecanismos de supervisión efectivos. A su vez, la estabilidad cambiaria y el historial de moderada inflación, junto con una creciente acumulación de reservas internacionales, hacían que los beneficios evidentes de endeudarse en el exterior y a unos tipos de interés más bajos prevaleciesen sobre los costes de una eventual devaluación de la moneda nacional. Y además, en última instancia, siempre quedaba la garantía de un rescate de las “*malas inversiones*” por parte del Gobierno del Estado, un extremo que introducía el problema de “*riesgo moral*”.

Esta dinámica significaba no sólo que los países eran más dependientes de la deuda que de los fondos propios, sino que las empresas estaban cada vez más expuestas porque la doble asincronía de vencimientos —*maturity mismatch*— y de divisas —*currency mismatch*— generaban un problema latente en su estructura económica y financiera, que era el origen de la vulnerabilidad del país ante una situación de “*pánico financiero*”.

En un contexto de euforia económica todas estas inconsistencias pasaron desapercibidas, hasta que una serie de perturbaciones internas y externas pusieron de manifiesto la fragilidad de las distintas economías.

Las primeras salidas de capitales, la existencia de déficits por cuenta corriente, la sobrevaloración de la moneda nacional, unida a los errores en la administración de la política económica, y la reacción apresurada de la comunidad internacional y de los agentes económicos nacionales transformaron el ajuste a un desequilibrio económico moderado en profundas crisis de efectos devastadores sobre la actividad económica y financiera de aquellos países.

Dada la importancia de la “fragilidad financiera” en la configuración y consecuencias de las crisis de México en 1994, la crisis de Asia Oriental en 1997, la crisis de Brasil en 1999 y la crisis de Argentina en 2001, este artículo lleva a cabo un análisis comparado de la evolución reciente de esa *vulnerabilidad* en las ocho economías emergentes de América Latina –México, Brasil y Argentina– y del Asia Oriental –Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia– más afectadas por la crisis.

El trabajo se estructura en seis partes. Las tres primeras secciones analizan de qué modo los países emergentes de Asia Oriental y de América Latina considerados han logrado alcanzar una posición macroeconómica y estructural más sólida en términos de crecimiento económico sostenido, inflación moderada, mejora de la posición de las finanzas públicas y superávits de dimensión creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En el cuarto apartado se aporta evidencias de cómo la adopción de sistemas de tipo de cambio más flexibles ha aumentado la prevención ante una exposición cambiaria excesiva. La quinta sección describe como ha evolucionado la vulnerabilidad financiera en Asia Oriental y América Latina en los años posteriores a la crisis. Finalmente, el último apartado resume las conclusiones más relevantes del artículo y plantea los retos que deberán afrontar estas economías en el futuro más inmediato.

## **La recuperación macroeconómica: crecimiento sin inflación**

La mayoría de los ocho países emergentes analizados de América Latina y Asia Oriental han aprovechado la coyuntura económica de los últimos años para reducir las vulnerabilidades que precipitaron, durante la segunda mitad de los noventa y principios de 2000, los distintos episodios de crisis. En este sentido, se ha producido una mejora sustancial de las variables macroeconómicas fundamentales de la economía: se han recuperado las tasas de crecimiento, la inflación se ha reducido notablemente y desde 2002 se ha iniciado un proceso de consolidación de las finanzas públicas.

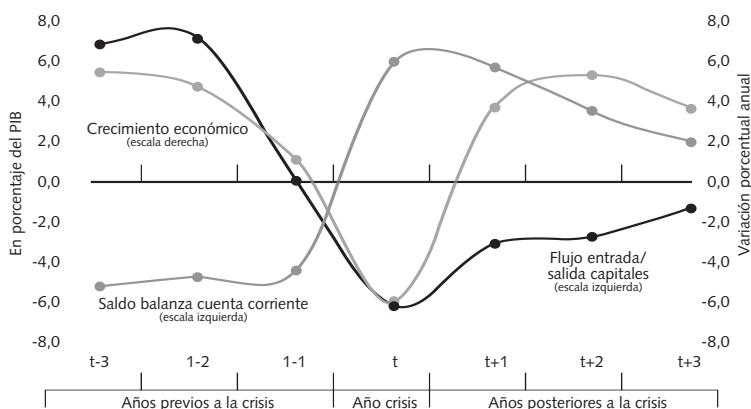
## **Origen y causas de las crisis cambiarias y financieras en las economías emergentes**

Tradicionalmente, en un contexto de movilidad de capitales limitada, las crisis cambiarias tenían su origen en los déficits recurrentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Pero la creciente integración financiera derivada del proceso de liberalización de los movimientos de capitales y de desregulación de los sistemas financieros nacionales ha originado una nueva tipología de crisis: las crisis que la literatura económica ha caracterizado como *self-fulfilling crisis* (y que hemos traducido como crisis que se “autogeneran” y se “autoalimentan” y en alguna ocasión como crisis que se “autoconfirman”), que tienen su origen en la cuenta financiera de la balanza de pagos, y en las que se combinan, simultáneamente, crisis cambiarias y crisis financieras<sup>1</sup>.

Durante la segunda mitad de la década de los noventa, las economías de América Latina y de Asia Oriental más integradas en los mercados de capitales internacionales se vieron afectadas por una serie de crisis financieras<sup>2</sup> de esta naturaleza. Para Hinarejos y Varela (2003), el hecho más relevante de estos episodios de crisis cambiarias y financieras ha sido, más que su pro-

ximidad y frecuencia en el tiempo, su magnitud y severidad. Las crisis cambiarias han sido más pronunciadas que en el pasado y este extremo se ha traducido en importantes costes para la población de los países implicados, puesto que la reversión en el flujo de entrada de capitales provocó una restricción de liquidez de gran magnitud que se tradujo en una disminución drástica de la demanda agregada, un cambio abrupto en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos desde un déficit hasta un superávit que acabó afectando muy negativamente a la actividad económica.

**Gráfico 1. Efectos de las crisis cambiarias en las economías emergentes**



Valores medios para México (1995), Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2001).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Asian Development Bank y del "International Financial Statistics" del FMI.

Con todo, paradójicamente, estas crisis pueden ser entendidas también, y a diferencia de las crisis de las décadas precedentes, como "*crisis de éxito*" porque fueron el resultado de situaciones de bonanza mal gestionadas (Asia Oriental o México) o porque afectaron a una serie de economías que se habían convertido en una referencia de desarrollo económico a nivel internacional (Asia Oriental, México y Argentina).

## La recuperación de la crisis de 1997 en las economías emergentes de Asia Oriental

La intensidad de los ataques especulativos y la magnitud de las consecuencias económicas de la crisis cambiaria y financiera de Asia Oriental variaron de un país a otro en función de sus características estructurales, la importancia de la deuda externa a corto plazo y la dotación de reservas internacionales. En este sentido, se pueden distinguir dos grandes grupos. Un primer grupo formado por cinco países: Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Malasia y Filipinas, y un segundo grupo integrado por tres economías: Hong Kong, Taiwán y Singapur.

Los cinco países del primer grupo sufrieron más intensamente las consecuencias de la crisis asiática de 1997, tal vez porque presentaban unas mayores vulnerabilidades estructurales. Así, en primer lugar, en estas economías existían importantes déficits por cuenta corriente, especialmente en Tailandia y Malasia; segundo, todos estos países, con la notable excepción de Corea del Sur, habían experimentado un proceso de apreciación real de la moneda relativamente intenso a lo largo de la década de los noventa. Tercero, el crecimiento del crédito bancario favoreció la aparición de “burbujas especulativas” en los mercados de capitales y en los mercados inmobiliarios. Finalmente, la ratio de la deuda a corto plazo sobre activos a corto plazo y la ratio de la deuda a corto plazo sobre la dotación de reservas se habían ido deteriorando claramente durante todos aquellos años.

Aquí, la quiebra de empresas y la restricción de liquidez que impuso la reversión súbita<sup>3</sup> de capitales después de la crisis del *bath* de Tailandia propiciaron, en 1998, una disminución media de la producción del 8% en Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Malasia y Filipinas, un extremo sin precedentes en más de cuarenta años y que se hizo evidente en muchos otros aspectos.

En cambio, en los tres países del segundo grupo, las consecuencias de la crisis fueron menos traumáticas porque no tuvieron problemas con la deuda exterior a corto plazo. En Singapur, Taiwán y Hong Kong la pre-

sencia de superávits en la cuenta corriente de la balanza de pagos, la fortaleza del sistema financiero, consecuencia de unas normas de regulación y supervisión efectivas, y la credibilidad que procuraba un nivel de reservas elevado protegieron, al menos parcialmente, a sus economías de los efectos devastadores de la crisis cambiaria y financiera que afectó al conjunto de la región.

Aunque la reactivación de la actividad económica fue más rápida e intensa de lo que podía esperarse a priori, hubo notables diferencias en el ritmo y el grado de crecimiento del producto.

En Corea del Sur, Filipinas y Malasia, la producción retornó a finales de 1999 a la senda dibujada durante los años previos a la crisis. En Tailandia, el crecimiento de la producción reanudó su marcha durante el primer semestre de 1999 y se afianzó gradualmente en el transcurso de ese año, aunque no fue hasta 2001 que se recuperaron los niveles previos a 1997.

La contracción de la demanda interna causada por la disminución del consumo privado asociado al mayor desempleo, la caída de la inversión empresarial ante el exceso de capacidad en varios sectores, las dificultades de financiación<sup>4</sup> y la prioridad concedida por muchas empresas a la reestructuración y la reducción de la deuda, convirtieron a las exportaciones en la fuerza motriz de la recuperación durante los primeros años después de la crisis, entre 1999 y 2000.

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

Superada la crisis, el conjunto de economías de la región se instaló en una dinámica expansiva, tan solo interrumpida parcialmente por la desaceleración del comercio internacional en 2001, y que situó la tasa media de crecimiento de la producción en torno al 5% entre 2000 y 2005. De hecho, como se puede apreciar en el cuadro 1, la demanda externa continuó erigiéndose después de 2001 en el principal impulsor del crecimiento en las economías emergentes de Asia Oriental<sup>5</sup>.

Cuadro 1. Evolución del crecimiento real del PIB y aportación al crecimiento de la demanda interna y externa (1993-2005)

| En porcentaje        |                            | 1993 | 1994 | 1995  | 1996 | 1997 | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005 |
|----------------------|----------------------------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| <b>Corea del Sur</b> | PIB real (variación anual) | 6,1  | 8,5  | 9,2   | 7,0  | 4,7  | -6,9  | 9,5   | 8,5   | 3,8   | 7,0   | 3,1   | 4,6   | 3,8  |
|                      | Demanda Interna            | 3,9  | 5,3  | 4,0   | 4,1  | -0,8 | -10,6 | 4,3   | 1,4   | 5,0   | 1,9   | -3,2  | -4,3  | -2,7 |
|                      | Demanda Externa            | 2,3  | 3,2  | 5,2   | 2,9  | 5,5  | 3,7   | 5,2   | 7,1   | -1,1  | 5,1   | 6,3   | 8,9   | 6,5  |
| <b>Filipinas</b>     | PIB real (variación anual) | 2,1  | 4,4  | 4,7   | 5,8  | 5,2  | -0,6  | 3,4   | 6,0   | 1,8   | 4,3   | 4,7   | 6,1   | 4,7  |
|                      | Demanda Interna            | 0,0  | -2,5 | -0,1  | -0,8 | -2,8 | 10,4  | 1,9   | -1,1  | 3,3   | 2,8   | 2,8   | 0,1   | 0,4  |
|                      | Demanda Externa            | 2,1  | 6,9  | 4,8   | 6,6  | 8,0  | -11,0 | 1,5   | 7,1   | -1,6  | 1,6   | 1,9   | 6,0   | 4,3  |
| <b>Indonesia</b>     | PIB real (variación anual) | 7,3  | 7,5  | 8,2   | 7,8  | 4,7  | -13,1 | 0,8   | 4,9   | 3,8   | 4,4   | 4,9   | 5,1   | 5,8  |
|                      | Demanda Interna            | 5,4  | 4,9  | 6,1   | 5,8  | 2,6  | -16,3 | 12,2  | -1,5  | 2,3   | 4,9   | 1,8   | 1,8   | 2,6  |
|                      | Demanda Externa            | 1,8  | 2,7  | 2,1   | 2,1  | 2,1  | 3,1   | -11,4 | 6,4   | 1,5   | -0,5  | 3,1   | 3,3   | 3,2  |
| <b>Malasia</b>       | PIB real (variación anual) | 9,9  | 9,2  | 9,8   | 10,0 | 7,3  | -7,4  | 6,1   | 8,9   | 0,3   | 4,1   | 5,3   | 7,1   | 5,5  |
|                      | Demanda Interna            | 0,8  | -8,4 | -7,2  | 1,0  | 2,0  | -7,1  | -7,4  | -8,8  | 9,1   | -0,7  | -1,6  | -10,0 | -2,5 |
|                      | Demanda Externa            | 9,1  | 17,6 | 17,0  | 9,0  | 5,3  | 0,5   | 13,5  | 17,6  | -8,8  | 4,8   | 6,9   | 17,0  | 8,0  |
| <b>Tailandia</b>     | PIB real (variación anual) | 8,3  | 9,0  | 9,2   | 5,9  | -1,4 | -10,5 | 4,4   | 4,8   | 2,2   | 5,3   | 6,9   | 6,1   | 3,5  |
|                      | Demanda Interna            | 3,0  | 2,9  | 2,4   | 8,5  | -4,4 | -14,3 | -0,5  | -5,3  | 4,9   | -1,9  | 2,3   | 1,0   | 0,8  |
|                      | Demanda Externa            | 5,3  | 6,1  | 6,9   | -2,6 | 3,0  | 3,8   | 5,0   | 10,1  | -2,7  | 7,3   | 4,5   | 5,0   | 2,7  |
| <b>México</b>        | PIB real (variación anual) | 2,0  | 4,4  | -6,2  | 5,2  | 6,8  | 5,0   | 3,8   | 6,6   | 0,0   | 0,8   | 1,4   | 4,2   | 3,0  |
|                      | Demanda Interna            | 1,6  | 2,1  | 17,9  | 1,8  | 6,5  | 3,1   | 2,5   | 4,3   | 3,5   | 1,3   | 0,0   | 0,7   | 0,7  |
|                      | Demanda Externa            | 0,3  | 2,3  | 11,7  | 3,4  | 0,2  | 1,9   | 1,2   | 2,3   | -3,5  | -0,5  | 1,5   | 3,5   | 2,3  |
| <b>Brasil</b>        | PIB real (variación anual) | 4,9  | 5,8  | 4,2   | 2,7  | 3,3  | 0,1   | 0,8   | 4,4   | 1,3   | 1,9   | 1,9   | 1,9   | 3,3  |
|                      | Demanda Interna            | 4,7  | 2,3  | 2,6   | 2,4  | 2,6  | -0,9  | 2,9   | 3,4   | -3,2  | -3,7  | -0,03 | 0,9   | 0,8  |
|                      | Demanda Externa            | 0,2  | 3,6  | 1,6   | 0,3  | 0,7  | 1,0   | 3,7   | 1,0   | 4,5   | 5,6   | 2,0   | 2,8   | 2,5  |
| <b>Argentina</b>     | PIB real (variación anual) | 5,7  | 5,8  | -2,8  | 5,5  | 8,1  | 3,9   | -3,4  | -0,8  | -4,4  | 10,9  | 8,8   | 9,0   | 7,5  |
|                      | Demanda Interna            | 5,66 | 5,73 | -3,03 | 5,39 | 8,01 | 3,82  | -3,29 | -0,89 | -4,42 | 12,21 | 8,89  | 8,72  | 7,50 |
|                      | Demanda Externa            | 0,07 | 0,11 | 0,19  | 0,13 | 0,10 | 0,03  | -0,09 | 0,10  | 0,01  | 1,31  | -0,05 | 0,26  | 0,00 |

Nota: Los valores sombreados indican el año de la crisis. Las cifras relativas a 2005 son estimaciones preliminares.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Asian Development Bank y del "International Financial Statistics" del FMI.

Por el contrario, el crecimiento de la demanda interna se mostró débil como consecuencia de unos niveles de inversión reducidos, entre 3 y 5 puntos porcentuales inferior a los registrados antes de 1997. Este extremo pondría de relieve un exceso de capacidad productiva asociada a la dinámica de sobreinversión, registrada en algunos sectores durante los años previos a la crisis, y al proceso de reestructuración empresarial iniciado a partir de 1998.

### La recuperación de las crisis en las economías de América Latina

En el caso de México, inicialmente, la supresión de las barreras al comercio exterior a partir de 1985 dio lugar a un aumento muy significativo de las importaciones y la aparición de un déficit exterior creciente, que fue uno de los elementos desencadenantes de la crisis de 1994. Pero al mismo tiempo, la apertura comercial facilitó una mayor diversificación geográfica y funcional del comercio exterior que hizo que la economía mexicana fuese menos dependiente de las exportaciones de petróleo y de otros recursos naturales. De hecho, las exportaciones de manufacturas, especialmente las dirigidas a la zona TLCAN (Tratado de Libre Comercio de América del Norte), se convirtieron en el motor de la economía y el factor de recuperación, después del ataque especulativo de 1994 y la crisis de la primera mitad de 1995.

