



## **Lecciones aprendidas y por aprender de la crisis financiera asiática**

**Por Yılmaz Akyüz\***

**Economista jefe del Centro del Sur**

### **Resumen**

La gran mayoría de las publicaciones recientes con ocasión del vigésimo aniversario de la crisis financiera asiática destacan las lecciones aprendidas y encomian las medidas adoptadas en consecuencia. Sin embargo, son pocas las que reconocen que si bien estas medidas hubieran podido evitar la crisis en 1997, hoy en día serían insuficientes e incluso contraproducentes, ya que implican una mayor integración en las finanzas mundiales.

*Palabras clave* : Crisis financieras.

### **La crisis desde otro punto de vista**

Si bien es cierto que los Gobiernos, tanto de economías maduras como emergentes, extraen enseñanzas de las crisis financieras a fin de adoptar medidas para evitar que se repitan, estas suelen concebirse para combatir las causas fundamentales de la última crisis, pero no de la siguiente. Lo que es aún más importante, en realidad pueden convertirse en las nuevas fuentes de crisis e inestabilidad. Este es en efecto, el caso de las economías emergentes que sufrieron reiterados episodios de inestabilidad y crisis en la segunda mitad de la década de 1990 y principios de la década de 2000, incluidas varias economías del Asia oriental golpeadas por una virulenta crisis en 1997.

La crisis asiática tuvo origen en una combinación de políticas financieras equivocadas y en una reacción exagerada de los prestamistas extranjeros a los déficits temporales de liquidez internacional más que en desequilibrios estructurales y en un endeudamiento excesivo. Se trataba fundamentalmente de una crisis de liquidez, pero dio lugar a situaciones de insolvencia debido a las medidas de intervención erróneas adoptadas en particular, por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Como las crisis en casi todas partes, esta estuvo precedida por un aumento brusco de las entradas de capital, especialmente del crédito a corto plazo de los bancos comerciales internacionales tanto a los bancos como a las empresas de la región. La

mayoría de los destinatarios de estos créditos eran empresas privadas no financieras, pero en la República de Corea, y en menor medida en otras partes, el sector financiero también fue un importante receptor de fondos.

Una de las principales razones del aumento de los créditos internacionales al Asia oriental fue la sed de rentabilidad en las economías avanzadas despertada por los tipos de interés bajos fruto de las políticas monetarias adoptadas en respuesta a la desaceleración económica a principios de la década de 1990. La mayor rentabilidad de las economías asiáticas que registraban un alto crecimiento y bajo riesgo así como un historial de tipos de cambio relativamente estables, las convirtieron en economías atractivas para los prestamistas internacionales. El riesgo moral también tuvo algo que ver. El rescate financiero mexicano alentó la concesión imprudente de préstamos y los Gobiernos de Asia oriental parecían dispuestos a rescatar a los deudores privados.

Una parte importante de las entradas de capital consistía en fondos de arbitraje a corto plazo con el fin de aprovechar los diferenciales de los tipos de interés. Además, los empréstitos más baratos en los mercados extranjeros les permitieron a las empresas nacionales reducir los gastos financieros. El debilitamiento de la competitividad y la reducción de los ingresos por exportación debido a la entrada en el mercado de productores de bajo costo, en particular en la República de Corea, también influyeron en el comportamiento de las empresas, que reaccionaron aumentando la inversión para aumentar la productividad y su cuota de mercado. Con ello también contribuyeron al exceso de oferta a escala mundial de numerosos productos manufacturados exportados desde Asia oriental. Al igual que en el Japón en la segunda mitad de la década de 1980, la rápida expansión de la capacidad de producción fue un factor clave en las dificultades financieras posteriores. Sin embargo, no todos los prestatarios internacionales se dedicaban a la exportación. Hubo un aumento especulativo en el mercado inmobiliario respaldado por los fondos prestados en el exterior, especialmente

\* Economista jefe del Centro del Sur y ex director de la División de Globalización y Estrategias de Desarrollo de la UNCTAD en Ginebra (Suiza). El informe, elaborado para el número 321 de *Third World Resurgence*, se basa en varias publicaciones del autor como su reciente libro *Playing With Fire: Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*, Oxford University Press, 2017; «The Management of Capital Flows and Financial Vulnerability in Asia», TWN Global Economy Series No. 17, 2009, Penang; y «Causes and Sources of the Asian Financial Crisis», documento presentado en un simposio sobre la recuperación económica y financiera en Asia organizado por el país huésped en el marco del Décimo periodo de sesiones de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (X UNCTAD), Bangkok, 17 de febrero de 2000; publicado en TWN Series on the Global Economy, No. 1, 2000, Penang.

en Tailandia. Del mismo modo, algunas empresas privadas de la región invirtieron considerablemente en otras actividades no comerciables como infraestructuras.