Del mismo modo, la liberalización del sistema financiero nacional y de la cuenta de capitales aumentó la vulnerabilidad de México ante una situación de “pánico financiero”, al facilitar la aparición de un contingente de fondos públicos a corto o muy corto plazo denominados en moneda extranjera, que en ausencia de controles de capitales, podía huir apresuradamente ante cualquier cambio de expectativas y causar una restricción de liquidez muy severa, como así sucedió en 1994. Pero por otra parte, la ayuda financiera internacional y la disposición del Gobierno de México a atender sus obligaciones en dólares dejaron abierta la puerta de los mercados de capitales. Así, el mantenimiento de la

apertura de los mercados de capitales, después de la crisis, resultó un aspecto determinante a la hora de explicar la rápida recuperación de las entradas de capitales privados, especialmente de la inversión directa extranjera, que permitieron la reactivación de la inversión y del consumo mexicanos.

Por eso, a pesar de las dificultades económicas generadas por la severa recesión económica que siguió a la crisis financiera, el Gobierno tuvo éxito en su tarea de reconstituir la estabilidad macroeconómica. El efecto *pro-competitivo* asociado a la depreciación del peso mexicano combinado con una política económica restrictiva y una cierta política de rentas pero, sobre todo, la asistencia financiera del FMI, los Estados Unidos y Canadá, posibilitaron que el Gobierno pudiera continuar atendiendo el servicio de la deuda y recuperara con relativa rapidez el acceso a los mercados de capitales internacionales<sup>6</sup>. De esta manera, después de la contracción de la actividad productiva del 6,2% en 1995, el PIB en términos reales creció a tasas anuales medias del 5% entre 1996 y 1998.

En Brasil, las dificultades financieras del Gobierno federal y el riesgo potencial de insolvencia precipitaron el abandono del sistema de tipo de cambio casi fijo, a principios de 1999. Sin embargo, el colapso del régimen cambiario no dio lugar a ninguna crisis traumática; más bien la devaluación del real tuvo unos efectos claramente expansivos, a diferencia de lo que sucedió inicialmente en los países asiáticos en 1997. En este caso la bondad del ajuste se explicaría porque las empresas brasileñas no tenían muchos pasivos expresados en dólares, de tal manera que el “efecto pro-competitivo” asociado de la devaluación predominó sobre el “efecto balance” derivado del endeudamiento en moneda extranjera y, entonces, la devaluación de la moneda nacional tuvo efectos reales<sup>7</sup> sobre la demanda externa, provocando el crecimiento de la producción de bienes comerciables y el aumento de las exportaciones. Además, la presencia de una demanda interna débil y la instrumentación de una política fiscal y monetaria ligeramente restrictiva tranquilizaron a los inversionistas, contuvieron la inflación e hicieron disminuir las presio-

nes financieras externas. El FMI anunció un segundo paquete de ayuda financiera en marzo de 1999, y se llegó a un acuerdo informal con algunos de los bancos internacionales para refinanciar las líneas de crédito existentes, lo que permitió a las autoridades económicas reducir los tipos de interés, una medida que acabó alentando el consumo privado y reforzó la dinámica ascendente de la actividad productiva.

La celeridad en la reactivación de la actividad productiva registrada por la economía mexicana en 1995 y por Brasil tras la crisis de principios de 1999, así como en la mayoría de las economías emergentes de Asia Oriental entre 1998 y 1999, contrasta vivamente con la persistencia de la recesión observada en Argentina después de las crisis de deuda de finales de 2001, donde el menor grado de apertura comercial dejó la recuperación de la actividad productiva a expensas de la reactivación de la demanda interna.

En 2001, la economía argentina era extremadamente vulnerable a cualquier interrupción de la financiación externa y, en particular, a una devaluación del tipo de cambio, puesto que tanto el sector público como el sector privado presentaban un nivel de endeudamiento<sup>8</sup> a corto plazo y en moneda extranjera muy elevado.

Durante mucho tiempo, estos desequilibrios quedaron ocultos por los mecanismos de convertibilidad entre el peso argentino y el dólar de los Estados Unidos, hasta que la prolongada apreciación de la divisa norteamericana a partir de 1995, la reducción de los precios de las materias primas a finales de los noventa y la pérdida de competitividad derivada de la devaluación de Brasil de 1999, sumieron la economía nacional en una recesión prolongada.

La caída de la actividad productiva, el aumento del déficit y de la deuda pública y la presencia de déficits por cuenta corriente crecientes aumentaron perceptiblemente el riesgo de insolvencia y provocaron, a finales de 2001, una situación de “pánico financiero” que acabó precipitando una huida masiva de capitales hacia el exterior, la suspensión del pago de la deuda y la devaluación de la moneda nacional.

La huida de capitales y los problemas de solvencia del sistema financiero nacional provocaron una restricción de liquidez de tal magnitud que deprimieron muy severamente la demanda agregada del país. En este escenario, la devastación de buena parte del sistema financiero y la falta de financiación externa impidieron la financiación del consumo privado o la inversión privada. Además, la escasa importancia de las exportaciones en la estructura económica del país –en 2001, las exportaciones de mercancías sólo representaban un 10% del PIB– limitaba ostensiblemente el papel del comercio exterior como motor de la economía argentina. De esta manera, la reactivación económica tardó un par de años en producirse, el tiempo en que tardó en recuperarse el consumo privado y, en menor medida, la inversión empresarial.

Por eso, los dos años posteriores a la crisis cambiaria y financiera de finales de 2001 fueron de consecuencias devastadoras, el PIB real disminuyó en un 11% en 2002, lo cual suponía que desde 1998 la producción real del país había caído en un 19,5% y la tasa de paro escaló hasta el 20%.

Así, para los países de América Latina, el período 1998-2002 fue una larga etapa de estancamiento económico como consecuencia de la coincidencia en el tiempo de una serie de factores externos e internos que dificultaron la expansión de la actividad productiva. El menor crecimiento de los países más industrializados, la caída de los precios de los productos básicos y la creciente incertidumbre en los mercados financieros internacionales a raíz de la explosión de la “burbuja tecnológica”, por una parte, y la escalada del terrorismo internacional en 2001, por otra, ralentizaron el crecimiento de la producción mundial y del comercio internacional. Paralelamente, la debilidad de la demanda interna derivada de las crisis de Brasil (1999) y Argentina (2001), la presencia de déficits públicos y déficits exteriores de dimensión creciente, un nivel de endeudamiento a corto plazo y/o en moneda extranjera y un sistema financiero frágil, hicieron que el crecimiento medio del PIB en los 3 mayores países de la región fuera del 0,6%.

Esta situación empezó a cambiar a partir de 2002; el crecimiento de las exportaciones de materias primas y productos básicos y la mejora continuada de la relación real de intercambio, asociada a la creciente participación de China e India en el comercio internacional, han otorgado un mayor protagonismo a la demanda externa como factor de crecimiento. De esta manera, la actividad productiva de la región empezó a recuperarse después de cinco años de crecimiento muy bajo, de tal modo que el crecimiento promedio del PIB para el período 2002-2005 se situó en el 4,6%. Esta evolución ha instalado a las principales economías de América Latina en una dinámica de crecimiento sólida y continuada (algo sorprendente por poco habitual), que además se ha visto reforzada desde 2004 por el aumento de la demanda interna asociada a un mayor consumo privado.

## Disminución de la inflación

En las economías emergentes de América Latina, la inflación había sido un problema persistente hasta que, a principios de los noventa, muchos países se embarcaron en una estrategia de desinflación competitiva basada en el uso del tipo de cambio como ancla nominal, lo cual permitió, a pesar de la incidencia de los distintos episodios de crisis que afectaron a la región<sup>9</sup>, reducir el ritmo de crecimiento de los precios a un solo dígito a finales de la década. De esta manera, la inflación pasó del 35% de 1995 al 4% de 2001.

Este proceso de desinflación progresivo se vio facilitado por unas condiciones de demanda interna débiles entre 1998 y 2001, pero también fue el resultado de la adopción de objetivos explícitos de inflación (*inflation targeting*), como en México y Brasil. Esta circunstancia se ha traducido en una mayor credibilidad en la gestión de la política monetaria y la reducción de las expectativas de inflación. La mayor capacidad de competir en los mercados, la transmisión reducida de las variaciones del tipo de cambio y de los precios de los productos básicos a los precios de

consumo finales y, en determinados casos, mejoras significativas de la productividad, también han facilitado la ralentización del ritmo de crecimiento de los precios en la región.

A finales de 2004, la inflación media en México, Brasil y Argentina fue del 5,2% y desde 2005 las cifras han repuntado, especialmente en Argentina y Brasil, hasta situarse en términos medios en el 7%, un reflejo de la mayor demanda pero también del alza del precio del petróleo.

**Cuadro 2. Inflación (Variación anual porcentual)**

|                       | 1995        | 1996        | 1997       | 1998        | 1999       | 2000       | 2001       | 2002        | 2003        | 2004       | 2005       |
|-----------------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <i>Corea del Sur</i>  | 4,4         | 5,0         | 4,4        | 7,5         | 0,8        | 2,2        | 4,1        | 2,7         | 3,6         | 3,6        | 2,2        |
| <i>Filipinas</i>      | 6,7         | 7,5         | 5,6        | 9,3         | 5,9        | 4,0        | 6,8        | 3,0         | 3,5         | 6,0        | 8,2        |
| <i>Indonesia</i>      | 9,5         | 7,9         | 6,2        | 58,5        | 20,3       | 9,3        | 12,5       | 10,0        | 5,1         | 6,1        | 8,2        |
| <i>Malasia</i>        | 4,0         | 3,4         | 2,8        | 5,2         | 2,8        | 1,5        | 1,4        | 1,8         | 1,2         | 1,4        | 3,0        |
| <i>Tailandia</i>      | 5,7         | 5,9         | 5,6        | 8,1         | 0,2        | 1,7        | 1,6        | 0,6         | 1,8         | 2,8        | 4,2        |
| <b>Asia Oriental</b>  | <b>6,1</b>  | <b>5,9</b>  | <b>4,9</b> | <b>17,7</b> | <b>6,0</b> | <b>3,7</b> | <b>5,3</b> | <b>3,6</b>  | <b>3,0</b>  | <b>4,0</b> | <b>5,3</b> |
| <i>México</i>         | 35,0        | 34,4        | 20,6       | 15,9        | 16,6       | 9,5        | 6,4        | 5,0         | 4,5         | 4,7        | 4,3        |
| <i>Brasil</i>         | 66,0        | 15,8        | 6,9        | 3,2         | 4,9        | 7,0        | 6,8        | 8,5         | 14,7        | 6,6        | 6,8        |
| <i>Argentina</i>      | 3,4         | 0,2         | 0,5        | 0,9         | -1,2       | -0,9       | -1,1       | 25,9        | 13,4        | 4,4        | 9,5        |
| <b>América Latina</b> | <b>34,8</b> | <b>16,8</b> | <b>9,4</b> | <b>6,7</b>  | <b>6,8</b> | <b>5,2</b> | <b>4,0</b> | <b>13,1</b> | <b>10,9</b> | <b>5,2</b> | <b>6,9</b> |

*Nota:* Índice de Precios al Consumo (IPC). Los valores **sombreados** indican el año de la crisis. Las cifras relativas a 2005 son estimaciones preliminares.

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

En el caso de Asia Oriental, históricamente, la inflación había mostrado unos registros moderados. De hecho, la estabilidad de precios había sido uno de los pilares en los que se había fundamentado el "milagro asiático".

El estallido de la crisis provocó un incremento de los precios de entre 2,5 y 4 puntos porcentuales en Corea del Sur, Filipinas, Malasia y Tailandia, y situó la inflación media en torno al 5%-9% anual en 1998. A partir de entonces, la inflación en estas economías siguió una tendencia decreciente hasta situarse en valores en torno al 2%-4% a finales de

2005, con la excepción de Filipinas donde la tasa de precios repuntó hasta el 8% entre 2004-2005. En Indonesia, la inflación subió por encima del 50% después de la gran devaluación de la rupia. Con todo, el ritmo de crecimiento de los precios en este país se había reducido al 6% en 2004, para subir de nuevo hasta el 8% en 2005.

En términos generales, este proceso de desinflación o deflación registrado en las economías asiáticas entre 1999 y 2005 podría considerarse como un reflejo de la debilidad persistente de la demanda privada y de unos niveles crecientes de desempleo, pero también era una muestra de las dificultades financieras de las empresas y del exceso de capacidad productiva instalada.

## **La evolución de las finanzas públicas**

### **Déficit y deuda pública en Asia Oriental**

Previamente a la crisis de 1997, casi todas las economías asiáticas presentaban unas finanzas públicas saneadas. En la mayoría de países, el saldo presupuestario del Gobierno registraba superávits o en todo caso ligeros déficits.

Pero la crisis de 1997–1998 afectó notablemente los balances presupuestarios y el nivel de endeudamiento de estas economías. Los países de Asia Oriental pasaron a registrar déficits fiscales de entre el 2% y el 4% del PIB entre 1998 y 1999, a consecuencia de la adopción de medidas discrecionales para estimular la demanda interna de las distintas economías, el esfuerzo para recapitalizar los sistemas bancarios, la influencia de la recesión en los ingresos tributarios y el aumento de los gastos en intereses de la deuda pública<sup>10</sup>. El resultado fue un gran incremento del nivel de endeudamiento del Estado que, entre 1998 y 2001, situó el porcentaje de deuda pública en Corea del Sur, Malasia y Tailandia en valores en torno al 35%-40% del PIB. Aunque este nivel de endeudamiento, atendiendo a los estándares internacionales, continuaba siendo moderado –a excepción de las economías de Indonesia y Filipinas, donde el porcentaje de la deuda pública respecto al PIB se situaba alrededor del 85%-90% del PIB–, la carga fiscal efectiva aumentó debido a transacciones extra-presupuestarias y a pasivos originados por la absorción de la cartera vencida de los bancos<sup>11</sup>. Esta presencia de pasivos contingentes del Estado y el hecho de que los pagos en concepto de intereses representaban cada vez una proporción mayor del gasto fiscal, provocó que las economías asiáticas se vieran inmersas en una espiral de déficits y deuda públicos crecientes entre 1998 y 2000, los cuales contribuyeron a aumentar el grado de vulnerabilidad financiera de la región.

La evolución de las finanzas públicas durante los tres años posteriores a la crisis se vio agravada, en 2001, por la desaceleración económica

mundial y el menor crecimiento del comercio internacional, circunstancia que movió a la mayoría de economías emergentes de Asia Oriental a mantener el signo expansivo de su política fiscal, a pesar de la posición desfavorable del déficit y de la deuda pública.

A partir de mediados de 2002, el crecimiento de la actividad productiva en Asia Oriental a consecuencia de la recuperación de la producción en Estados Unidos y la mayor demanda externa procedente de China, proporcionó a las autoridades económicas de la región un mayor margen de maniobra para empezar a corregir los desequilibrios de las finanzas públicas. Por eso, desde 2003 los déficits fiscales como porcentaje del PIB iniciaron una tendencia decreciente que, sin alcanzar los valores previos a 2000, permitió reducir los desequilibrios presupuestarios y situarlos, en promedio, en el 2,9 del PIB.

A pesar de esta tendencia, el grado de consolidación fiscal no ha sido lo suficientemente importante como para evitar un aumento en los stocks de deuda. En este sentido, la proporción de la deuda como porcentaje del PIB ha aumentado hasta situarse en 2005 en el 33% en Corea del Sur, el 45% en Malasia, el 26% en Tailandia, el 53% en Indonesia y el 97% en Filipinas.

## **Déficit y deuda pública en América Latina**

Los distintos episodios de crisis que afectaron a la región de América Latina entre 1999 y 2001 precipitaron la caída de la producción y la disminución de los ingresos fiscales. Además, las expectativas de inflación y la incertidumbre en los mercados de capitales internacionales elevaron los tipos de interés e incrementaron de manera notable el servicio de la deuda externa. Por otro lado, en algunos países, la caída de los precios del petróleo y de las materias primas durante este período agravó la falta de ingresos y la necesidad de recortar el gasto.

Las economías latinoamericanas respondieron a esta coyuntura con una serie de medidas fiscales más bien restrictivas. Así, México hizo frente a la fuerte reducción de los ingresos procedentes del petróleo y a la

escasez de ingresos fiscales recortando el gasto para mantener el déficit fiscal en el 1% del PIB. Brasil tomó medidas para contener el déficit público por debajo del 4% del PIB. Tan solo en Argentina los déficits fiscales así como el grado de endeudamiento crecieron notablemente antes y después de la crisis de la economía.