Tanto prestatarios como prestamistas subestimaron el riesgo cambiario dado el historial de estabilidad de los tipos de cambio en la región. Las políticas cambiarias de la región fueron ampliamente criticadas por alentar el endeudamiento excesivo en el extranjero y permitirles a los especuladores jugar sobre seguro. Sin embargo, la elección de un régimen cambiario adecuado en condiciones de libre movilidad de capitales sigue siendo una cuestión pendiente. Ningún régimen cambiario puede garantizar la estabilidad de los tipos. Está demostrado que las crisis cambiarias pueden presentarse tanto bajo sistemas de tipos de cambio flexibles como de tipos de cambio fijos. Cuando hay una gran afluencia de entradas de capital, la flotación cambiaria puede dar lugar a apreciaciones nominales y elevar aún más el tipo de cambio real. Es probable que si se hubiera permitido la flotación de las monedas en Asia oriental en la primera mitad de la década de 1990 cuando las entradas superaban las necesidades de financiación de la cuenta corriente el resultado habría sido la apreciación nominal, lo cual habría provocado un aumento aún mayor del tipo de cambio real, así como una afluencia aún mayor de las entradas para obtener ganancias de las fluctuaciones monetarias. Sin embargo, una mayor flexibilidad en épocas de crisis no puede evitar una caída libre, como se vio en Asia oriental en 1997 y en Indonesia en particular.

El principal error relacionado con las políticas tiene que ver con la desreglamentación financiera nacional y la liberalización de la cuenta de capital. Se había exhortado a las economías de Asia oriental a seguir la senda de la liberalización que tomó el Japón dándoles a las instituciones financieras más libertad en materia de solicitud y concesión de préstamos y adoptando una política monetaria de mercado mediante la relajación de los controles regulatorios directos. En la República de Corea el abandono de la práctica de la posguerra en dos esferas clave como el control de los préstamos extranjeros y la orientación por parte del Estado sobre la inversión privada, jugó un papel importante. En Asia sudoriental la liberalización financiera fue mayor. Tailandia creó el Servicio Bancario Internacional de Bangkok como intermediario para la inversión extranjera de la región, pero en realidad, servía para canalizar los préstamos extranjeros a corto plazo a los bancos y establecimientos financieros liberalizados en Tailandia. Los préstamos inmobiliarios apalancados financiados en el extranjero no estuvieron sujetos a controles, lo que dio lugar a un auge del mercado inmobiliario e hizo a los prestatarios altamente vulnerables a una caída de los precios de los bienes raíces, a un aumento de los tipos de interés o a una depreciación del baht.

Por consiguiente, la acumulación de la fragilidad financiera externa, la sobreinversión en el sector de la manufactura, las inversiones inmobiliarias de carácter especulativo y un endeudamiento excesivo a corto plazo en divisas, desempeñaron un papel esencial. Sin embargo, a

diferencia de lo que opinaba entonces la mayoría de los ideólogos, la razón principal no fue que la intervención y el control gubernamentales fueran excesivos, sino, por el contrario, muy escasos.

La crisis estalló en Tailandia cuando sus reservas se agotaron rápidamente debido a que las entradas netas de capital no cubrían los fondos necesarios para hacer frente a la ampliación del déficit por cuenta corriente que había alcanzado un 8 % del producto interno bruto (PIB) a finales de 1996, y el Banco de Tailandia no podía seguir manteniendo la moneda dentro de la banda de fluctuación. Otras economías de la región con mejores estados de la balanza de pagos sufrieron principalmente los efectos de contagio a través del tipo de cambio. La decisión de dejar flotar el baht puso en tela de juicio el supuesto de la estabilidad de los tipos de cambio sobre el que se basó la división del trabajo existente en la región. La presión sobre los tipos de cambio puso de manifiesto las similitudes en la vulnerabilidad financiera de los mercados y la insuficiencia de las reservas, por lo que los Gobiernos tuvieron que dejar flotar sus monedas.

A medida que el pánico se propagaba por toda la región, a los especuladores extranjeros que vendían monedas nacionales se sumaron las empresas financieras y no financieras nacionales que buscaban superar las dificultades de sus balanzas generales provocadas por una mayor necesidad de dinero nacional para el servicio de la deuda extranjera y la disminución de los flujos de efectivo para satisfacerla. Aunque la República de Corea no había sufrido una burbuja inmobiliaria especulativa, también sufrió quiebras empresariales. La situación de Asia sudoriental se repitió en la República de Corea cuando los deudores nacionales intentaron cubrir o reducir su deuda externa y provocaron un círculo vicioso en el mercado monetario.