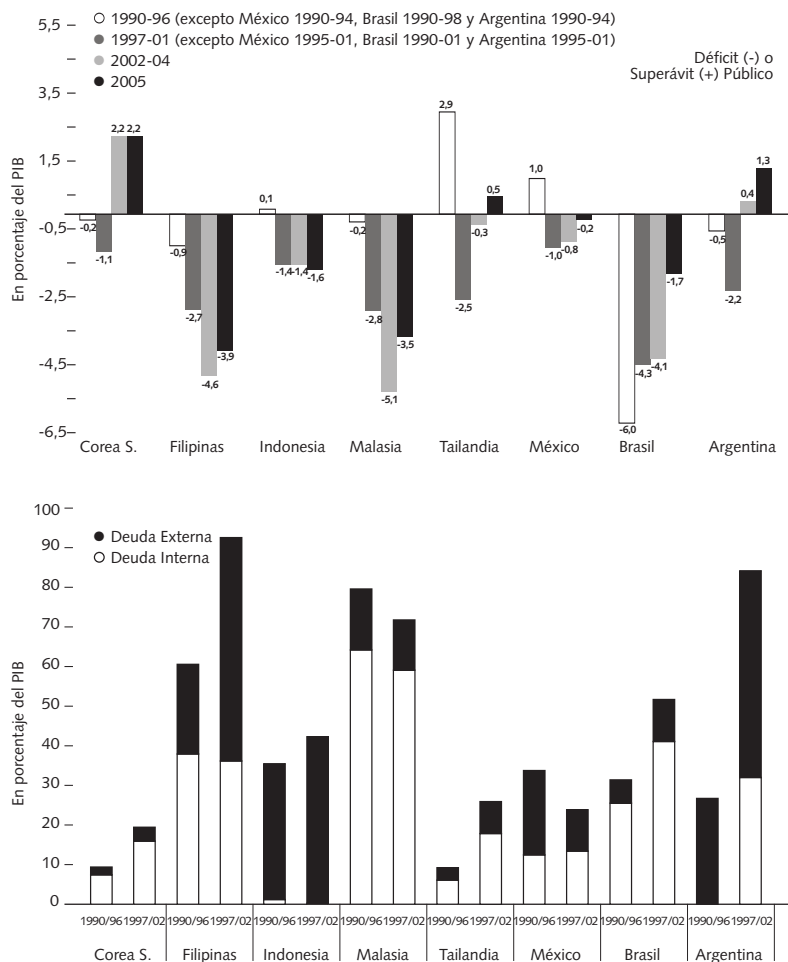
Desde finales de 2001, los desequilibrios presupuestarios mejoraron en la mayoría de los países latinoamericanos, con la importante excepción de Argentina. Este proceso de consolidación de las finanzas públicas entre 2002 y 2004 obedeció al incremento de la recaudación impositiva que propiciaron la recuperación de la actividad económica y el aumento de los precios del petróleo.

Paralelamente, la moderación del consumo público y la inversión pública rompieron la tradición procíclica que había caracterizado históricamente la instrumentación de la política fiscal en América Latina. Esta contención del gasto en varios países fue posible gracias a la adopción de reglas de responsabilidad fiscal, la mejora en las instituciones presupuestarias y la presencia de fondos de estabilización procedentes de las rentas del petróleo, el cobre y otros recursos naturales. Pero los esfuerzos de los gobiernos también se beneficiaron de la notable disminución del servicio de la deuda asociada a una coyuntura de tipos de interés bajos y de la tendencia a la apreciación de las monedas nacionales.

De esta manera, el déficit público promedio en los países de América Latina descendió del 2,5% del PIB, en 2002, al 2% en 2003, para evolucionar hacia el equilibrio presupuestario a finales de 2005. En particular, Brasil redujo su déficit público del 5,8% de 1999, al 1,7% del PIB en 2005. Análogamente, en Argentina el déficit fiscal del 3,3% del PIB de 2002 se transformó en superávits en torno al 1% del PIB a finales de 2005.

Esta consolidación de las finanzas públicas en la mayoría de los países de América Latina ha sido un factor decisivo para una recuperación económica sostenible porque ha moderado las necesidades de financiación externa e interna, un extremo que ha aliviado las presiones sobre los tipos de cambio y ha dejado margen para la expansión del crédito local a los sectores privados en condiciones no inflacionarias.

## Gráfico 2. Evolución del saldo presupuestario y deuda pública del Estado en Asia Oriental y América Latina

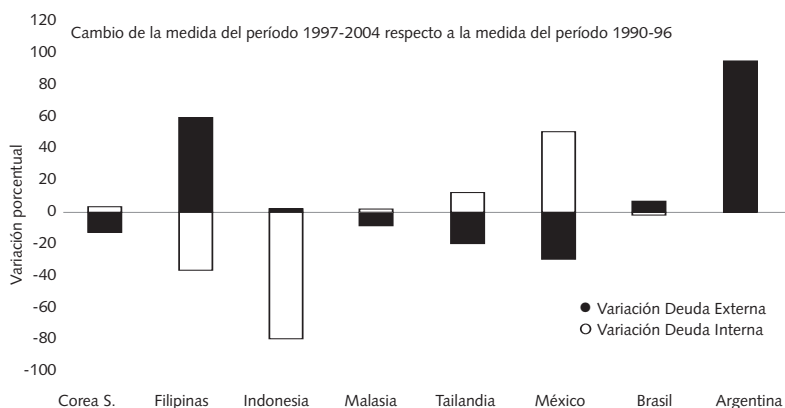


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Asian Development Bank y del "International Financial Statistics" del FMI.

## El cambio de la composición de la deuda pública

Como se puede apreciar en el gráfico 3, a partir de la segunda mitad de los noventa, la proporción de la deuda pública externa sobre el total se ha reducido en muchas economías de Asia Oriental y de América Latina en beneficio de la deuda interna.

**Gráfico 3. Cambio en la composición de la deuda pública**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Asian Development Bank y del “International Financial Statistics” del FMI.

En este sentido, con anterioridad a la crisis de México de 1994, la deuda pública exterior de las economías emergentes era de promedio un 33% del PIB mientras que la deuda pública interna representaba el 19% del PIB. A finales de 2004, la deuda externa pública se había reducido al 26% del PIB, al tiempo que la importancia de la deuda pública interna había aumentado hasta el 34% (Banco Mundial, 2005).

Esta evolución es imputable a los esfuerzos realizados por las autoridades económicas para disminuir la vulnerabilidad ante perturbaciones externas vinculadas a variaciones pronunciadas de los tipos de interés o

del tipo de cambio de la moneda nacional tras la oleada de crisis cambiarias y financieras de finales de los años noventa. El menor grado de exposición exterior ha contribuido a la restauración de la confianza entre los inversores internacionales, la mejora de la calificación crediticia y la disminución de la volatilidad en los mercados de divisas, un extremo que ha reducido los costes del servicio de la deuda externa, ha aumentado la demanda de activos por parte de inversores institucionales y ha facilitado el desarrollo de unos mercados de deuda pública más profundos.

Sin embargo, esta reducción de la deuda externa no ha sido universal y además en algunos países esa disminución se ha visto compensada por un aumento de la deuda pública interna, que ha crecido en paralelo al desarrollo de los mercados de deuda nacionales.

La magnitud de este cambio en la composición de la deuda pública varía entre regiones. Así, en las economías de Asia Oriental, en un principio, el recurso a la deuda pública vino forzado por la contracción abrupta del crédito exterior a raíz de la crisis de 1997 y la necesidad de financiar tanto las políticas fiscales expansivas como los costes de recapitalización de los sistemas bancarios; pero con el tiempo, esta sustitución devino un elemento de la estrategia de gestión de las finanzas públicas.

En América Latina, el recurso a la financiación externa empezó a reducirse a partir de 1999, pero esta tendencia a la sustitución de deuda interna por deuda externa ha sido menos pronunciada que en Asia Oriental. Así, por ejemplo, en México la instrumentación de políticas fiscales y monetarias dirigidas a la estabilización económica permitió al Gobierno federal recuperar su credibilidad, reducir los costes financieros, ampliar el período de vencimiento medio hasta los 10 años y aumentar la importancia relativa de la deuda pública interna, como así lo atestigua el incremento de la deuda pública doméstica del 40% al 75% de 2002 durante este período (CEPAL, 2005). En Brasil y Argentina el cambio en la composición de la deuda pública ha sido menos marcado que en México, ha sido más bien fruto de presiones económicas y financieras y no tanto una estrategia premeditada de los gobiernos<sup>12</sup>.

Para Budina y Fiess (2004) este cambio de la composición de la deuda no está exento de riesgos, especialmente los asociados a la dificultad de refinanciar la deuda a corto plazo, porque en algunas ocasiones el período de vencimiento de la deuda interna acostumbra a ser inferior al de la deuda externa. De hecho, la experiencia de Brasil (1999) y Argentina (2001) ilustra los peligros que comporta la confianza en la deuda pública nacional como mecanismo de financiación. Una tasa de inflación alta en Brasil y la conversión forzosa de la deuda denominada en dólares a pesos en Argentina, se tradujeron en unos mayores tipos de interés que dificultaron la renovación de deuda pública, elevaron los costes financieros y contribuyeron a ampliar el nivel de endeudamiento de los Gobiernos.



## **El saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos**

Otro de los factores que ha contribuido a reducir la vulnerabilidad de las economías emergentes ante crisis que *se autoconfirman* ha sido la presencia de superávits exteriores de dimensión creciente en Asia Oriental, desde 1998, y, a partir de 2002, el cambio de signo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, desde un déficit hasta un superávit, en América Latina –con la excepción de México.

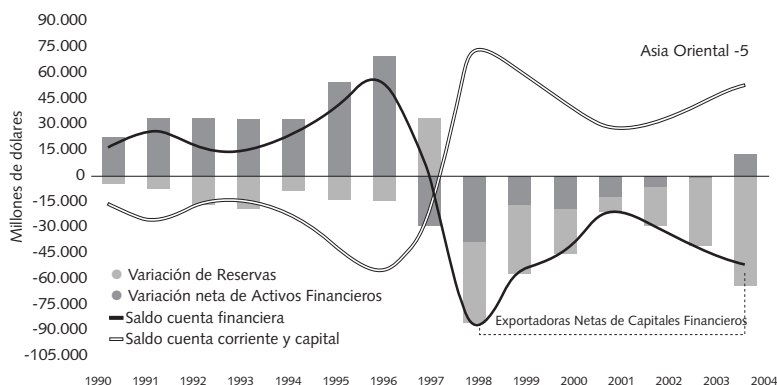
### **El saldo exterior en Asia Oriental**

Durante los años previos a la crisis de 1997-98, las economías emergentes de Asia Oriental presentaban déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos que en promedio equivalían al 5% del PIB. Pero a raíz de la crisis de 1997 y ante la imposibilidad de financiarse en los mercados de capitales internacionales, las importaciones de bienes de consumo y, especialmente, de bienes de capital tuvieron que reducirse de manera drástica para ajustar el déficit por cuenta corriente a las nuevas posibilidades de financiación<sup>13</sup>.

A partir de 1999, superados los problemas de liquidez causados por la reversión repentina en el flujo neto de entrada de capitales privados, y a medida que se iba reduciendo el grado de apalancamiento financiero de las empresas a corto plazo –como en el caso de Corea del Sur y Malasia– o el endeudamiento excesivo en dólares de los Estados Unidos –como en el caso de Indonesia y Tailandia–, las exportaciones se convirtieron en el motor de las distintas economías de la región, alentadas primero por la mejora de la competitividad que suponían las depreciaciones del tipo de cambio real<sup>14</sup> y, a partir de 2002, por la recuperación del comercio internacional<sup>15</sup> propiciada por la demanda de China y la reactivación de Estados Unidos.

Fruto de esta dinámica, los países emergentes de Asia Oriental han presentado superávits, que en términos medios se han situado en valores en torno al 5% del PIB entre 1999 y 2004.

**Gráfico 4. Evolución de la balanza de pagos en las economías de Asia Oriental**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del “International Financial Statistics” del FMI.

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

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

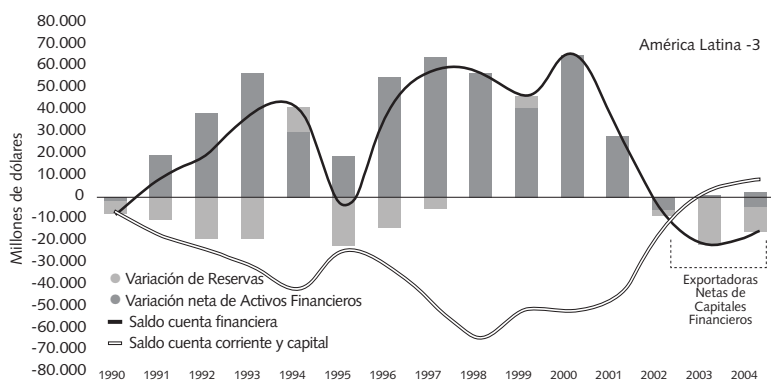
Paralelamente, las tasas de inversión privada que habían alcanzado valores muy elevados cercanos al 35% del PIB en los años previos a la crisis de 1997, cayeron hasta el 23% del PIB entre 1998 y 2004 principalmente en Tailandia, Malasia, Indonesia y Corea del Sur, a conse-

cuencia de la existencia de excesos de capacidad productiva en toda la región, especialmente en el sector de alta tecnología<sup>16</sup>, y de un proceso de reestructuración empresarial muy acusados.

## El saldo exterior en América Latina

En América Latina los déficits de la cuenta corriente de la balanza de pagos se fueron reduciendo progresivamente entre 1999 y 2001, hasta transformarse a partir de 2002 en superávits, con la excepción de México. Esta mejora del saldo exterior se ha sustentado en el crecimiento de las exportaciones, favorecido por la depreciación de los tipos de cambio reales e impulsado por el pujante crecimiento del comercio mundial, vinculado a la superación de la recesión en Estados Unidos y a la emergencia de la economía China e India en el panorama mundial.

**Gráfico 5. Evolución de la balanza de pagos en las economías de América Latina**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del "International Financial Statistics" del FMI.

Así, entre 1999 y 2004 las economías de México y Brasil, además de Argentina desde 2002, han experimentado una mejora notable de su competitividad asociada a la depreciación del tipo de cambio real<sup>17</sup>, circunstancia que ha contribuido al crecimiento continuado del volumen de sus exportaciones. Pero desde 2002, la existencia de precios favorables de los productos básicos y de las materias primas en el mercado mundial ha mejorado la relación real de intercambio y los ingresos por exportaciones.

Desde el punto de vista financiero, y a diferencia de lo sucedido en Asia Oriental, la disminución de las necesidades de financiación externa está íntimamente ligada al proceso de consolidación de las finanzas públicas y constituye, especialmente en el caso de América Latina, un factor muy favorable en los esfuerzos para reducir el grado de vulnerabilidad de las principales economías de la región ante reversiones repentinas en el flujo de capitales procedentes del exterior.

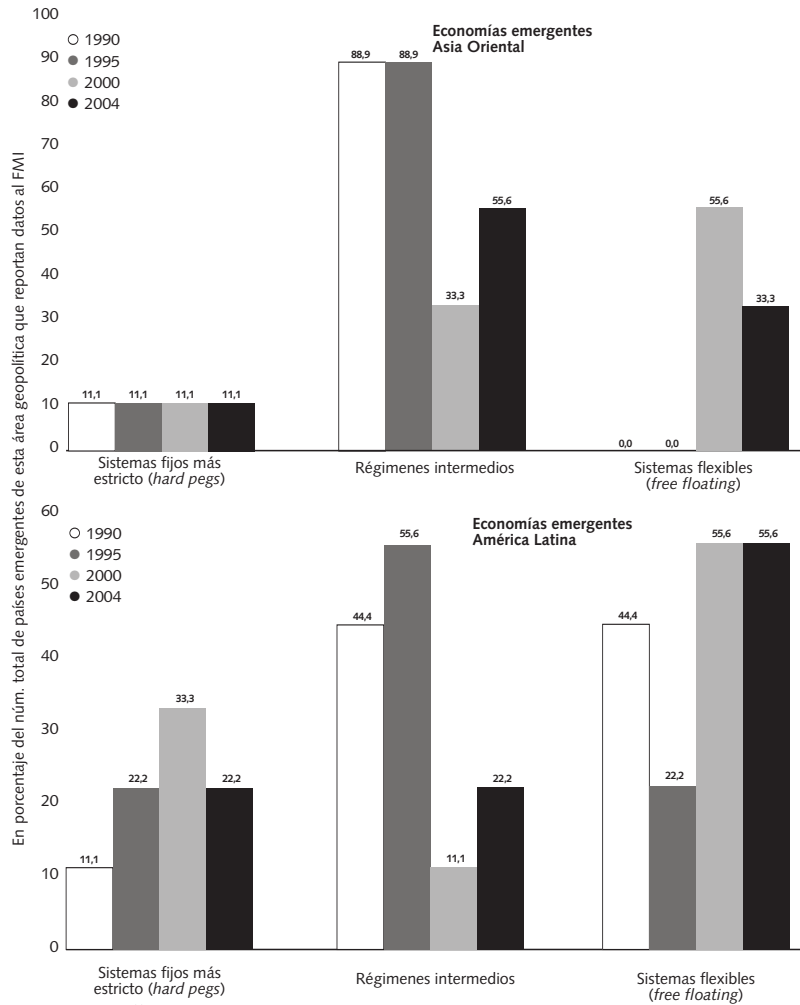
## Hacia una mayor flexibilidad en la gestión de la política cambiaria

Durante la segunda mitad de los años ochenta y principios de los noventa, el intento de compatibilizar la estabilidad cambiaria con una creciente integración financiera a nivel internacional exigió una mayor flexibilidad a los regímenes cambiarios. Esta circunstancia movió a muchos países emergentes a adoptar sistemas cambiarios menos estrictos, como los *regímenes intermedios* al estilo de las bandas de flotación horizontales, las *crawling bands* o las *crawling pegs*.