## **Lecciones y medidas de respuesta**

Las recurrentes crisis monetarias, financieras y de balanza de pagos en las economías emergentes en la década de 1990 y principios de la de 2000 como la crisis asiática de 1997 demuestran que cuando hay aumentos de las entradas de capital pueden surgir vulnerabilidades en al menos cuatro áreas: i) desajustes monetarios y desfases de los plazos de vencimiento en los balances de los prestatarios privados; ii) las burbujas del crédito interno, de los precios de los activos y del consumo; iii) apreciaciones de las monedas y déficits externos insostenibles; y iv) dependencia de la ayuda y de las políticas aconsejadas por el FMI en lugar de autoprotección contra las interrupciones y las inversiones repentinas de las corrientes de capital. En este nuevo siglo los Gobiernos de muchas economías emergentes han adoptado medidas para eliminar las vulnerabilidades en algunas de estas áreas cuando han hecho frente a nuevos aumentos de las entradas de capital, primero gracias a las mismas burbujas del crédito y del consumo que terminaron en una grave crisis en los Estados Unidos y en Europa en 2008 y luego cuando estas economías adoptaron políticas de gran expansión monetaria en respuesta a la crisis. Sin embargo, también liberalizaron aún más la cuenta de capital para los residentes y no residentes, lo

que dio lugar a una mayor integración en el sistema financiero internacional y a la creación de nuevos canales de transmisión de las perturbaciones financieras externas, sin eliminar los canales tradicionales.

En algunos aspectos el auge de las corrientes de capital en este nuevo siglo se ha gestionado mejor en Asia oriental que el auge de la década de 1990, y mejor que en la mayoría de las economías emergentes. Una de las primeras medidas adoptadas fue aplicar regímenes cambiarios más flexibles. No obstante, a diferencia de otras economías emergentes que usaron la política monetaria principalmente para centrarse en la inflación y dejaron la moneda a merced de las corrientes de capital, la mayoría de las economías de Asia oriental evitaron una apreciación considerable de la moneda pese a los importantes aumentos de las entradas de capital. Esto lo hicieron no solo mediante medidas de intervención en los mercados de divisas, sino también mediante desincentivos de mercado para cierto tipo de entradas de capital como impuestos sobre los ingresos en concepto de intereses y sobre las plusvalías de las participaciones extranjeras en los valores locales, impuestos sobre las posiciones cortas de los bancos y coeficientes más altos de reservas obligatorias para los depósitos de los no residentes en moneda local. La República de Corea utilizó estas medidas a tal punto que el won se convirtió en una de las monedas más débiles después de la crisis de 2008 cuando se registró un aumento importante de las entradas de capital. Sin embargo, debe tenerse presente, en primer lugar, que mientras que Tailandia y Malasia presentaron apreciaciones reales moderadas durante el periodo previo a la crisis de 1997, este no fue el caso en Indonesia ni en la República de Corea.

En segundo lugar, las economías de Asia oriental, como muchas otras, hicieron grandes esfuerzos para autoasegurarse acumulando grandes cantidades de reservas internacionales. A diferencia de la mayoría de las otras economías emergentes las reservas en Asia oriental no provenían únicamente de las entradas de capital. Una parte importante suele provenir de superávits en cuenta corriente, es decir, se trata de reservas devengadas y no obtenidas mediante préstamos. Todos los países golpeados por la crisis de 1997 lograron progresos significativos en la gestión de sus cuentas corrientes en el nuevo siglo al registrar superávits considerables o déficits moderados. También se propusieron fortalecer la cooperación regional en materia de financiamiento para contingencias ampliando la Iniciativa Chiang Mai y dándole un carácter multilateral.

En tercer lugar, a fin de reducir la vulnerabilidad a las crisis de la deuda externa, las economías de Asia oriental, como varias economías emergentes, han procurado pasar de la financiación mediante endeudamiento a la financiación mediante la emisión de acciones basándose en que los pasivos de las acciones comportan menor riesgo y son más estables. Se han liberalizado los regímenes de inversión extranjera directa (IED) y se han eliminado o flexibilizado los límites ge-

nerales y sectoriales sobre las entradas directas de acciones y las entradas de inversión de cartera. En consecuencia, la posesión de participaciones de los no residentes como porcentaje de la capitalización del mercado aumentó considerablemente a entre un 30% y un 40% e incluso, llegó a superar el 50% en algunas economías, frente a un 15% en los Estados Unidos. La proporción ha sido del orden de un 20% en Malasia e Indonesia, un 30% en Tailandia y casi un 50% en la República de Corea.