Pero a partir de la segunda mitad de la década de los noventa y después de años de funcionamiento efectivo, la preferencia por los *regímenes intermedios* se invirtió radicalmente. La progresiva integración financiera y la creciente libertad en la circulación de capitales pusieron de manifiesto las incongruencias de aquellos sistemas, cuando las autoridades económicas intentaban mantener estable el tipo de cambio y, simultáneamente, usaban la política monetaria para controlar la inflación o alcanzar la plena ocupación. De esta manera, buena parte de los *regímenes intermedios* acabaron convirtiéndose en sistemas proclives a sufrir ataques especulativos en economías con un importante grado de apertura a los mercados financieros internacionales. De hecho, buena parte de los *regímenes intermedios* de los países emergentes —especialmente los sistemas *soft pegs*— se vieron afectados por una oleada de ataques especulativos —iniciada con el colapso del peso mexicano, a finales de 1994, y culminada con la crisis de Argentina de finales de 2001— que propició una *huída* de estos sistemas de tipo de cambio en beneficio de los regímenes más extremos, especialmente los sistemas “más flexibles”.

A raíz de estos episodios, las economías de México (1994), Corea del Sur, Indonesia, Filipinas y Tailandia (1997), Brasil (1999) y Argentina (2001) dejaron flotar su moneda después de las presiones en los mercados de divisas, en un intento de recuperar la autonomía de la política monetaria y limitar los flujos de capitales especulativos a los cuales se habían mostrado proclives los regímenes *softs pegs*<sup>18</sup>.

**Gráfico 6. Evolución de los regímenes cambiarios en las economías emergentes**



Fuente: Ripoll, 2006

De esta manera, el uso de sistemas de *libre flotación* en América Latina se multiplicó por 2,5 al pasar del 22,2% de 1995 al 55,6% de 2000; en Asia Oriental la crisis de 1997 forzó a muchos países a permitir la libre flotación del tipo de cambio por primera vez en la década de los noventa, de tal modo que a finales de 2000 el 55,6% de las economías de esta región usaban algunos de los sistemas cambiarios “más flexibles”.

Pero paradójicamente, la preferencia a favor de los sistemas flexibles no se basa en los aspectos macroeconómicos tradicionales. Más bien, el razonamiento gira en torno al sesgo hacia el endeudamiento en moneda extranjera<sup>19</sup> que introducen los sistemas de tipo de cambio fijo y que es el origen de las crisis que se “autoalimentan” (*self-fulfilling crises*).

Si esto es cierto, entonces los sistemas flexibles ofrecen una cierta cobertura contra las crisis porque hacen más perceptible el riesgo cambiario y evitan aquel endeudamiento excesivo en moneda extranjera. Desde esta perspectiva, la adopción de sistemas cambiarios más flexibles ha reducido la probabilidad de que una crisis cambiaria pueda derivar en una crisis de deuda o una crisis bancaria y ha aumentado la prevención ante los riesgos inherentes a una excesiva exposición cambiaria.

Sin embargo, la evidencia recogida en el gráfico 6 revelaría que esta evolución de los sistemas cambiarios hacia fórmulas más flexibles podría ser una tendencia coyuntural porque, desde 2001, se observa en Asia Oriental una recuperación de los sistemas de flotación intervenida o *regímenes intermedios*. Una circunstancia que ilustraría un cierto “miedo a la flotación” (*fear of floating*), descrito por Calvo y Reinhart (2000), y la voluntad de llevar a cabo una gestión activa de la política cambiaria, como así lo ponen de manifiesto las intervenciones recurrentes de las autoridades monetarias asiáticas en los mercados de divisas.



## **La evolución de la vulnerabilidad financiera**

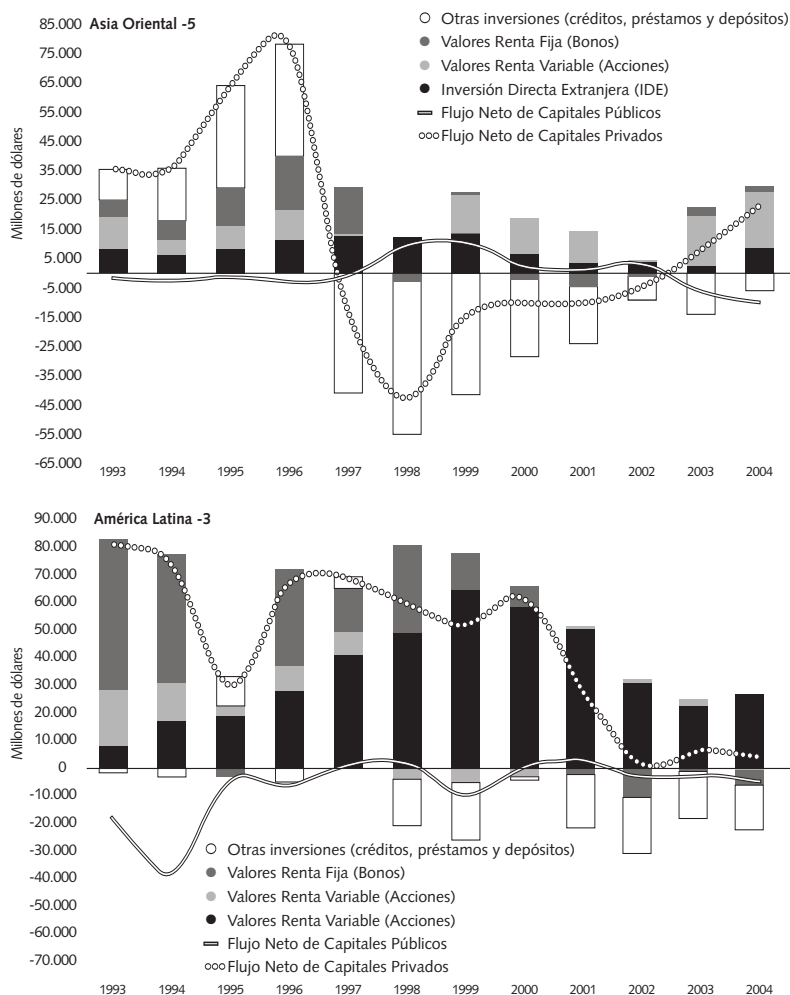
La mayoría de economías emergentes de América Latina y de Asia Oriental son en la actualidad menos vulnerables de lo que eran en la década de los noventa. En este sentido, el nivel de endeudamiento exterior ha mejorado, al tiempo que la composición y la naturaleza de la deuda externa ha cambiado. Además, la mayoría de países que se vieron afectados por los primeros episodios de crisis han llevado a cabo avances significativos en la implementación y mejora de las medidas de regulación y supervisión prudenciales y otros aspectos institucionales como la defensa y protección de los derechos de los accionistas.

### **El período de huida de capitales y de desapalancamiento financiero (1998-2001)**

Los distintos episodios de crisis cambiarias y financieras sufridos directa o indirectamente por muchos de los países de Asia Oriental y América Latina a finales de la década de los noventa y principios de 2000, precipitaron una reducción sustancial de las entradas de capitales privados procedentes del exterior y un proceso relativamente amplio de salidas de capitales hacia el exterior por parte de residentes. Este proceso iniciado entre 1997 y 1998 en algunas economías asiáticas se vio reforzado por el estallido de crisis en otras economías emergentes de mayor dimensión como Rusia en 1998, Brasil en 1999 y Argentina 2001.

En este sentido, los países afectados por la crisis de Asia Oriental de 1997-1998 registraron una salida neta de capitales de 95.500 millones de dólares entre 1997-2002. En México, durante 1995, las salidas netas de capitales ascendieron a casi 10.500 millones de dólares. En Brasil entre 1998 y 1999, las entradas netas de capitales privados se redujeron en 12.000 millones de dólares, mientras que en Argentina entre 2001 y 2004 las salidas netas de capitales fueron de 61.300 millones de capitales.

**Gráfico 7. Movimientos y composición de los flujos de capitales en Asia Oriental y América Latina**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del “International Financial Statistics” del FMI.

## La magnitud y la duración del proceso de desapalancamiento financiero externo durante los años posteriores a las crisis

La magnitud de las salidas netas de capitales fue un reflejo de los procesos de ajuste de la estructura económica y financiera de las empresas después de las crisis, unos ajustes que implicaron tanto la reducción de las obligaciones externas como un incremento de los activos denominados en moneda extranjera, una circunstancia que explicaría por qué los países emergentes, especialmente en Asia Oriental, se convirtieron en exportadores netos de capitales financieros<sup>20</sup> durante este período (véanse gráficos 4 y 5).

El *Global Financial Stability Report* del FMI (2005a) mide la duración del proceso de desapalancamiento financiero a partir de la distancia temporal existente entre el valor máximo y el valor mínimo de la deuda externa de un país determinado<sup>21</sup>.

En base a la amplitud del período de reducción del endeudamiento en los mercados financieros, la muestra de países puede descomponerse en dos grupos: países que han experimentado un *ajuste de larga duración* (superior a dos años) como Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Malasia y Filipinas, y países que han registrado un *ajuste de corta duración* (inferior o igual a dos años) como Brasil y Argentina.

Según el FMI, la severidad y duración del proceso de ajuste está positivamente correlacionada con la importancia inicial de la deuda externa, la naturaleza de los mercados financieros más afectados por la crisis y el nivel de desarrollo de los mercados de capitales alternativos. Así, como se puede apreciar en el cuadro 3, los países que han experimentado un proceso de desapalancamiento cuya duración ha sido de entre 3 años, como en Malasia, y 5 años, como Indonesia y Tailandia, son también las economías que han sufrido una mayor reversión en las entradas de capitales (*sudden stop*) porque han registrado una crisis bancaria de gran magnitud y/o porque no contaban con una fuente alternativa de financiación a la banca nacional por la ausencia de unos mercados de capita-

**Cuadro 3. El proceso de ajuste de la deuda externa tras la crisis en las economías de América Latina y de Asia Oriental**

| País                            | Composición<br>deuda<br>externa | Estructura<br>deuda<br>externa en el<br>máximo en % | Máximo<br>(Miles de millones<br>de dólares) | Mínimo | Variación<br>en % | Duración de<br>la caída en la<br>financiación<br>privada<br>(Nº años) |
|---------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------|--------|-------------------|-----------------------------------------------------------------------|
| Ajuste de larga duración        |                                 |                                                     |                                             |        |                   |                                                                       |
| Tailandia (1997:T2–2003:T2)     | Privada                         | 92                                                  | 107                                         | 26     | -75,7             | 5+                                                                    |
|                                 | Pública                         | 8                                                   | 9                                           | 16     | 77,7              |                                                                       |
|                                 | Total                           |                                                     | 116                                         | 42     | -63,7             |                                                                       |
| Indonesia (1997:T4–2003:T2)     | Privada                         | 63                                                  | 69                                          | 29     | -56,5             | 5+                                                                    |
|                                 | Pública                         | 37                                                  | 40                                          | 59     | 47,5              |                                                                       |
|                                 | Total                           |                                                     | 109                                         | 88     | -19,3             |                                                                       |
| Corea del Sur (1997:T2–2001:T4) | Privada                         | 97                                                  | 149                                         | 93     | -37,6             | 4,5                                                                   |
|                                 | Pública                         | 3                                                   | 5                                           | 16     | 220,0             |                                                                       |
|                                 | Total                           |                                                     | 154                                         | 108    | -29,9             |                                                                       |
| Malasia (1997:T3–2000:T3)       | Privada                         | 92                                                  | 42                                          | 29     | -28,6             | 3,0                                                                   |
|                                 | Pública                         | 8                                                   | 4                                           | 4,4    | 10,0              |                                                                       |
|                                 | Total                           |                                                     | 45                                          | 33     | -26               |                                                                       |
| Filipinas (1997:T4–2000:T3)     | Privada                         | 59                                                  | 25                                          | 28     | 12,0              | 2,75                                                                  |
|                                 | Pública                         | 41                                                  | 17                                          | 21     | 23,5              |                                                                       |
|                                 | Total                           |                                                     | 42                                          | 50     | 16,6              |                                                                       |
| Ajuste de corta duración        |                                 |                                                     |                                             |        |                   |                                                                       |
| Argentina (2001:T2–2003:T2)     | Privada                         | 84                                                  | 133                                         | 117    | -12,0             | 2+                                                                    |
|                                 | Pública                         | 16                                                  | 26                                          | 33     | 23,1              |                                                                       |
|                                 | Total                           |                                                     | 159                                         | 149    | -6,3              |                                                                       |
| Brasil (1998:T2–1999:T3)        | Privada                         | 91                                                  | 180                                         | 137    | -23,9             | 1,25                                                                  |
|                                 | Pública                         | 9                                                   | 19                                          | 28     | 52,6              |                                                                       |
|                                 | Total                           |                                                     | 199                                         | 166    | -16,6             |                                                                       |

Notas: "Máximo" hace referencia al valor máximo alcanzado por el stock de la deuda externa en circulación (préstamos bancarios y deuda instrumentada en valores colocados en el extranjero) mientras que "Mínimo" se refiere al punto de inflexión. Las fechas exactas para cada país se recogen entre paréntesis.

Fuente: FMI (2005a) a partir de datos del BIS, IMF, OCDE y del World Bank External Debt database.

les relativamente desarrollados o completos. Por el contrario, los países que presentaban un mayor grado de titulación de su deuda externa —y que por tanto dependían en menor medida del sistema bancario nacional— se recuperaron con mayor rapidez. Son los casos de Argentina y Brasil.

### **El aumento de la dotación de reservas internacionales de divisas (2002-2004)**

El período 2002-2004 marca el fin de una larga etapa iniciada en 1997 y caracterizada por la disminución del flujo neto de capitales privados dirigidos a las economías emergentes. La presencia de unas condiciones macroeconómicas y estructurales más sólidas, unida a una coyuntura de gran liquidez a nivel internacional, unos tipos de interés reducidos en las economías industrializadas y la predisposición de los inversionistas a acometer inversiones de mayor riesgo, favorecieron la recuperación de los flujos de capitales dirigidos a las economías emergentes de Asia Oriental y de América Latina (véase gráfico 7).

La coincidencia temporal de la reanudación del flujo neto de entradas de capitales privados con la presencia de superávits por cuenta corriente de dimensión creciente configuraron, desde 2002, una situación sorprendente<sup>22</sup> que ha consolidado a la mayoría de países emergentes de Asia Oriental y, en menor medida, de América Latina como economías exportadoras netas de capitales a causa de la acumulación de reservas<sup>23</sup> (véanse gráficos 4 y 5).

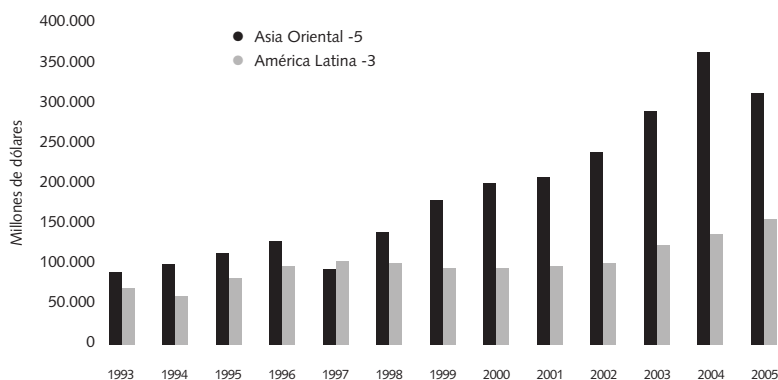
### **El proceso de acumulación de reservas de divisas internacionales**

La severidad de las crisis y el proceso de ajuste que se deriva junto con el hecho de que, sistemáticamente, casi la mayoría de economías emergentes de mayor dimensión han sufrido algún tipo de crisis durante la última década, ha incrementado el grado de aversión de las autoridades

económicas a la vulnerabilidad externa y ha llevado a muchos países a cubrirse ante futuras crisis que tienen su origen en la cuenta financiera de la balanza de pagos<sup>24</sup>.

De esta manera, la acumulación de reservas se ha convertido en un mecanismo de cobertura<sup>25</sup> dirigido a reducir el grado de vulnerabilidad externa y a protegerse ante futuras crisis que tienen su origen en la cuenta financiera de la balanza de pagos. Como se ilustra en el gráfico 8, la acumulación de reservas ha sido particularmente intensa en Asia Oriental desde 2002, pero también ha sido significativa en América Latina desde 2003.

**Gráfico 8. Dotación de reservas internacionales en Asia Oriental y América Latina**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del “International Financial Statistics” del FMI.

En un principio, después del estallido de la crisis la reacción primaria de los bancos centrales buscaba recomponer la maltrecha dotación de reservas internacionales al nivel existente previo al colapso del sistema cambiario. Al mismo tiempo, esas intervenciones en los mercados de divisas cumplían un doble objetivo: procurar la infravaloración del tipo

de cambio para así promover el crecimiento continuado de las exportaciones<sup>26</sup> y esterilizar las entradas de capitales evitando la expansión excesiva del crédito interno.

Pero a partir de 2000, cuando la dotación de reservas se había recuperado, los bancos centrales continuaron interviniendo activamente en los mercados. Así, Edison (2003) destaca que en Indonesia, Malasia y Corea del Sur continuaron acumulando reservas a pesar de que su dotación fue restablecida en menos de dos años, más allá de niveles justificados por la evolución de las variables macroeconómicas fundamentales o por las medidas habituales de suficiencia<sup>27</sup>.

### Los costes de la estrategia de acumulación de divisas

Según el Banco Mundial (2005), la estrategia de acumulación de reservas como mecanismo de cobertura no está exenta de costes. En primer lugar, el mantenimiento de una dotación de reservas excesiva comporta un coste de oportunidad significativo. En este sentido, la naturaleza de activos denominados en moneda extranjera que suelen integrar las reservas de los bancos centrales en los países emergentes son, básicamente, valores de deuda pública de las economías más avanzadas. En la medida que los diferenciales de estos bonos son positivos, los países que acumulan reservas soportan un coste de oportunidad, puesto que podrían usar alternatively esa dotación de divisas para pagar la deuda externa en lugar de invertir en valores que proporcionan un menor interés. En segundo lugar, los incrementos en la dotación de reservas son a menudo esterilizados y, por tanto, imponen un coste medido por el tipo de interés pagado en estas operaciones. Además, si tenemos en cuenta que la mayoría de reservas se concretan en activos financieros denominados en moneda extranjera, especialmente dólares de los Estados Unidos, el coste de la acumulación de reservas debería contemplar las pérdidas potenciales derivadas tanto de las fluctuaciones de los tipos de interés como de una eventual depreciación de la divisa norteamericana.

**Cuadro 4. Reservas internacionales y ratios relacionados**

| En porcentaje<br>(excepto especificación en contrario) | 1996  | 1997  | 1998  |
|--------------------------------------------------------|-------|-------|-------|
| <b>Corea del Sur</b>                                   |       |       |       |
| Reservas / Importaciones (meses)                       | 5,8   | 7,7   | 7,7   |
| Reservas / Total deuda externa                         | 58,7  | 38,8  | 62,0  |
| Reservas / Deuda externa corto plazo                   | 102,1 | 98,8  | 306,9 |
| Reservas / M <sub>2</sub>                              | 16,1  | 17,0  | 24,2  |
| <b>Filipinas</b>                                       |       |       |       |
| Reservas / Importaciones (meses)                       | 3,2   | 2,0   | 3,1   |
| Reservas / Total deuda externa                         | 26,7  | 17,3  | 20,2  |
| Reservas / Deuda externa corto plazo                   | 147,7 | 74,4  | 150,7 |
| Reservas / M <sub>2</sub>                              | 21,6  | 19,4  | 22,2  |
| <b>Indonesia</b>                                       |       |       |       |
| Reservas / Importaciones (meses)                       | 3,5   | 2,9   | 5,2   |
| Reservas / Total deuda externa                         | 14,2  | 12,2  | 15,0  |
| Reservas / Deuda externa corto plazo                   | 59,8  | 52,9  | 116,9 |
| Reservas / M <sub>2</sub>                              | 15,1  | 21,7  | 31,6  |
| <b>Malasia</b>                                         |       |       |       |
| Reservas / Importaciones (meses)                       | 3,3   | 2,5   | 4,2   |
| Reservas / Total deuda externa                         | 68,1  | 44,0  | 60,3  |
| Reservas / Deuda externa corto plazo                   | 244,0 | 139,2 | 301,8 |
| Reservas / M <sub>2</sub>                              | 34,3  | 34,0  | 33,2  |
| <b>Tailandia</b>                                       |       |       |       |
| Reservas / Importaciones (meses)                       | 5,1   | 4,0   | 6,4   |
| Reservas / Total deuda externa                         | 34,2  | 23,8  | 26,2  |
| Reservas / Deuda externa corto plazo                   | 79,1  | 69,2  | 97,2  |
| Reservas / M <sub>2</sub>                              | 25,9  | 28,5  | 22,2  |
| <b>México</b>                                          |       |       |       |
| Reservas / Importaciones (meses)                       | 2,0   | 2,5   | 2,4   |
| Reservas / Total deuda externa                         | 12,5  | 19,5  | 20,0  |
| Reservas / Deuda externa corto plazo                   | 65,4  | 103,2 | 120,5 |
| Reservas / M <sub>2</sub>                              | 14,8  | 17,7  | 17,5  |
| <b>Brasil</b>                                          |       |       |       |
| Reservas / Importaciones (meses)                       | 8,6   | 6,4   | 5,3   |
| Reservas / Total deuda externa                         | 32,9  | 26,1  | 18,2  |
| Reservas / Deuda externa corto plazo                   | 166,2 | 148,3 | 146,8 |
| Reservas / M <sub>2</sub>                              | 32,1  | 23,7  | 20,2  |
| <b>Argentina</b>                                       |       |       |       |
| Reservas / Importaciones (meses)                       | 5,9   | 5,5   | 5,7   |
| Reservas / Total deuda externa                         | 17,7  | 17,5  | 17,6  |
| Reservas / Deuda externa corto plazo                   | 83,9  | 70,3  | 80,4  |
| Reservas / M <sub>2</sub>                              | 51,2  | 52,2  | 44,1  |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del *Global Development Finance* del Banco Mundial y del “International Financial Statistics” del FMI.

| 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 9,2   | 11,6  | 9,5   | 9,5   | 11,5  | 9,6   |
| 83,4  | 101,8 | 118,9 | 103,0 | 115,3 | 112,1 |
| 313,2 | 323,2 | 372,8 | 296,2 | 339,7 | 331,9 |
| 25,6  | 29,4  | 28,9  | 27,7  | 33,5  | 37,4  |
| 4,5   | 4,2   | 4,6   | 4,7   | 4,1   | 3,6   |
| 25,9  | 24,8  | 26,8  | 27,2  | 27,2  | 26,5  |
| 262,1 | 253,4 | 261,5 | 294,4 | 276,2 | 280,6 |
| 28,0  | 31,7  | 32,4  | 30,0  | 31,0  | 27,4  |
| 6,1   | 5,2   | 5,7   | 6,3   | 6,8   | 5,0   |
| 17,5  | 19,7  | 20,3  | 23,5  | 26,0  | 25,0  |
| 136,1 | 129,3 | 128,5 | 140,5 | 158,2 | 156,8 |
| 29,0  | 36,6  | 33,6  | 31,3  | 31,0  | 31,4  |
| 4,4   | 3,4   | 3,9   | 4,1   | 5,0   | 6,2   |
| 73,0  | 70,4  | 68,3  | 70,1  | 90,7  | 90,0  |
| 508,7 | 636,5 | 484,5 | 408,9 | 504,5 | 508,5 |
| 39,2  | 33,3  | 32,6  | 35,9  | 44,1  | 59,2  |
| 6,7   | 5,1   | 5,3   | 6,0   | 5,6   | 5,3   |
| 30,8  | 28,9  | 29,3  | 34,5  | 37,4  | 44,2  |
| 145,5 | 215,2 | 244,7 | 319,2 | 376,7 | 370,7 |
| 26,3  | 27,5  | 27,3  | 30,5  | 28,8  | 32,0  |
| 2,2   | 2,0   | 2,6   | 3,0   | 3,5   | 4,5   |
| 19,1  | 23,7  | 30,8  | 35,9  | 37,5  | 41,2  |
| 131,7 | 188,1 | 308,0 | 512,9 | 551,5 | 624,2 |
| 15,0  | 14,4  | 15,3  | 16,1  | 18,6  | 19,2  |
| 5,0   | 4,2   | 4,5   | 5,4   | 5,7   | 6,0   |
| 14,7  | 13,8  | 15,8  | 16,6  | 17,0  | 21,0  |
| 122,5 | 106,2 | 126,4 | 161,2 | 165,0 | 216,5 |
| 22,7  | 22,4  | 25,8  | 33,5  | 34,4  | 28,4  |
| 6,8   | 6,3   | 4,3   | 5,6   | 9,1   | 8,5   |
| 18,1  | 17,2  | 10,6  | 7,9   | 7,3   | 7,0   |
| 89,6  | 88,7  | 72,6  | 70,5  | 66,4  | 70,0  |
| 40,9  | 37,3  | 20,6  | 61,0  | 69,7  | 79,6  |

## La estrategia de acumulación de reservas como mecanismo de cobertura

Los costes de oportunidad y de esterilización y el riesgo cambiario asociados al mantenimiento de una dotación de reservas excesiva son relativamente reducidos<sup>28</sup> y, en cualquier caso, no han representado un obstáculo para la estrategia de cobertura de las autoridades económicas de estos países. De hecho, la acumulación de reservas por una cuestión de precaución ha prevalecido sobre los costes financieros que comporta esta práctica<sup>29</sup>.

Así, la dotación de reservas, como demuestran los modelos<sup>30</sup> de crisis cambiarias de “primera” y de “segunda generación”, juegan un papel muy importante como primera línea de defensa ante una reversión súbita en el flujo de entrada de capitales (Tweedie, 2000).

Además, los costes asociados a las crisis que se *autogeneran* son sustancialmente importantes como consecuencia de la severa contracción de la demanda y de la producción, el aumento de la desocupación, los problemas económico-financieros de unas empresas muy apalancadas a corto plazo en moneda extranjera, y por el colapso del sistema bancario y de los mercados financieros que dejaron de funcionar de manera efectiva en un contexto de “pánico financiero”. En este escenario, contar con una dotación de reservas internacionales contribuye a disminuir la magnitud de esos costes, como así demostró la experiencia de Taiwán, Hong Kong y Singapur en la crisis de Asia Oriental de 1997.

De la misma manera, parecería razonable que los bancos centrales quisieran disponer de reservas líquidas suficientes para poder financiar, llegado el caso y de forma no inflacionaria, las transferencias necesarias para prevenir los costes contingentes asociados a la crisis<sup>31</sup>. Otros autores como Blejer y Schumacher (1998) consideran que, puesto que la mayoría de crisis de los últimos tiempos han estado relacionadas con crisis bancarias, las reservas deberían cubrir una parte importante de los depósitos bancarios, especialmente los denominados en moneda extranjera.

La voluntad de reducir la volatilidad de los movimientos de capitales y la prevención de las *twin crisis* descritas por Kaminsky y Reinhart (1999), devienen argumentos poderosos a la hora de justificar la conveniencia de una dotación de reservas cuantiosa, especialmente cuando la autoridad monetaria presenta “aversión a las pérdidas” (*loss aversion*).

Así, Aizenman y Marion (2003) muestran que, después de la crisis, los países que presentaban un riesgo-país mayor y en los que los gobiernos tuvieron que asumir una mayor carga de los procesos de reestructuración de los sistemas financieros, optaron por incrementar su demanda de reservas.

De la misma manera, la tenencia de una amplia dotación de reservas internacional ha jugado un papel importante en la reducción de la probabilidad de una crisis. En este sentido, la evidencia empírica revela que cuanto mayor es la proporción de reservas internacionales sobre la deuda a corto plazo —que de alguna manera, certifica la capacidad de las economías para atender las necesidades de liquidez externas y evitar los problemas de refinanciación—, reduce la probabilidad de que un país experimente una crisis (Frankel y Rose, 1996; Goldstein, 2005). Atendiendo a los datos del cuadro 4, el país con una posición de liquidez más débil es Argentina.

El uso extensivo de la dotación de reservas internacionales como mecanismo de autoprotección está vinculado también con el grado de desarrollo de los mercados de valores nacionales. Así, la presencia de unos mercados financieros poco amplios y profundos o incompletos se traduce en una ineficiente actividad de intermediación del ahorro privado, pero también supone una falta de alternativas a la financiación externa.

### **La reducción de la fragilidad financiera: menor asincronía de vencimientos y de divisas**

Muchos analistas han argumentado que el excesivo endeudamiento a corto plazo en moneda extranjera y el uso de jurisdicciones externas han

sido fórmulas para mitigar los riesgos sistémicos y la presencia de unos sistemas financieros incompletos, o poco desarrollados, donde poder cruzar operaciones a medio y largo plazo (Caballero y Krishnamurthy, 2003; de la Torre y Schmukler, 2004). Así, la existencia de unos mercados de capitales nacionales poco amplios y profundos donde poder cruzar operaciones a medio y largo plazo<sup>32</sup>, ha impedido la emisión de bonos a medio y largo plazo y la cobertura de la exposición del riesgo cambiario y de vencimiento mediante derivados financieros. La inconsistencia temporal de las políticas macroeconómicas instrumentadas en algunos países y las distorsiones de los mercados financieros han contribuido a alimentar la inestabilidad en las economías emergentes, dificultando la contratación financiera y limitando la disponibilidad de recursos financieros para las empresas nacionales. Finalmente, una estructura institucional débil y problemas en la gestión empresarial han limitado el recurso a las emisiones de capital como mecanismo de financiación de las empresas.

Como consecuencia de estos condicionantes, una empresa en una economía emergente incapaz de obtener recursos a largo plazo a nivel interno debía afrontar un *trade-off* entre financiar inversiones a largo plazo con deuda a corto plazo, circunstancia que genera la aparición de una asincronía de vencimientos; o endeudarse a largo plazo en moneda extranjera, extremo que genera la aparición de una asincronía de divisas.

Estos desequilibrios asociados a la presencia de desajustes de vencimientos (*maturity mismatch*) y desajustes de divisas (*currency mismatch*) en la estructura financiera de las empresas, que han sido el origen de las crisis de México en 1994, de la crisis de Asia Oriental en 1997 o, más recientemente, la crisis de Argentina en 2001, y que han sido identificados por numerosos estudios como uno factor que contribuyó a exacerbar el impacto de perturbaciones externas, incrementó la severidad de las crisis y ralentizó el proceso de recuperación en las economías emergentes, se han reducido notablemente durante los últimos años (Goldstein y Turner, 2004).

Así lo ponen de manifiesto los distintos indicadores que permiten capturar el grado de vulnerabilidad externa de una economía, recogidos en el cuadro 5. De este modo, la importancia de la deuda externa en relación a la renta nacional bruta en el conjunto de países emergentes más afectados por las crisis ha disminuido después de alcanzar un valor máximo del 45%, en 1999, hasta un 39% , en 2004. Con todo, el nivel de endeudamiento exterior de Argentina es muy superior al de las economías de Asia Oriental, con la notable excepción de Filipinas e Indonesia.

Asimismo, entre 1996 y 2004, la proporción de la deuda externa a corto plazo sobre el total se ha reducido en más de un 40% en Asia Oriental y entre el 50%-60% en América Latina. Fruto de esta dinámica, a finales de 2004, los países asiáticos –especialmente, Corea del Sur (34%) y Tailandia (21%)–, presentaban en términos medios un endeudamiento a corto plazo en moneda extranjera del 18% superior al promedio del 7,7% de los países de América Latina.

Asimismo, el ratio de la deuda externa como porcentaje de las exportaciones entre 1997 y 2003 se ha reducido en 40 puntos porcentuales en Asia Oriental, mientras que en América Latina la reducción ha sido de 20 puntos, una circunstancia que refleja el crecimiento de las exportaciones de los últimos años. De la misma manera, la reducción del nivel de endeudamiento externo junto con una coyuntura de tipos de interés reducidos ha contribuido a minorar la carga del servicio de la deuda externa en relación a las exportaciones, tanto en Asia Oriental como en América Latina.

## **El cambio en la composición de la deuda empresarial**

El análisis de los flujos de capitales desglosados por instrumentos financieros, recogido en el gráfico 9, muestra las dos fuerzas opuestas que han marcado la evolución de las finanzas empresariales en las economías emergentes de Asia Oriental y América Latina entre 1999 y 2003.