Mientras que el mercado de acciones en la República de Corea es bastante amplio y se sitúa entre los primeros 12 en términos de capitalización a nivel mundial, muchas economías emergentes carecen de una base sólida de inversión local. En consecuencia, la entrada y la salida de inversión extranjera por pequeña que sea la cantidad, puede entrañar importantes fluctuaciones de los precios. Así, incluso en países con poca presencia extranjera como China, los precios de las acciones se han vuelto bastante vulnerables a los cambios en la propensión mundial al riesgo debido a que los inversores nacionales han adoptado una perspectiva mundial.

En cuarto lugar, como los desajustes monetarios en los balances desempeñaron un papel fundamental en las crisis de las economías emergentes, los Gobiernos se han propuesto reducir su exposición al riesgo cambiario abriendo los mercados locales de bonos a los no residentes y mediante el endeudamiento en las monedas nacionales. En Asia oriental el desarrollo de mercados regionales de bonos también se consideró una solución para los problemas de desajustes monetarios y desfases de los plazos de vencimiento, lo que dio lugar en 2003 a la iniciativa de mercados de bonos de Asia. Los Gobiernos de varias economías emergentes han suspendido de hecho la emisión de deuda en moneda extranjera en los mercados internacionales. Una proporción mucho mayor de deuda pública de los no residentes se emite ahora localmente, se denomina en monedas locales y está sujeta a la jurisdicción nacional.

La deuda de los no residentes emitida localmente en la moneda nacional no siempre se incluye en las estadísticas sobre la deuda externa aun si, según la definición convencional basada en la residencia de los poseedores de la deuda, dicha deuda forma parte de la deuda externa. Debido a esta discrepancia, la deuda externa de las economías emergentes suele subestimarse. Por ejemplo, cuando el Banco Negara de Malasia comenzó a aplicar en 2013 una nueva definición de *deuda externa* que incluye toda la deuda que se adeuda a no residentes independientemente de la moneda y del lugar de emisión, la deuda externa total de Malasia aumento de un 30,5% del PIB a más de un 60%.

Ya sea en la moneda nacional o en dólares, la propiedad extranjera de deuda es un indicador clave de la vulnerabilidad externa. Los Estados Unidos, por ejemplo, siempre han visto con recelo la participación extranjera en sus bonos del Tesoro. Los no residentes poseen cerca de una tercera parte de los bonos del Tesoro estadounidense. En muchas economías emergentes la deuda soberana se

ha internacionalizado ahora en mayor medida. En algunas economías emergentes la participación de no residentes en los mercados nacionales de deuda pública supera el 50%. En Indonesia y en Malasia esta proporción ha oscilado entre un 30% y un 40% en los últimos años. La proporción es mucho mayor si se incluye la deuda pública emitida en los mercados internacionales. Cabe añadir que a diferencia de los bonos del Tesoro estadounidense esta deuda no está en manos de bancos centrales extranjeros y otros organismos internacionales sino principalmente en las carteras de inversores impredecibles.

Sin duda, la apertura de los mercados nacionales de bonos y el endeudamiento de no residentes en moneda local han permitido al Estado pasar el riesgo cambiario a los prestamistas. Sin embargo, también ha dado lugar a una exposición considerable a las alteraciones de los tipos de interés y a la pérdida de autonomía para controlar los tipos nacionales a largo plazo y se ha puesto de manifiesto su sensibilidad a las fluctuaciones en los mercados de deuda de las principales economías avanzadas. Asimismo, ha limitado la capacidad de los mercados nacionales de servir de «rueda de repuesto» para los prestatarios locales cuando se ve interrumpido el acceso a la financiación externa. Lo anterior podría resultar ser tan perjudicial o más que la exposición al tipo de cambio en la transición de los bancos centrales de las principales economías avanzadas de regímenes de bajo a alto interés y la normalización de sus balances.

En quinto lugar, la mayoría de las economías emergentes también han pasado de los préstamos transfronterizos a los préstamos locales de bancos internacionales abriéndoles a estos el sector bancario. También se ha registrado un aumento importante de la participación de bancos extranjeros en las economías emergentes en el nuevo siglo aun cuando a raíz de la crisis en los Estados Unidos y en Europa sus bancos salieran en cierta medida de estas economías. En Indonesia la mitad de los bancos son extranjeros. Hasta 1996 no había bancos extranjeros en la República de Corea, pero en el nuevo siglo su número ha aumentado rápidamente. Los derechos de los bancos internacionales en moneda local frente a residentes de las economías emergentes aumentaron de un 15% de sus derechos totales a mediados de la década de 1990 a un 40% en vísperas de la crisis mundial. Los préstamos locales otorgados por bancos extranjeros en todas las monedas, incluidas las divisas, superan ahora sus préstamos transfronterizos. Como pudo observarse durante la crisis de la zona del euro, los bancos extranjeros tienden a servir de conducto de inestabilidad financiera en las economías avanzadas transmitiendo contracciones del crédito de los países de origen a los países receptores, en lugar de aislar los mercados de crédito internos de las crisis financieras internacionales.

En sexto lugar, la reglamentación y la supervisión bancaria en Asia oriental han mejorado al alentarse la prudencia en la concesión de préstamos y el control de los desajustes monetarios y de los desfases de los plazos de vencimiento en los balances generales de los bancos. Sin

embargo, los bancos desempeñan ahora un papel mucho menos importante como intermediarios en las corrientes internacionales de capital que en la década de 1990. La emisión de bonos internacionales por parte de empresas ha aumentado mucho más rápido que la concesión de préstamos transfronterizos directos o por medio de los bancos nacionales. Lo que es más importante, una gran parte de las entradas de capital se destina ahora a los mercados de valores locales sin pasar por el sistema bancario.

En séptimo lugar, la apertura de los mercados de activos y de crédito internos a los no residentes ha ido aparejada con una amplia liberalización de la cuenta de capital para los residentes en Asia oriental y en otros lugares. Desde que tuvo lugar la crisis mundial las empresas no financieras han acumulado masivamente deuda en dólares, principalmente mediante la emisión de bonos internacionales. En las principales economías emergentes estas emisiones también se han hecho mediante filiales extranjeras. Aunque no siempre son repatriadas ni registradas como entradas de capital y deuda externa, tienen un efecto similar en la fragilidad de las empresas. En Asia oriental, la acumulación de deuda en dólares es particularmente significativa en Indonesia y en la República de Corea. En consecuencia, la reducción de los desajustes monetarios en los balances se limita en gran medida al Estado, mientras que las empresas privadas han acumulado deuda en monedas de reserva con un tipo de interés bajo, de manera similar a lo que sucedió en la década de 1990.

En octavo lugar, la mayoría de las economías asiáticas emergentes no solo han permitido sino que han alentado a las empresas a invertir en el extranjero y a convertirse en empresas internacionales, recurriendo de vez en cuando al apalancamiento internacional. En Malasia, Tailandia y la República de Corea se han aumentado o abolido los límites a la adquisición de títulos extranjeros, activos inmobiliarios y depósitos de particulares e inversores institucionales. Una razón importante para la liberalización de las inversiones en el extranjero durante los períodos de aumento de las entradas de capital era reducir la presión al alza en las monedas y evitar intervenciones costosas en los mercados de divisas. En otras palabras, la liberalización de las salidas de capital de los residentes se usaba como un sustituto de las restricciones a las entradas de los no residentes.

Por último, al igual que muchas otras economías, las economías de Asia oriental no han logrado evitar que las políticas de gran expansión monetaria de los Estados Unidos, Europa y el Japón produjeran burbujas internas de los mercados del crédito y de los activos en los últimos diez años. Los aumentos del endeudamiento de empresas no financieras en Malasia y en la República de Corea de entre un 15% y un 20% del PIB incluyendo tanto la deuda interna como la externa, se encuentran entre los más rápidos. El porcentaje de deuda de los hogares de Malasia, de un 90% del PIB, es el más elevado de los países en desarrollo. En la República de Corea la deuda de los hogares en relación con el PIB es mayor que en los Estados Unidos y en el promedio de los países de la Organización de



Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). En Tailandia el aumento del endeudamiento de los hogares desde 2007, de unos 25 puntos porcentuales del PIB, también ha sido significativo.