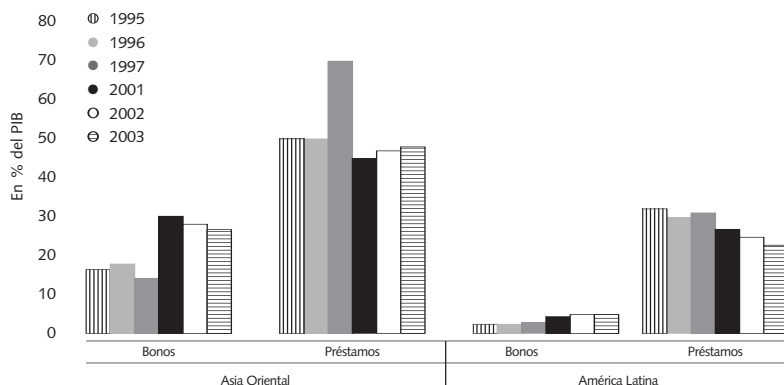
**Cuadro 5. Indicadores de la vulnerabilidad financiera externa en Asia Oriental y América Latina**

| En porcentaje                          | 1996  | 1997  | 1998  |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|
| <b>Corea del Sur</b>                   |       |       |       |
| Deuda Externa / Renta nacional bruta   | 20,8  | 26,6  | 40,3  |
| Deuda Externa / Exportaciones          | 78,2  | 146,1 | 75,0  |
| Servicio deuda externa / Exportaciones | 8,6   | 8,2   | 12,9  |
| Deuda externa corto plazo              | 57,5  | 39,2  | 20,2  |
| <b>Filipinas</b>                       |       |       |       |
| Deuda externa / renta nacional bruta   | 51,1  | 59,1  | 78,1  |
| Deuda externa / Exportaciones          | 111,3 | 105,6 | 123,3 |
| Servicio deuda externa / Exportaciones | 13,4  | 9,3   | 10,9  |
| Deuda externa corto plazo              | 18,1  | 23,2  | 13,4  |
| <b>Indonesia</b>                       |       |       |       |
| Deuda externa / Renta nacional bruta   | 58,3  | 65,0  | 167,9 |
| Deuda externa / Exportaciones          | 222,3 | 208,8 | 266,4 |
| Servicio deuda externa / Exportaciones | 36,6  | 30,0  | 31,7  |
| Deuda externa corto plazo              | 25,0  | 24,1  | 13,3  |
| <b>Malasia</b>                         |       |       |       |
| Deuda externa / Renta nacional bruta   | 41,3  | 49,8  | 62,1  |
| Deuda externa / Exportaciones          | 41,8  | 49,3  | 49,9  |
| Servicio deuda externa / Exportaciones | 8,9   | 7,4   | 7,2   |
| Deuda externa corto plazo              | 27,9  | 31,6  | 20,0  |
| <b>Tailandia</b>                       |       |       |       |
| Deuda externa / Renta nacional bruta   | 63,5  | 74,7  | 97,2  |
| Deuda externa / Exportaciones          | 149,1 | 143,9 | 151,1 |
| Servicio deuda externa / Exportaciones | 12,6  | 15,5  | 18,4  |
| Deuda externa corto plazo              | 42,3  | 34,5  | 28,3  |
| <b>México</b>                          |       |       |       |
| Deuda externa / Renta nacional bruta   | 49,1  | 38,0  | 39,0  |
| Deuda externa / Exportaciones          | 135,9 | 112,8 | 113,8 |
| Servicio deuda externa / Exportaciones | 35,2  | 31,9  | 20,9  |
| Deuda externa corto plazo              | 19,1  | 18,9  | 16,6  |
| <b>Brasil</b>                          |       |       |       |
| Deuda externa / Renta nacional bruta   | 23,8  | 25    | 31,3  |
| Deuda externa / Exportaciones          | 303,6 | 300,7 | 372,8 |
| Servicio deuda externa / Exportaciones | 42,2  | 62,7  | 79,4  |
| Deuda externa corto plazo              | 19,8  | 17,6  | 12,4  |
| <b>Argentina</b>                       |       |       |       |
| Deuda externa / Renta nacional bruta   | 41,8  | 44,8  | 48,6  |
| Deuda externa / Exportaciones          | 338,9 | 352,2 | 379,4 |
| Servicio deuda externa / Exportaciones | 39,4  | 50,0  | 57,6  |
| Deuda externa corto plazo              | 17,7  | 17,5  | 17,6  |

Nota: Las cifras relativas a 2004 son estimaciones preliminares.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del *Global Development Finance* del Banco Mundial.

| 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 29,3  | 25,1  | 22,8  | 26,1  | 26,6  | 26,1  |
| 71,8  | 68,7  | 61,5  | 70,3  | 70,1  | 53,6  |
| 24,6  | 10,9  | 13,9  | ...   | ...   | ...   |
| 26,6  | 31,5  | 31,9  | 34,8  | 33,9  | 33,8  |
| 72,4  | 76,9  | 77,4  | 72,3  | 72,4  | 72,0  |
| 123,3 | 124,0 | 140,8 | 132,4 | 149,3 | 117,0 |
| 13,7  | 14,4  | 22,5  | 22,8  | 22,1  | 21,1  |
| 9,9   | 9,8   | 10,3  | 9,3   | 9,9   | 9,8   |
| 116,9 | 103,7 | 97,8  | 78,8  | 67,5  | 67,0  |
| 261,9 | 197,6 | 206,6 | 196,2 | 190,7 | 183,0 |
| 30,0  | 22,5  | 23,6  | 24,8  | 26,0  | 25,3  |
| 13,3  | 15,7  | 16,3  | 17,3  | 17,1  | ...   |
| 57,0  | 50,7  | 54,9  | 55,1  | 50,2  | 51,2  |
| 42,7  | 36,7  | 42,8  | 43,9  | 40,2  | 36,0  |
| 4,9   | 5,6   | 6,0   | 7,1   | 7,8   | 8,0   |
| 14,4  | 11,1  | 14,1  | 17,1  | 18,0  | ...   |
| 81,3  | 66,1  | 59,3  | 47,6  | 36,9  | 37,3  |
| 129,8 | 92,7  | 84,1  | 70,1  | 53,4  | 43,0  |
| 21,8  | 16,3  | 25,4  | 23,2  | 15,6  | 14,3  |
| 24,2  | 18,7  | 19,7  | 20,0  | 21,1  | ...   |
| 35,6  | 26,6  | 23,9  | 22,6  | 22,0  | 22,6  |
| 105,0 | 78,0  | 78,7  | 75,4  | 74,0  | 66,0  |
| 22,3  | 30,5  | 25,9  | 23,2  | 22,5  | 17,0  |
| 14,5  | 12,6  | 10,0  | 7,0   | 6,8   | 6,6   |
| 47,1  | 40,9  | 46,3  | 52,5  | 51,4  | 49,7  |
| 404,0 | 344,5 | 314,4 | 304,0 | 299,0 | 187,0 |
| 117,8 | 93,5  | 75,4  | 68,9  | 72,0  | 71,0  |
| 12,0  | 13,0  | 12,5  | 10,3  | 10,3  | 9,7   |
| 52,6  | 52,7  | 52,5  | 138,4 | 130,2 | 113,0 |
| 427,5 | 378,0 | 376,5 | 415,6 | 492,4 | 452,5 |
| 75,6  | 70,9  | 66,1  | 18,3  | 40,0  | 38,0  |
| 18,1  | 17,2  | 10,6  | 7,9   | 7,3   | 7,0   |

**Gráfico 9. Distribución regional y composición de la deuda empresarial**

Fuente: *Global Financial Stability Report* del FMI (2005a)

Por un lado, entre 1998 y 1999, como se ha comentado en la sección anterior, las empresas financieras y no financieras se embarcaron en un proceso de desapalancamiento financiero externo para corregir algunos de los excesos que habían motivado la serie de episodios de crisis que afectaron a las economías emergentes durante la segunda mitad de los años noventa. Fruto de esta dinámica, la composición de los flujos de capitales ha cambiado en una dirección que favorece una mayor estabilidad, puesto que la inversión directa extranjera (IDE) y, en menor medida, la inversión en cartera —que constituyen una proporción creciente de los flujos de capitales dirigidos a estas economías— son instrumentos financieros menos volátiles que los préstamos bancarios.

Pero a partir de 2002, la presencia de una coyuntura de tipos de interés reducidos, una inflación moderada y un escenario de gran liquidez a nivel internacional y el avance del proceso de desintermediación bancaria, se ha traducido en un aumento progresivo de las emisiones de bonos y de titulación de la deuda en el conjunto de las economías emergentes de Asia Oriental, además de México y Brasil en América Latina.

Así, el stock de bonos empresariales en circulación se ha duplicado entre 1995 y 2003. A nivel regional, aproximadamente el 75% de los recursos se dirigió a Asia Oriental y el 25% a América Latina. De esta manera, en Asia Oriental, durante los años previos a la crisis de 1997, la financiación mediante la emisión de bonos representaba el 16% del PIB, para acabar situándose en valores cercanos al 30% del PIB entre 2001 y 2003. En América Latina, la financiación mediante bonos también duplicó su importancia relativa durante los años posteriores a la crisis asiática de 1997, al pasar de un valor promedio del 2,5% del PIB en el período 1995-1997 a valores en torno al 5% del PIB entre 2001 y 2003. Esta evolución desigual de las emisiones de bonos pone de relieve un desarrollo superior de los mercados de capitales en Asia Oriental que en América Latina, con la notable excepción de México y Brasil<sup>33</sup>.

El incremento de la deuda denominada en moneda nacional por parte de las empresas, ha reducido la dependencia de la financiación externa –y, por tanto, el grado de exposición cambiaria y la existencia de desequilibrios de deuda–, favoreciendo la gestión financiera de empresas e instituciones, el desarrollo de inversores institucionales locales y la creciente participación de inversores institucionales internacionales, factores que han contribuido al desarrollo de los mercados nacionales de valores y los mercados de derivados (FMI, 2005c).

Pero al mismo tiempo, esta dinámica ha promovido, a nivel agregado, un mayor endeudamiento por parte de las empresas en algunos países. En particular, el grado de apalancamiento de las empresas de las economías emergentes de Asia Oriental ha aumentado desde el 66,5% del PIB en 1995, al 75% de 2003, mientras que el nivel de endeudamiento de América Latina durante este mismo período ha disminuido desde el 34,5% del PIB de 1995, al 28% del PIB en 2003.

Sin embargo, a pesar de la creciente importancia de los bonos nacionales e internacionales en la estructura financiera de las empresas, los préstamos bancarios continuaron siendo la principal fuente de financiación, en cualquiera de las dos regiones consideradas. En Asia

Oriental, los créditos bancarios equivalían a un 50% del PIB, antes y después de la crisis de 1997. De la misma manera, si bien en América Latina los préstamos bancarios al sector privado como porcentaje del PIB tendieron a reducirse en torno a los 10 puntos porcentuales, pasando del 32% del PIB en 1995, al 23% en 2003, su relevancia continuó siendo 5 veces superior a la cuantía de la deuda empresarial instrumentada en bonos.

Con todo, los préstamos bancarios a empresas emergentes de Asia Oriental y América Latina han disminuido en términos medios su importancia relativa desde el 41% del PIB en 1995, al 36% del PIB en 2003. En particular, los préstamos de bancos nacionales a empresas han pasado, en término medio, del 34% del PIB en 1995, a un valor ligeramente superior al 29% del PIB en 2003. Los préstamos bancarios internacionales siguieron una trayectoria creciente entre 1995 y 1997, pasando del 7% al 14% del PIB, para, a partir de entonces y como consecuencia de la crisis asiática de 1997, iniciar un descenso paulatino que acabó situando los créditos en un valor ligeramente superior al 6% del PIB a finales de 2003.

En América Latina, los préstamos bancarios a empresas han caído del 27% del PIB en 1995, al 17% en 2003, a pesar del incremento de los préstamos internacionales del 6% al 8% del PIB. Esta reducción de los créditos bancarios se explicaría por la aplicación de una normativa bancaria más restrictiva, el aumento de la aversión al riesgo y el endurecimiento de las facilidades de crédito por parte de los bancos extranjeros. Además, el empeoramiento de los déficits presupuestarios de los estados entre 1998 y 2001 dio lugar a incrementos de la deuda pública en circulación, un extremo que, de alguna manera, favoreció la expulsión de la inversión privada (*crowding-out*), dificultó la expansión crediticia y el progreso efectivo de los procesos de desintermediación bancaria y titulación de la deuda.

En el Asia Oriental, la disminución del crédito bancario se debió a una contracción de los préstamos internacionales, del 9% al 5% del

PIB, circunstancia que compensó totalmente el ligero repunte del crédito bancario interno del 41% al 43% del PIB. Aquí, en un principio, la práctica de políticas monetarias expansivas después de la crisis de 1997 favoreció la expansión del crédito interno por parte de los bancos nacionales; pero desde 2001, en un contexto de gran liquidez internacional y tipos de interés en niveles bajos, las empresas empezaron a hacer un uso más intensivo de los bonos como mecanismo de financiación, circunstancia que se tradujo en un proceso de creciente desintermediación bancaria<sup>34</sup> (FMI, 2005a).

La disminución de los préstamos bancarios al sector empresarial en las economías emergentes entre 1995 y 2001 no se ha visto acompañado por un incremento de la emisión de acciones. Esta evolución vendría explicada por factores cíclicos como el estallido de la burbuja tecnológica y el aumento de la volatilidad y la disminución de las cotizaciones bursátiles. Pero también serían atribuibles a factores institucionales como la presencia de unos mercados de capitales incompletos, los costes de las crisis financieras, el tratamiento fiscal de intereses y dividendos, la poca transparencia y calidad de la información contable, una menor seguridad jurídica y unos códigos de “buen gobierno” empresarial débiles (Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 2002). Todos estos elementos han elevado el coste de los fondos propios como mecanismo de financiación, introduciendo un sesgo en beneficio de la deuda (préstamos bancarios y bonos empresariales) que dificulta un mejor acceso a fuentes de financiación basadas en el mercado y el desarrollo de los mercados de capitales nacionales.

A pesar de estos condicionantes, desde finales de 2002, momento en el que la coyuntura económica internacional y las condiciones de mercado mejoraron, la actividad emisora se ha reactivado en las economías emergentes de Asia Oriental, pero no así en América Latina, a causa de la crisis de Argentina a finales de 2001. A nivel agregado, las emisiones de capital alcanzaron un valor máximo en 1999 (1,25% del PIB), para experimentar a partir de entonces una gran disminución

desde el último trimestre de 2000, con una ligera recuperación en 2003, oscilaciones que han situado su importancia relativa en un 0,5% del PIB en 2004.

## **Mejora de los mecanismos de regulación y supervisión**

La mayoría de países que se vieron afectados por los primeros episodios de crisis han llevado a cabo avances significativos en la implementación y mejora de las medidas de regulación y supervisión prudenciales y de otros aspectos institucionales cuya debilidad contribuyó decisivamente a la configuración de una situación de fragilidad financiera, que fue el origen de las crisis que se *autogeneran* y se *autoalimentan* características de este período (Kaminsky y Schmukler, 2002).

La reducción de las garantías gubernamentales, una normativa legal y contable con un margen de discrecionalidad menor y el aumento de la transparencia, se han traducido en la mejora de la eficiencia del sistema financiero, la reducción del riesgo de la actividad de intermediación y la limitación del problema de “riesgo moral”. Estas medidas han reducido el riesgo sistémico y de contagio en los mecanismos de financiación basados en el mercado (BCE, 2003).

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

Análogamente, la mayoría de las economías emergentes, siguiendo recomendaciones de organismos y agencias internacionales<sup>35</sup>, han impulsado la creación o fortalecimiento de códigos de “buenas prácticas empresariales”.

**Cuadro 6. Seguridad jurídica y códigos de buenas prácticas empresariales (2005)**

|                | Derechos de acreedores y prestamistas <sup>a</sup> | Protección <sup>b</sup> inversores | Cumplimiento contratos <sup>c</sup> |                  | Procesos concursales <sup>d</sup> |                        |
|----------------|----------------------------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|------------------|-----------------------------------|------------------------|
|                |                                                    |                                    | Tiempo (en días)                    | Coste (%) deuda) | Tiempo (en años)                  | Coste (%) valor total) |
| Corea del Sur  | 6                                                  | 4,7                                | 75                                  | 5,4              | 1,5                               | 4,0                    |
| Filipinas      | 3                                                  | 3,3                                | 360                                 | 50,7             | 5,7                               | 38,0                   |
| Indonesia      | 5                                                  | 5,3                                | 570                                 | 126,5            | 5,5                               | 18,0                   |
| Malasia        | 8                                                  | 8,7                                | 300                                 | 20,2             | 2,2                               | 14,0                   |
| Tailandia      | 5                                                  | 6,0                                | 390                                 | 13,4             | 2,7                               | 36,0                   |
| Asia Oriental  | <b>5,3</b>                                         | <b>5,3</b>                         | <b>406,8</b>                        | <b>61,7</b>      | <b>3,4</b>                        | <b>28,8</b>            |
| México         | 2                                                  | 3,7                                | 421                                 | 20,0             | 1,8                               | 18,0                   |
| Brasil         | 2                                                  | 5,3                                | 546                                 | 15,5             | 10,0                              | 9,0                    |
| Argentina      | 3                                                  | 5,3                                | 520                                 | 15,0             | 2,8                               | 14,0                   |
| América Latina | <b>3,8</b>                                         | <b>4,5</b>                         | <b>461,3</b>                        | <b>23,3</b>      | <b>3,5</b>                        | <b>17,0</b>            |
| OCDE           | <b>6,3</b>                                         | <b>5,9</b>                         | <b>225,7</b>                        | <b>10,6</b>      | <b>1,5</b>                        | <b>7,4</b>             |

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

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

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

d) "Procesos concursales" hace referencia a la facilidad o dificultad para resolver los procesos de quiebra empresarial y los costes que comporta.

Fuentes: Doing Business, Banco Mundial.

Pero a pesar de los avances en este campo, informes de organizaciones públicas y privadas destacan que continúan existiendo problemas de aplicación y cumplimiento. Como se puede apreciar en el cuadro 6, las economías emergentes presentan unos registros peores que los de los países más avanzados, con las notables excepciones de Malasia y Corea

del Sur, especialmente en aspectos relativos a la protección de los derechos de los acreedores, la protección de los inversores, el grado de cumplimiento de los contratos y la resolución de los procesos concursales. Se observa además que, en todos estos aspectos, la posición de las economías de Asia Oriental es bastante más saludable que la de los países de América Latina.