### Vulnerabilidad a las perturbaciones financieras mundiales

Los regímenes de las cuentas de capital de las economías emergentes, en particular en el Asia oriental, son mucho más liberales hoy en día tanto para los residentes como para los no residentes que en la década de 1990. La presencia extranjera en los mercados de crédito, de valores y de deuda ha alcanzado niveles sin precedentes y ha afectado considerablemente sus dinámicas de liquidez y valoración. De igual manera, las ha hecho altamente vulnerables a las condiciones financieras mundiales. Asimismo, los residentes de estas economías participan cada vez más activamente en los mercados financieros internacionales como prestatarios y como inversores. Así, todas las economías emergentes se han vuelto ahora vulnerables a los ciclos y a las perturbaciones financieras mundiales independientemente de su balanza de pagos, deuda externa, activos extranjeros netos y posición de las reservas internacionales, si bien estos desempeñan un papel importante en la manera como estas perturbaciones pueden afectarlas.

En efecto, los mercados de activos y divisas de todas las economías emergentes, en particular China y otras economías de Asia oriental que presentan sólidas situaciones de las reservas y posiciones de inversión internacional resultaron afectados en varias ocasiones en los últimos diez años comenzando con el desplome de Lehman Brothers en septiembre de 2008. El efecto de la caída de Lehman Brothers fue fuerte pero breve debido a la política de expansión monetaria aplicada en los Estados Unidos en respuesta a la crisis. Años más tarde estos mercados volvieron a ser nuevamente objeto de presiones durante el episodio de pánico bursátil (*taper tantrum*) en mayo de 2013 cuando la Reserva Federal de los Estados Unidos anunció la retirada gradual de la compra de bonos; en octubre de 2014 debido a las perspectivas cada vez más sombrías sobre el crecimiento mundial y al efecto de un posible aumento de los tipos de interés o a finales de 2015 en vísperas del aumento de las tasas de interés de intervención en los Estados Unidos por primera vez en siete años. El efecto de estos episodios de inestabilidad no fue grave porque fueron temporales, perturbaciones económicas de corta duración causadas por los cambios en el clima de confianza del mercado sin que hubiera un viraje fundamental de la política de expansión monetaria. Sin embargo, estos episodios son una importante señal de alerta sobre la clase de perturbaciones que las economías emergentes podrían afrontar en caso de una normalización la política monetaria en los Estados Unidos, aumentos de las tasas de interés y contracción de la liquidez mundial.

Después de la crisis asiática la vulnerabilidad externa comenzó a evaluarse en función de la suficiencia de

las reservas para atender el servicio de la deuda externa en divisas, definida como deuda con un vencimiento residual hasta un año. Si bien este es el indicador de sostenibilidad externa usado con mayor frecuencia, las pruebas empíricas no siempre muestran una fuerte correlación entre la presión sobre las reservas y la deuda externa a corto plazo. En países que han registrado pérdidas importantes de reservas, otras fuentes distintas al endeudamiento a corto plazo en moneda extranjera desempeñaron con frecuencia un papel más importante.

La vulnerabilidad a las crisis monetarias y de liquidez no se limita a la deuda a corto plazo en moneda extranjera. Los países con una importante participación extranjera en los mercados de acciones, bonos y depósitos podrían ser altamente vulnerables aunque no tengan un nivel elevado de deuda en moneda extranjera a corto plazo. Las monedas pueden verse sometidas a presión si la presencia extranjera en los mercados nacionales de depósitos y de valores es importante y la cuenta de capital está abierta a los residentes. Una salida rápida y generalizada de la inversión extranjera podría crear perturbaciones considerables con mayores consecuencias macroeconómicas aun si las pérdidas ocasionadas por las caídas de los precios de los activos y las devaluaciones de las monedas recaen sobre los inversores extranjeros y se mitiga la pérdida de las reservas. Las turbulencias financieras podrían agravarse si a la salida de la inversión extranjera se suma la fuga de capital de residentes. En efecto, más que la salida de los inversores extranjeros las salidas del capital de los residentes desempeñan un papel primordial en la pérdida de las reservas y en la depreciación de las monedas como pudo observarse en algunos episodios como la pérdida de 1 billón de dólares en las reservas de China entre 2015 y 2016.

En las cuatro economías de Asia oriental afectadas directamente por la crisis de 1997, las reservas internacionales satisfacen ahora el servicio de deuda externa a corto plazo en dólares. Sin embargo, no siempre dejan mucho margen para adaptarse a una salida considerable y sostenida de los inversores extranjeros de los mercados nacionales de depósitos y de valores y a la fuga de capitales de los residentes. Este es particularmente el caso de Malasia en donde el margen de reservas en relación con la deuda en dólares a corto plazo parece ser escaso mientras que la participación extranjera en los mercados locales de crédito y de valores es considerable<sup>1</sup>. Según datos recientes del Banco Negara, las reservas internacionales son de 425 000 millones ringgit mientras que la deuda externa a corto plazo, que incluye los préstamos contraídos a corto plazo y los bonos y pagarés emitidos en el extranjero y la posesión de participaciones de los no residentes de títulos de deuda y depósitos, es de unos 413 000 millones de ringgit. Sin embargo, esta última no incluye la deuda a largo plazo en moneda local mantenida por no residentes que, junto con su gran cartera de acciones, constituye una importante causa del agotamiento de las reservas en caso de tensión del mercado, como se vio después de 2014.

En cambio, la posición de las reservas internacionales de Tailandia parece ser cómoda ya que excede la deuda en

dólares a corto plazo por un amplio margen (unos 150 000 millones) y brinda protección contra una salida rápida de los inversores extranjeros de sus mercados de valores. En Indonesia las reservas exceden la deuda a corto plazo en dólares por un gran margen (80 000 millones), pero la participación extranjera en sus mercados locales de bonos y de valores también es considerable y el país registra un déficit en cuenta corriente. Los economistas de Morgan Stanley incluyeron en 2013 a este país entre los cinco países más frágiles por la dependencia excesiva de una inversión extranjera impredecible para financiar el crecimiento. En la República de Corea este margen también es amplio, de más de 250 000 millones de dólares, pero las tenencias extranjeras de valores nacionales son más del doble. Por consiguiente, una salida rápida de los mercados de valores también puede ejercer presión sobre el won. En efecto, cuando la República de Corea resultó afectada por las repercusiones de la crisis de 2008 en los Estados Unidos perdió unos 60 000 millones de dólares en reservas y recibió una línea de crédito recíproco de la Reserva Federal de este país.

Dado que desde que hace quince años las condiciones financieras mundiales siguen siendo muy favorables gracias a las políticas de expansión monetaria en los Estados Unidos, Europa y Japón, no se han presentado crisis financieras graves en las principales economías emergentes. En cambio, se ha generado adicción a los fondos baratos, la acumulación masiva de deuda y un fuerte aumento de la presencia extranjera en los mercados de valores, crédito e inmobiliarios de las economías emergentes. Por consiguiente, los cambios drásticos y sostenidos de estas condiciones afectan considerablemente a estas economías. Las reservas internacionales que han acumulado para autoasegurarse podrían resultar insuficientes en caso de una interrupción brusca de las entradas de capital, la retirada masiva de los inversores extranjeros y la fuga de capital de los residentes. Tampoco pueden contar con la cooperación Sur-Sur como la Iniciativa de Chiang Mai de los países de Asia oriental ni del Acuerdo Contingente de Reserva (ACR) del grupo BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica). La Iniciativa de Chiang Mai no es lo suficientemente amplia y está mal concebida: los fondos representan un 1,5 % del PIB total de los países participantes y la obtención de financiación por encima de un 30% de las cuotas está ligada a la conclusión de un programa del FMI. Ningún país ha recurrido aún a esta Iniciativa: tras el desplome de Lehman Brothers, tanto la República de Corea como Singapur recurrieron en cambio a la Reserva Federal de los Estados Unidos e Indonesia obtuvo financiación de un consorcio dirigido por el Banco Mundial. El ACR no difiere mucho de la Iniciativa de Chiang Mai. Ha sido concebido como complemento, más que sustituto, de los mecanismos del FMI existentes. Es incluso más pequeño y el acceso por encima de ciertos límites también está ligado a la conclusión de un programa del FMI.

Quedan, por lo tanto, dos opciones en caso de una crisis grave de liquidez: recurrir al FMI y a los bancos centrales de países cuya moneda se utiliza como divisa de reserva o concebir una respuesta poco ortodoxa e incluso hacer más de lo que hizo Malasia durante la crisis de 1997 al lograr la participación de acreedores e inversores aplicando, entre otros, restricciones cambiarias y moratorias temporales de pagos y controles selectivos comerciales y financieros para preservar la actividad económica y el empleo. Como la mayoría de las economías emergentes, los países de Asia oriental parecen decididos a no volver a recurrir al FMI. Sin embargo, al aplicar medidas unilaterales poco ortodoxas pueden afrontar graves problemas como litigios con los acreedores y sanciones de los países acreedores. En consecuencia, una mayor integración en el sistema financiero internacional, que es intrínsecamente inestable, sin garantizar la existencia de mecanismos multilaterales para la resolución ordenada y equitativa de las crisis externas de liquidez y de deuda podría salir muy cara

#### End note:

<sup>1</sup> Según cifras recientes suministradas por el Banco Negara de Malasia el 14 de julio de 2017, la deuda externa a corto plazo de las instituciones bancarias y no bancarias ascendieron a 398 000 millones de ringgit. Al tipo de cambio actual esta cifra es de más de 90 000 millones de dólares mientras que las reservas son de 99 000 millones. Puesto que gran parte de esta deuda privada a corto plazo es en dólares (o en otras divisas de reserva) puede considerarse que el margen de reservas en relación con la deuda externa a corto plazo en dólares, posiblemente de menos de 20 000 millones, es relativamente pequeño.