Estas limitaciones constituyen un obstáculo importante, puesto que un sistema legal poco eficiente, la débil protección de los derechos de los inversores y la concentración de las estructuras de poder, introducen un sesgo en la elección de los instrumentos financieros en los países y además condicionan la naturaleza de los flujos de entradas de capitales dirigidos a las economías emergentes<sup>36</sup>. Así por ejemplo, durante la crisis asiática de 1997, los países que presentaban una gestión empresarial externa más débil se mostraron especialmente vulnerables a la pérdida de confianza por parte de los inversores, se registraron caídas muy pronunciadas en las cotizaciones bursátiles y depreciaciones superiores respecto a aquellos países con una estructura institucional y unas normativas de regulación y supervisión más sólidas (Johnson et al., 2000).

Por otra parte, los organismos internacionales también han ayudado a los países a limitar el alcance de los costes asociados a los procesos de liberalización financiera mediante la introducción de normativas encaminadas a la prevención de situaciones de insolvencia y la resolución ordenada de los procesos de reestructuración de la deuda, medidas que han permitido reducir la asimetría en la información entre prestamistas y prestatarios (FMI, 2001). Estas acciones se han complementado con el establecimiento de normas internacionales destinadas a mejorar la transparencia y favorecer la difusión de la información de las instituciones y agencias públicas mundiales.

## Conclusiones y retos de futuro

Las ocho economías emergentes de América Latina (México, Brasil y Argentina) y de Asia Oriental (Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) han aprovechado la coyuntura económica de los años posteriores a la crisis para reducir las vulnerabilidades que precipitaron los distintos episodios de crisis que las afectaron durante la segunda mitad de los noventa y principios de 2000.

En este sentido, se ha producido una mejora sostenida de las variables macroeconómicas fundamentales de la economía: se han recuperado las tasas de crecimiento, la inflación se ha reducido sustancialmente y, desde 2002, se ha iniciado un proceso de consolidación de las finanzas públicas.

La adopción de sistemas cambiarios más flexibles ha contribuido a reducir la probabilidad de que una crisis cambiaria pueda derivar en una crisis de deuda o una crisis bancaria y ha aumentado la prevención sobre los riesgos inherentes a una excesiva exposición cambiaria. Después de los distintos episodios de la segunda mitad de los noventa, la mayoría de los países de Asia Oriental y de América Latina pasaron a gestionar su política cambiaria mediante sistemas de tipo de cambio más flexibles. Con todo, esta evolución de los sistemas cambiarios hacia fórmulas más flexibles podría ser una tendencia coyuntural, porque desde 2001 se ha observado en Asia Oriental una recuperación de los sistemas de flotación intervenida o *regímenes intermedios*. Esta ilustración evidenciaría un cierto “miedo a la flotación”, pero también la voluntad de llevar a cabo una gestión activa de la política cambiaria, como así lo ponen de manifiesto las intervenciones recurrentes de las autoridades monetarias asiáticas en los mercados de divisas.

Durante este período, la presencia de unas condiciones macroeconómicas y estructurales más sólidas unida a una coyuntura de gran liquidez a nivel internacional, unos tipos de interés reducidos en las economías industrializadas y la predisposición de los inversionistas a

acometer inversiones de mayor riesgo, han favorecido la recuperación de los flujos de capitales dirigidos a las economías emergentes de Asia Oriental y de América Latina. La reanudación de las entradas de capital dirigidas a las economías emergentes, desde finales de 2001 se ha visto acompañada de un aumento de los superávits por cuenta corriente en Asia Oriental y un cambio de signo de los déficits exteriores en América Latina, con la excepción de México.

La coincidencia temporal de superávits por cuenta corriente de dimensión creciente y salidas netas de capitales privados –primero, entre 1998 y 2001, por el proceso de desapalancamiento financiero de las empresas y, desde finales de 2001, por un proceso de acumulación de reservas– configuraron una situación sorprendente que ha convertido a la mayoría de países emergentes de Asia Oriental y, en menor medida, de América Latina en economías exportadoras netas de capitales.

Las favorables condiciones de financiación externa han permitido a un buen número de países cubrir una proporción considerable de sus necesidades financieras desde 2002. Países muy endeudados han aprovechado esas buenas condiciones para introducir mejoras en sus perfiles de endeudamiento, mediante la rebaja del coste de su deuda, la ampliación de los plazos de vencimiento y la reducción del peso relativo de la deuda exterior a corto plazo y de la deuda indiciada a tipos de interés a corto plazo y/o denominados en moneda extranjera.

A nivel empresarial, los desequilibrios en la estructura económica y financiera derivados de un endeudamiento excesivo a corto plazo en moneda extranjera se han corregido. Así, la voluntad de limitar el grado de endeudamiento externo ha dado lugar en Asia Oriental y, en menor medida, pero también, en América Latina a un proceso de desapalancamiento financiero en moneda extranjera. A partir de 2002, la presencia de una coyuntura de tipos de interés reducidos, una inflación moderada y un escenario de gran liquidez a nivel internacional así como el avance del proceso de desintermediación bancaria, se ha traducido en un aumento progresivo de las emisiones de bonos y de titulación de la

deuda en las economías emergentes de Asia Oriental, además de México y Brasil en América Latina. Esta dinámica, además de reducir la dependencia de la financiación externa —y por tanto el grado de exposición cambiaria y la existencia de desequilibrios de deuda—, ha favorecido la gestión financiera de empresas e instituciones, el desarrollo de inversiones institucionales locales y la creciente participación de los inversores institucionales internacionales, lo cual ha contribuido al desarrollo de los mercados nacionales de valores y los mercados de derivados.

A menudo esta disminución de la proporción de la deuda en moneda extranjera sobre el total está asociada con un aumento, aunque temporal, de la importancia relativa de la deuda a corto plazo. Esta circunstancia avalaría la idea de que tanto la deuda en moneda extranjera como la deuda a corto plazo son contempladas como mecanismos alternativos de cobertura a la volatilidad de los mercados financieros.

La mayoría de países que se vieron afectados por los primeros episodios de crisis han llevado a cabo avances significativos en la implementación y mejora de las medidas de regulación y supervisión prudenciales y de otros aspectos institucionales cuya debilidad contribuyó decisivamente a la configuración de una situación de fragilidad financiera que fue el origen de las crisis que se *autogeneran* y se *autoalimentan*, características de este período.

Una política macroeconómica consistente, la reducción de las garantías gubernamentales, una normativa legal y contable con un margen de discrecionalidad menor y el aumento de la transparencia se han traducido en la mejora de la eficiencia del sistema financiero, la reducción del riesgo de la actividad de intermediación y la limitación del problema de “riesgo moral”. Estas medidas han reducido el riesgo sistémico y de contagio en los mecanismos de financiación basados en el mercado. Los organismos internacionales también han ayudado a los países a limitar el alcance de los costes asociados a los procesos de liberalización financiera mediante la introducción de normativas encaminadas a la prevención de situaciones de insolvencia y la resolución ordenada de los

procesos de reestructuración de la deuda, medidas que han permitido reducir la asimetría en la información entre prestamistas y prestatarios.

Si bien las perspectivas a corto plazo, en general, siguen siendo alentadoras y pese a los avances logrados para reducir la vulnerabilidad externa, la fortaleza de la posición financiera de las economías emergentes de América Latina y de Asia Oriental puede verse cuestionada ante posibles cambios inesperados en la dirección de los movimientos de capitales. Así, el ajuste precipitado del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y del exceso de demanda en la economía de China podrían suponer el fin de una coyuntura económica y financiera favorable que ha sido la base de la expansión de los flujos de capitales de los últimos años, tanto en América Latina como en Asia Oriental. Unas condiciones más restrictivas podrían traducirse en una depreciación del dólar de los Estados Unidos, la reducción de las exportaciones, la ampliación de los diferenciales de tipos de interés y la reversión de los flujos de capitales dirigidos a aquellos países, y podrían plantear inquietudes sobre la sostenibilidad de la deuda pública en aquellas economías con unas perspectivas fiscales inciertas o con altos niveles de deuda pública como Argentina y Filipinas, o generar dificultades en los países más dependientes de las exportaciones.

Por otra parte, el contexto de bajos tipos de interés de principios de 2001 —como parte de un esfuerzo global para superar el ambiente deflacionista que siguió a la explosión de la burbuja tecnológica el año 2000—, alentó la emisión de bonos por parte de las empresas en las economías de Asia Oriental y, en menor medida, en América Latina —con la notable excepción de México— circunstancia que ha aumentado significativamente el endeudamiento de las empresas.

Como consecuencia de la mayor importancia del endeudamiento privado, la proporción de la deuda pública externa se ha reducido. La reducción de la deuda externa ha disminuido la vulnerabilidad ante perturbaciones externas vinculadas a variaciones pronunciadas de los tipos de interés o del tipo de cambio de la moneda nacional. Esta diná-

mica ha contribuido a la restauración de la confianza entre los inversores internacionales, la mejora de la calificación crediticia, la reducción de la volatilidad en los mercados de divisas, un extremo que ha reducido los costes de la deuda externa y ha aumentado la demanda de activos por parte de inversores institucionales.

Sin embargo, en muchas economías emergentes, esta reducción de la deuda pública externa se ha visto compensada por un aumento de la deuda pública interna, que ha crecido en paralelo al desarrollo de los mercados de deuda nacionales. Este cambio de la composición de la deuda no está exento de riesgos, especialmente los asociados a la dificultad de refinar la deuda a corto plazo porque el período de vencimiento de la deuda interna acostumbra a ser inferior al de la deuda externa.

En la actualidad estos desequilibrios no resultan preocupantes, dada la reactivación del flujo de entradas de capitales procedentes del exterior que se ha traducido en una gran acumulación de reservas internacionales y la presencia de superávits notables en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, el fortalecimiento de la estructura económica y financiera de las empresas de las economías emergentes ha comportado una reducción sustancial de su nivel de endeudamiento externo.

Con todo, las acciones de política económica deben abundar en la capacidad de reacción de los países ante perturbaciones externas. En este sentido, si bien es cierto que en los países de Asia Oriental en los dos últimos años la demanda interna, consecuencia de la recuperación del consumo privado, ha desempeñado un papel más destacado, la realidad es que las exportaciones continúan siendo el motor de las economías de la región. La poca autonomía de la demanda interna y el estancamiento de la inversión privada introducen una dependencia excesiva de la demanda externa.

Esta circunstancia, a su vez, condiciona la gestión de la política monetaria y cambiaria, pues la presencia de superávits por cuenta corriente y el flujo neto de entrada de capitales fuerzan, por un lado, las intervenciones de los bancos centrales en los mercados de divisas para evitar la

apreciación de la moneda nacional y su impacto negativo sobre las exportaciones; por otra parte, esas intervenciones obligan a las autoridades monetarias a esterilizar el aumento de reservas para evitar sus efectos inflacionarios. Por todo ello, en Asia Oriental las prioridades deberían centrarse en el proceso de consolidación de las finanzas públicas y reducción de la deuda pública y completar las reformas estructurales iniciadas. De esta manera, se conseguirá apoyar la dinámica de crecimiento económico a medio y largo plazo, estimulando la inversión privada, reduciendo la dependencia de la demanda externa y posibilitando una mayor flexibilidad de los sistemas cambiarios.

En América Latina, el crecimiento económico de los últimos años, especialmente en México y Brasil, se ha fundamentado en la expansión de las exportaciones derivada del aumento de los precios de las materias primas y de los bienes energéticos y la tendencia a la depreciación de las monedas nacionales. Pero en la medida que esta coyuntura no puede perpetuarse en el tiempo, las autoridades económicas de la región deberían, además de reducir la importancia relativa de la deuda pública externa, intentar reactivar la demanda interna actuando sobre unos niveles de inversión y ahorro privados reducidos.

Esta estrategia se ha visto beneficiada por la mayor estabilidad macroeconómica alcanzada en los últimos años, pero tendría que reforzarse a través de políticas estructurales dirigidas a promover la apertura comercial exterior, la inversión directa procedente del extranjero y la mayor competencia en los mercados nacionales y mediante otras reformas encaminadas a la mejora sustancial de la protección de los derechos de los acreedores, la protección de los inversores, el grado de cumplimiento de los contratos y la resolución de los procesos concursales.

## Notas

1. Las crisis cambiarias son, por definición, crisis financieras. Pero dado el papel central que juegan los ataques especulativos en toda nuestro análisis hemos decidido distinguir, explícitamente, entre "*crisis cambiaria*" y "*crisis financiera*". Desde esta perspectiva, por "*crisis cambiaria*" entendemos aquellas situaciones en las que se produce un ataque especulativo exitoso contra el tipo de cambio de la moneda nacional. Por tanto, cualquier crisis financiera distinta a una "*crisis cambiaria*" queda englobada como "*crisis financiera*". En particular, la expresión "*crisis financiera*" nos sirve para hacer referencia, simultáneamente, a una "*crisis bancaria*" –entendida como episodios de "*pánico bancario*" o también situaciones de gran insolvencia bancaria– o una "*crisis de deuda*" –es decir, situaciones en las que se declara la liquidez y/o insolvencia, *default* de la deuda pública y que motivan su reestructuración.
2. La crisis de México de finales de 1994 rápidamente se hizo extensiva a Argentina. Durante el tercer trimestre de 1997, la crisis afectó inesperadamente a las economías del *milagro asiático*: Tailandia, Filipinas, Indonesia, Malasia, Corea del Sur y, en menor medida, Hong Kong, Singapur y Taiwán. A principios de 1999, Brasil experimentó una crisis financiera después de la crisis de Rusia de mediados de 1998. Durante los años siguientes, una serie de crisis bancarias de intensidad diversa afectaron a varios países de América Latina como Ecuador, Colombia y Perú. Chile evitó la crisis pero su tasa de crecimiento económico se ralentizó notablemente. A finales de 2001, el endeudamiento excesivo a nivel nacional e internacional de la economía de Argentina derivó en una crisis de deuda que acabó contagiándose a Uruguay a través del sistema bancario.
3. La dimensión del cambio en la dirección del flujo de capitales no tiene precedentes, 88.000 millones de dólares entre 1996 y 1997, aproximadamente, el 10% del PIB de Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.
4. Como se señala más adelante, las pequeñas empresas tuvieron especiales dificultades para financiar sus nuevas inversiones por los problemas del sector bancario, mientras que las grandes recurrieron más a la emisión de acciones o de bonos para financiar sus inversiones o devolver su deuda a los bancos.

5. Por eso, las fluctuaciones del comercio internacional y, especialmente para algunos países, la evolución de la demanda mundial de componentes electrónicos, explicaría los altibajos de la producción durante este período.
6. La recuperación de la economía mexicana de la crisis cambiaria de 1994 y la crisis financiera de 1995 contrasta poderosamente con la trayectoria que siguió la economía durante los años posteriores a la crisis de la deuda de 1982. Así, tras la suspensión de pagos de 1982, la imposición de controles de cambios y el rechazo implícito al pago de una parte considerable de las cuentas en dólares en los bancos mexicanos, hizo que los capitales privados internacionales tardasen mucho tiempo en volver al país, circunstancia que retardó el proceso de recuperación económica. De hecho, la actividad productiva en 1983 cayó un 4,2% y durante los cinco años posteriores el crecimiento medio registrado fue del 1,4%.
7. La devaluación no causó graves problemas en el sistema bancario, ya que la mayoría de los bancos mantenía un equilibrio satisfactorio entre los activos y los pasivos denominados en dólares y operaciones de derivados bien gestionadas. En particular, la disponibilidad de una gran cartera de títulos públicos líquidos, a tipo variable e indexados al dólar, las distintas entidades pudieron hacer frente a las retiradas de depósitos y superar la suspensión de las líneas de crédito por parte de los bancos extranjeros, sin sufrir graves problemas de liquidez.
8. En 2001, las exportaciones de mercancías sólo representaron un 10% del PIB, mientras que la deuda externa total ascendía a un 55% del PIB.
9. México experimentó un crecimiento de los precios después de la crisis de finales de 1994, pero en 2001, la inflación se había reducido a tasas en torno al 6%. También en Brasil, la inflación se resintió a raíz de la crisis de finales de 1999, pero la situación volvió a encauzarse a partir de 2002. En Argentina después de varios años de deflación, la crisis de 2001 dio lugar a un crecimiento de los precios del 26,5% en 2002, pero a finales de 2004 la tasa de inflación acabó estabilizándose en el 4 por ciento.
10. La excepción a esta tónica general la constituyen el caso de Singapur, economía en la que antes y después de la crisis se mantuvieron unos superávits muy notables y Corea del Sur donde a partir de 2000 se volvieron a registrar saldos presupuestarios positivos.

11. De hecho, la consideración de los costes fiscales reales y potenciales de la reestructuración bancaria hacía que los niveles de deuda de algunos países asiáticos fueran en realidad mucho mayores a los declarados.
12. Pero paradójicamente, el mercado de deuda pública de Brasil por su dimensión es uno de los más importantes de la región.
13. En Indonesia, Corea del Sur y Tailandia la compresión que experimentó la demanda de importaciones fue superior al 30%.
14. El tipo de cambio nominal de los países más afectados por la crisis después de la crisis de 1997 se depreció en más de un 30%. A partir de entonces, las monedas tendieron a recuperarse ligeramente. Con todo, para el período 1998-04, el tipo de cambio real de las economías emergentes en términos medios era un 5% menor al valor registrado durante los años previos a la crisis 1996-97 y cerca de un 20% para los países más afectados por la crisis.
15. En algunas economías, la recuperación de la demanda de componentes electrónicos, especialmente en Japón, dio a la economía un notable impulso, mientras que en aquellas otras donde existían sectores, como la industria del automóvil, en los que había un exceso mundial de oferta, el impulso de la demanda externa resultó menos beneficioso. Las economías cuyas exportaciones estaban más dirigidas al mercado de Estados Unidos disfrutaron de la elevada demanda en este país. Pero también ha sido una ayuda la significativa recuperación del comercio intraasiático, asociado a la emergencia de China y al crecimiento del comercio intraindustrial derivado del proceso de especialización productiva e integración vertical de la producción experimentado en toda la región.
16. El efecto desinflacionario producido por la caída de la demanda en este sector en 2001 fue significativo y la recuperación desde entonces ha sido desigual. La vacilante recuperación de Estados Unidos, las deficiencias persistentes en la economía japonesa y el continuo exceso de capacidad en los sectores informático y de las telecomunicaciones han condicionado esta situación.
17. En términos medios, los tipos de cambio reales efectivos de los países de América Latina considerados se depreciaron entre un 15% y un 30% según diversas estimaciones (BID, 2005).