**CENTRO  
DEL SUR**

Chemin du Champ-d'Anier 17  
PO Box 228, 1211 Ginebra19,  
Suiza

Teléfono: (4122) 71 8050  
Fax: (4122) 798 8531

E-mail: [south@southcentre.int](mailto:south@southcentre.int)  
<http://www.southcentre.int>

*El Centro del Sur es la organización intergubernamental de países en desarrollo que ayuda a los países en desarrollo a aunar sus fuerzas y competencias para defender sus intereses comunes en los foros internacionales de negociación. El Centro del Sur fue creado por medio del Acuerdo Constitutivo del Centro del Sur que entró en vigor el 31 de julio de 1995. Su sede se encuentra en Ginebra (Suiza).*

**Números anteriores de Informes sobre políticas del Centro del Sur**

- No. 23, octubre de 2015—Pautas de patentabilidad y acceso a medicamentos, por Germán Velásquez
- No. 24, March 2016—Five Points on the Addis Ababa Action Agenda by Manuel F. Montes
- No. 25, May 2016—The Right to Development, Small Island Developing States and the SAMOA Pathway by Manuel F. Montes
- No. 26, June 2016—Debt Dynamics in China—Serious problems but an imminent crisis is unlikely by Yuefen Li
- No. 27, August 2016—The Right to Development: 30 Years On by Martin Khor
- No. 28, septiembre de 2016—Análisis del ámbito de aplicación de un instrumento internacional jurídicamente vinculante sobre las empresas transnacionales y otras empresas con respecto a los derechos humanos, por Carlos M. Correa
- No. 29, septiembre de 2016—Cuestiones críticas para los países en desarrollo en la lucha contra la resistencia a los antimicrobianos, por Mirza Alas y Viviana Muñoz Téllez
- No. 30, octubre de 2016—Diferentes opciones para plantear las obligaciones de los Estados en un instrumento jurídicamente vinculante sobre las ETN y otras empresas con respecto a los derechos humanos, por Kinda Mohamadieh
- No. 31, octubre de 2016—Cómo un futuro instrumento jurídicamente vinculante ayudaría a salvar los obstáculos que impiden que las víctimas de violaciones de los derechos humanos cometidas por empresas tengan acceso a la justicia, por Daniel Uribe
- No. 32, octubre de 2016—Las inversiones de las empresas y la protección de los derechos humanos: reflexiones sobre los efectos de un instrumento internacional jurídicamente vinculante sobre las empresas transnacionales y otras empresas con respecto a los derechos humanos en la IED por Kinda Mohamadieh
- No. 33, December 2016—Outcome of the Assemblies of the Member States of the World Intellectual Property Organization 2016 by Nirmalya Syam and Yujiao Cai
- No. 34, December 2016—Air pollution—the silent top global cause of death and of climate change by Martin Khor
- No. 35, January 2017—On the Existence of Systemic Issues and their Policy Implications by Manuel F. Montes
- No. 36, February 2017—Gandhi: Walking with us today by Gurdial Singh Nijar
- No. 37, March 2017—The Need to Avoid “TRIPS-Plus” Patent Clauses in Trade Agreements by Martin Khor
- No. 38, April 2017—Implications of a US Border Adjustment Tax, Especially on Developing Countries by Martin Khor
- No. 39, May 2017—Highlights of the WHO Executive Board: 140th Session by Nirmalya Syam and Mirza Alas
- No. 40, June 2017—Outcomes of the Nineteenth Session of the WIPO Committee on Development and Intellectual Property: A Critical Reflection by Nirmalya Syam
- No. 41, July 2017—Quantification of South-South cooperation and its implications to the foreign policy of developing countries by Márcio Lopes Corrêa

No. 43, August 2017—The Financial Crisis and the Global South: Impact and Prospects by Yilmaz Akyüz and Vicente Paolo B. Yu III

No. 44, agosto de 2017—¿Qué clase de política industrial se precisa para promover una industrialización igualitaria y sostenible?, por Yilmaz Akyüz