18. Las presiones de los mercados también forzaron la adopción de un sistema más flexible en Colombia (1999). De la misma manera, Chile (1999) permitió la flotación de su moneda, pero en un período relativamente tranquilo, con la finalidad de poder gestionar la política monetaria en términos de objetivos de inflación (*inflation targeting*). Finalmente, Venezuela fue ampliando sucesivamente el ritmo de deslizamiento de las bandas de flotación para dotar al sistema cambiario de una creciente flexibilidad.

La única excepción a esta tendencia general la constituye Ecuador, donde en 2000 y después de años en los que la paridad había flotado libremente, se optó por un sistema de tipo de cambio muy rígido o *hard peg* como es la *dolarización*. De esta manera, se subordinaba enteramente la política monetaria al mantenimiento del tipo de cambio, con la esperanza de que la mayor disciplina que imponen los *hard pegs* podría aumentar la credibilidad de la política monetaria y convertir sus divisas en monedas menos propensas a sufrir un ataque especulativo.

19. La evidencia que se deriva del análisis de la experiencia de la crisis del Este de Asia avalaría esta hipótesis, puesto que en estos países –donde el sistema de tipo de cambio estaba “fijado”–, las empresas mostraban una predisposición inusual al apalancamiento financiero en moneda extranjera, porque los beneficios evidentes de endeudarse en el exterior y a unos tipos de interés más bajos prevalecían sobre los costes que supondría una eventual devaluación de la moneda nacional, más cuando la paridad fijada era aparentemente creíble y existía la garantía –implícita o explícita– de un rescate de “*malas inversiones*” (Goldstein, 1998).
20. Entendemos que un país es un exportador neto de capitales financieros cuando el saldo de su cuenta financiera es negativo, imputando la partida de errores y omisiones a la balanza de capital.
21. Debe destacarse que el valor máximo no siempre coincide con el momento que se produce la devaluación o la suspensión de pagos de la deuda que sigue a la huida de capitales hacia el exterior. De hecho, este momento puede darse unos meses antes o después. En el caso de Filipinas, que no experimentó una reducción sustancial de su stock de deuda externa, a diferencia de otras economías emergentes del Este de Asia, la diferencia entre el valor máximo y mínimo se refiere a los préstamos bancarios externos.

22. Como es sabido, a partir de 1993, la balanza de pagos se estructura de la siguiente manera:  $BP = (BCC + BK) - CF$ . Donde BCC y BK simbolizan la cuenta corriente y la balanza de capitales, respectivamente, mientras que CF representa la cuenta financiera de la balanza de pagos. Por definición, la balanza de pagos debe estar siempre equilibrada, por lo que su saldo debe ser igual a cero. Desde esta perspectiva, el signo del saldo de las cuentas corrientes y de capital ( $BCC + BK$ ) –que recoge propiamente las operaciones comerciales del país con el resto del mundo y que determina la capacidad o necesidad de financiación exterior de la economía– debe ser contrario al signo del saldo de la cuenta financiera (CF) –que registra las operaciones financieras del país con el resto del mundo, básicamente, entradas y salidas de capitales más la variación de reservas internacionales de reservas y que, en esencia, nos informa de cómo se financian las operaciones comerciales del país. Desde esta perspectiva, que la suma de las cuentas corriente y de capital ( $BCC + BK$ ) y el saldo de la cuenta financiera (CF) presenten un mismo signo positivo resulta una situación sorprendente.
23. Los países de Asia Oriental se han convertido en exportadores netos de capitales desde 2000, mientras que América Latina continuó siendo un importador neto de capital hasta 2002. De hecho, la dotación de reservas internacionales disminuyó entre 1999 y 2002, como consecuencia de las crisis de Brasil y Argentina. Por eso, a nivel agregado las economías de América Latina devinieron exportadoras netas de capitales desde 2003 y sólo marginalmente.
24. Para reducir la vulnerabilidad externa, parece que algunos gobiernos han optado por acumular reservas en moneda extranjera en vez de alargar los vencimientos de la deuda.
25. Esta estrategia es especialmente remarcable en aquellas economías en las que no existen o no están suficientemente desarrollados los instrumentos financieros que podrían proporcionar esa cobertura.
26. Esta dinámica resulta todavía más significativa si tenemos en cuenta que la mayoría de estos países opera mediante sistemas de tipo de cambio flexibles.
27. En los años setenta y ochenta, cuando la mayoría de regímenes cambiarios eran fijos y la libertad de movimientos de capitales era limitada, la acumulación de divisas constituía un mecanismo de salvaguarda contra la volatilidad en las exportaciones e importaciones. Desde esta perspectiva, el nivel adecuado de reservas venía determi-

nado por consideraciones comerciales y, normalmente, era aquel que permitía cubrir entre 3 y 6 meses de importaciones. Pero la liberalización de los movimientos de capitales durante los noventa y el cambio en la naturaleza de las crisis cambiarias y financieras, ha propiciado que la medida de la adecuación de la dotación de reservas se haya trasladado desde un indicador basado en las importaciones hacia un indicador financiero que mide el grado de liquidez de la economía. La nueva convención establece que, por regla general, la dotación de divisas debe ser igual a la cuantía de la deuda a corto plazo (Manasse y Roubini, 2005).

28. El FMI (2004b) proporciona una estimación de estos costes y la cifra raramente supera el 5% del PIB.
29. Tan sólo México, reconociendo los costes que conlleva el mantenimiento de reservas, ha tratado de restringir la dinámica de acumulación de divisas vendiéndolas automáticamente cuando se supera cierto límite.
30. En los modelos de crisis iniciales – llamados de *primera generación* e inspirados en las crisis monetarias de principios de los años setenta– se presentaban esencialmente los esfuerzos de un banco central para mantener fija una determinada paridad de la moneda usando su dotación de reservas de divisas, en un contexto de déficits crecientes financiados mediante el recurso al banco central. De esta manera, las crisis pueden considerarse un fenómeno determinista, en el sentido de que son “merecidas” y previsibles, y puesto que no hacen más que corregir las incongruencias macroeconómicas no resultan muy destructivas para la economía. Para un análisis más detallado, véase Krugman (1979) y Flood y Garber (1984). Los modelos de *segunda generación* tienen su origen en la serie de ataques especulativos sobre el mecanismo de cambios (ERM) del sistema monetario europeo de 1992 y 1993. Aquí el *trade-off* surge cuando la defensa de una paridad fija de la moneda nacional, que exige la instrumentación de una política monetaria restrictiva, se ve condicionada por la existencia de elevadas tasas de paro. En este escenario, la actitud y sensibilidad del Estado respecto a una variable u otra resultarán decisivas para alentar el ataque especulativo o impedirlo, de ahí el carácter imprevisible de este tipo de crisis. En la medida que el sistema de tipo de cambio fijo impone una restricción para la economía, su desaparición tiene efectos potencialmente positivos para el país en términos de producción y empleo, al menos en el corto plazo. Véase Obstfeld (1994).

31. Algunos analistas como Hoelscher y Quintyn (2003) han cifrado que los costes netos de la reestructuración de los sistemas bancarios que tuvieron que soportar algunos de los gobiernos del Este de Asia después de la crisis de 1997-1998, osciló entre el 23% del PIB en Corea del Sur y el 52% del PIB en Indonesia. Otros estudios (FMI, 2000) estiman los costes de la crisis en términos de las pérdidas de la crisis en relación al *output gap* de la economía respecto a su nivel de producción potencial. En este sentido, el coste soportado por Indonesia, el país que se recuperó más lentamente de la crisis se situó en torno al 18,9% del PIB.
32. Estas imperfecciones de los mercados de capitales de las economías emergentes, en ocasiones, se caracterizan con la expresión *original sin*. El "*pecado original*" pone de relieve como la presencia de unos mercados de capitales incompletos dificulta la capacidad de las economías emergentes para endeudarse en el exterior en moneda nacional, un extremo que fuerza la emisión de valores denominados en divisas para captar el ahorro externo y expone en exceso a la economía del país al riesgo cambiario.
33. Así por ejemplo, en Corea del Sur la deuda corporativa representaba más del 50% del total de la deuda en 1998, en parte porque en 1997 el Gobierno elevó el límite máximo a la emisión de bonos de 2 a 4 veces el valor del capital y eliminó las restricciones a la inversión en bonos nacionales por parte de inversores extranjeros. En el caso de Malasia, la deuda empresarial supone un 45% del total de la deuda. Esto se explica porque la economía dispone del mayor mercado de capitales, en términos relativos, entre los países emergentes consecuencia de los destacables esfuerzos para promover el funcionamiento efectivo de estos mercados mediante el fortalecimiento de las actividades de los mercados secundarios de bonos o la reducción de los límites a las carteras de inversiones de las empresas de seguros. El crecimiento de los bonos como mecanismo de financiación de las empresas en México es más reciente, aquí los bonos representan el 30% de la deuda total. El desarrollo de una curva de rendimientos de la deuda pública ha facilitado la formación de precios de los bonos empresariales y cambios en la tipología de contratos, junto con el crecimiento de los fondos de pensiones –que estaban excluidos de la inversión en acciones hasta muy recientemente– y otros inversores institucionales como compañías de seguros y fondo de inversión explicarían el crecimiento de los instrumentos de deuda empresarial como mecanismo de financiación.

34. Paradójicamente, el proceso de desintermediación financiera ha ido acompañado de un crecimiento de los créditos bancarios a las familias.
35. La iniciativa conjunta del FMI y del Banco Mundial sobre normas y códigos ha impulsado tres normas de *"integridad de mercado"*: los Principios de Gestión Empresarial de la OCDE, las Normas de Contabilidad Internacional (International Accounting Standards on Auditing) y la Federación Internacional de Normas Contables Internacionales de Auditoría (International Federation of Accountant's International Standardson Auditing); y en la actualidad la UNCITRAL está trabajando para conseguir consensuar una normativa única sobre procesos de insolvencia y derechos de los acreedores (FMI, 2003).
36. Para La Porta et al (2003) una débil protección de los intereses de los inversores y un sistema legal poco eficiente se revelan como obstáculos notables en el acceso a los mercados de renta variable y a su desarrollo.

## Referencias Bibliográficas

- AIZENMAN, J. y MARION, N. "The High Demand for International Reserves in the Far East: What is Going On?" *Journal of the Japanese and International Economies* No. 17, (2003). P. 370-400.
- ASIAN DEVELOPMENT BANK, ADB. *Country Statistics*. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- BANCO CENTRAL EUROPEO. "Resolución de Crisis en Economías Emergentes: Retos para la Comunidad Internacional". *Boletín Mensual del BCE*. (Noviembre 2003). Frankfurt.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO, *Informe Anual*. BID, 2004.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO, *Informe Anual*. BID, 2005.
- BANCO MUNDIAL. *Global Development Finance*. Vol. 1 y 2. Washington: World Bank, 2004.
- BANCO MUNDIAL. *Global Development Finance*. Vol. 1 y 2. Washington: World Bank, 2005.
- BANCO MUNDIAL. *Doing Business*, World Bank en [www.doingbusiness.org](http://www.doingbusiness.org)
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *74<sup>th</sup> Annual Report*. Basilea: BIS, 2004.
- BINAMIRA, J. A. y HAWORTH, W. "Debt Restructuring in East Asia: Government and the Corporate Sector" en ADAMAS, Charles; LITAN, Robert; POMERLEANO, Michael (eds.) *Managing Financial and Corporate Distress: Lessons from Asia*. Washington, D.C.: The Brookings Institution Press, 2000.
- BLEJER, M. y SCHUMACHER, L. "VAR for Central Banks". *Risk*, (Octubre 1998), P. 65-69.
- BUDINA, N. y FIESS, N. "Public Debt and its Determinants in Market Access Countries: Results from 15 Country Case Studies." No publicado. Washington, DC.: World Bank, 2004.

- CABALLERO, R. y KRISHNAMURTHY, A. "Excessive Dollar Debt: Financial Development and Underinsurance", *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 2, (2003). P. 867–94.
- CALVO, G. y REINHART, C. "Fear of floating". *NBER Working Paper* No. 7993 (2000). Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research. Disponible en: [www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.html](http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.html). Publicado posteriormente en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, No. 2, P. 379–408.
- CEPAL, *Informe Anual*. 2005.
- DE LA TORRE, A. y SCHMUKLER, S. "Coping with Risk Through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies", *Policy Research Working Paper* No. 3212. (Febrero 2004). Banco Mundial.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. "Law, Finance, and Firm Growth", *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, (1998).P. 2107–37.
- EDISON, H. "Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High" en *World Economic Outlook*, (September 2003), Washington. P. 78–92..
- FMI "Qué es el Fondo Monetario Internacional?. Washington, D.C.: 2001.
- FMI "Local Securities and Derivative Markets: Selected Policy Issues" en *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*. Capítulo IV. (Marzo 2003).
- FMI "Institutional Investors in Emerging Markets". *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*. Capítulo IV. (Septiembre 2004a).
- FMI "Emerging Markets as a Net Capital Exporters". *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*. Capítulo IV. (Septiembre 2004b).
- FMI "Corporate Finance in Emerging Markets". *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*. Capítulo IV. (Abril 2005a).
- FMI *Asian Pacific Regional Outlook*. Washington, D.C.: International Monetary Fund. 2005b.

- FMI "Development of Corporate Bonds Markets in Emerging Markets Countries". *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*. Capítulo IV. (Septiembre 2005c).
- FMI *El Contexto Mundial y las Perspectivas Regionales para América y el Caribe*. Washington, D.C.: International Monetary Fund. (Octubre 2005d).
- FMI *Country Reports*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- FMI *International Financial Statistics*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- FRANKEL, J.A. y ROSE, A.K. "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators". *NBER Working Paper* No. 5437. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, (1996).
- GOLDSTEIN, M. "The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications". *Policy Analyses in International Economics* No. 55. Washington, D.C.: Institute for International Economics (IIE), (1998).
- GOLDSTEIN, M. "What Might the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?". *Working Paper Series*, No. 05-7. Washington, D.C.: Institute for International Economics (IIE), (2005).
- GOLDSTEIN, M. y TURNER, P. *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*. Washington: Institute for International Economics, 2004.
- HINAREJOS, M. y VARELA, F. "La Crisis Asiática y su Evolución vista a través de Tres Países" en VARELA PARACHE, Félix, y JACOBS ÁLVAREZ, Gerardo (Coord). *Crisis cambiarias y financieras: una comparación de dos crisis*. Madrid: Colección Economía y Empresa, Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S,A,), 2003.
- HOELSHER, D. y QUINTYN, M. "Managing Systemic Bank Crises". IMF *Occasional Paper* No. 224. Washington, D.C: International Monetary Fund, 2003.
- JOHNSON, S., BOONE, P., BREACH, A. y FREIDMAN, E. "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, (2000). P. 141-86.

- KAMINSKY, G. y REINHART, C. "The Twin Crises: Causes of Banking and Balance of Payments Problems". *American Economic Review* 51. No. 1 (June 1999).
- KAMINSKY, G. y SCHMUKLER, S. *Short-Run Pain, Long-Run Gain: the Effects of Financial Liberalization*. George Washington University/The World Bank, 2002.
- KAWAI, M., LIEBERMAN, I. y MAKU, W. "Debt Restructuring in East Asia: How Much, How Fast, and Lessons Learned" en ADAMAS, Charles; LITAN, Robert; POMERLEANO, Michael (eds.) *Managing Financial and Corporate Distress: Lessons from Asia*. Washington, D.C.: The Brookings Institution Press, 2000.
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. "What Works in Securities Law?" *NBER Working Paper* No. 9882. Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research, (2003).
- MANASSE, P. y ROUBINI, N. "Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises" *IMF Working Paper* 05/42, (March 2005).
- McCAULEY, R. "Unifying Government Bond Markets in Asia". *BIS Quarterly Review*. Basilea: Bank for International Settlements, (December 2003), P. 89–98..
- REINHART, C., ROGOFF, K. y SAVASTANO, M. "Debt Intolerance". *NBER Working Paper*. Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research (August 2003)..
- RIPOLL, J. "¿Se cumple la visión bipolar del tipo de cambio en las economías emergentes?". *Boletín de Información Comercial Española*, No. 2867. Madrid: (2006).
- TWEEDIE, A. *"The Demand for International Reserves: A Review of the Literature"*. No publicado. Washington: International Monetary Fund, 2000.