

LA CRISIS ECONÓMICA INTERNACIONAL: UNA REFLEXIÓN FINANCIERA*

«En el Oriente se encendió esta guerra
cuyo anfiteatro es hoy toda la tierra»
Poema "Ajedrez" Jorge Luis Borges

FERNANDO ARBELÁEZ
FACULTAD DE ECONOMÍA, UNIVERSIDAD DEL ROSARIO

CAMILO S. ROMERO
CONSULTOR FINANCIERO

RESUMEN

La actual crisis financiera mundial, originada en el este asiático y complicada por el derrumbe ruso, es analizada dentro de una perspectiva que permite su periodización en cuatro momentos, que derivan de la dinámica propia de la finanza desregulada. El fenómeno ruso, que presenta una dinámica diferente, es introducido para completar el cuadro crítico que registra la economía mundial. Levantado el plano de la problemática, se analizan las posibilidades de respuesta de los responsables del manejo económico, señalando las restricciones que enfrentan y los peligros que entraña un tratamiento inadecuado de la crisis, que podría dar al traste con la globalización, abriendo un periodo de grave incertidumbre para la economía mundial.

Palabras claves: Inversión de portafolio, globalización, inflación de activos, caída de tasa de ahorro

Clasificación JEL: F36

I. INTRODUCCIÓN

Diversos incidentes financieros a comienzos de 1997, como la insolvencia de empresas manufactureras, inmobiliarias y financieras de los países reconocidos como *los tigres de Asia*, terminaron desembocando en una devaluación abrupta de la moneda tailandesa el 14 y 15 de mayo. Con ello se da por iniciada la crisis asiática, cuyo final, feliz o trágico, aún está por escribirse.

* Conferencia de los autores en la Universidad del Rosario, Santa Fe de Bogotá, 4 de septiembre de 1998.

Esta es una crisis de múltiples facetas que involucra los mercados mundiales de bienes, que altera de manera significativa los flujos de capital y que siembra de incertidumbres los mercados cambiarios y, con ello, el sistema internacional de pagos.

Desde el nacimiento del sistema de Bretton Woods, las naciones le han ido introduciendo ajustes en la medida de la evolución de las corrientes comerciales y de los flujos de capital. Fue así como se desmetalizó el sistema monetario al perder el dólar, principal moneda de divisa, su convertibilidad al oro; como surgió el sistema de cuenta de los Derechos Especiales de Giro; como se impuso el sistema de tipos de cambio flotantes. La naturaleza de la actual crisis no sólo pondrá a prueba la capacidad de la cooperación multilateral para asegurar la normalidad de los flujos de pagos entre las naciones, sino la capacidad de adaptación de sus instituciones a los retos del nuevo ambiente económico mundial.

Se ha considerado conveniente abordar el examen de esta coyuntura económica internacional a partir de la caracterización en un patrón de los factores internos de las economías asiáticas que permitieron cultivar la crisis, de manera que al tiempo de su reconocimiento el fenómeno ya hubiera alcanzado el vigor y la lozanía de un cuerpo adulto.

En segundo término, se hace necesaria una explicación de la manera cómo las tendencias económicas prevaletentes en esta época, esto es, el fenómeno de la globalización económica mundial, actuaron en el auge y la caída de los tigres del Asia.

La transmisión del virus asiático a la economía mundial es un tercer aspecto que amerita una breve descripción, como también lo demanda la explicación de la conexión de Rusia a la crisis mundial, a la que aporta un vector de alto valor negativo.

Una vez puesta en escena la crisis a través de la descripción de sus rasgos más característicos, corresponde proponer los interrogantes e inquietudes en torno a tres aspectos: el papel del Fondo Monetario Internacional y su capacidad como prestamista de última instancia; el tipo de tratamiento que la crisis amerita y, finalmente, los impactos sobre la geopolítica mundial.

Para el analista de estos fenómenos financieros, examinar una coyuntura, mientras esta se desenvuelve, tiene el atractivo reto de equivocarse o acertar. La despreocupación por la apuesta conduce a un mejor entendimiento del fenómeno que evoluciona y es esta mejor comprensión la razón de ser de estas líneas.

II. GÉNESIS DE LA CRISIS LOCAL EN EL ESTE DE ASIA

Con las particularidades propias de cada país la crisis revelada en el este de Asia durante el segundo semestre de 1997 tiene un patrón común.

Este patrón tiene una particularidad interesante: parámetros que la teoría convencional supone estáticos se tornan cambiantes; el sistema de señales sobre el que basan sus decisiones, autoridades y mercados no captan los fenómenos que están en cocción, bien

por deficiencias de información o bien por «miopía intrínseca» del paradigma teórico oficial; el arquetipo de modelo de economía de mercado que ofrece un crecimiento acelerado al mundo subdesarrollado estaba fundado en imperfecciones de clara estirpe *cepalina* (Estado interventor altamente incidente en la asignación de recursos y en la protección de los mercados nacionales).

La crisis en Tailandia, Malasia, Sur Corea y Japón comporta entonces rasgos comunes que se identifican en cuatro momentos.

Momento 1. Todo se inicia con un crecimiento, inducido de manera exógena, en los precios de los bienes que tienen cuya demanda está determinada por la necesidad de familias y empresas de acumular riqueza. Se trata entonces de *activos reserva de valor*, cuya naturaleza depende de la costumbre cultivada por tales agentes.

En la región, estos activos corresponden a las acciones en sociedades anónimas, sintomático de contar con mercados de capitales profundos, y la propiedad raíz.

El marcado crecimiento de los precios de estos activos entraña un desalineamiento con respecto al conjunto de precios de la economía. Sin embargo, ni la banca central ni el mercado perciben esta desalineación.

Para la banca central, en tanto la desalineación no se revele como contraria al objetivo de mantener el anclaje nominal de la moneda, no existe razón para intervenir.

Para el mercado, una percepción de incremento en los precios de los activos reserva de riqueza es una señal para invertir en ellos.

De esta manera, no se presenta un comportamiento anticíclico, sino que, por el contrario, las actitudes fomentan la inflación de los activos reserva de valor.

Momento 2. Los tenedores de estos activos, familias y empresas, incrementan su consumo; varían su propensión a consumir respecto al nivel de ingreso. Se opera el *efecto riqueza*. Familias y empresas se perciben más ricos respecto a su situación anterior. Y antes que vender a tan buen precio y frente a la expectativa de nuevos aumentos, se endeudan, dando en garantía sus activos reserva de valor.

El sistema bancario otorga los créditos con garantía real, avaluados por peritos que reconocen el precio de mercado de tales garantías. Nadie duda de la «justipreciación» de las garantías mientras se comienza a cocinar una fragilidad endémica en el sistema bancario.

Este proceso retroalimenta la inflación de los activos reserva de valor, en desmedro de la inversión productiva, pues los proyectos productivos se encuentran en dificultad de ofrecer las rentabilidades ofrecidas por el mercado de activos de reserva de valor, entre otras razones, por el incremento en el costo de este componente en la ejecución de los proyectos.

Momento 3. Ha transcurrido un lapso temporal amplio, durante el cual la desalineación

de precios de los activos reserva de riqueza se ha consolidado, antes de que la banca central o el mercado se percaten de tal distorsión. Cuando, finalmente el índice general y convencional de precios captura y reproduce la señal, el banco central actúa endureciendo la política monetaria. Se elevan las tasas de interés y se contrae la liquidez de la economía. Los agentes del mercado comienzan a liquidar activos de su portafolio y demandan divisas para buscar activos de menor riesgo, presionando el incremento en la tasa de cambio.

Momento 4. Es entonces cuando la fragilidad financiera latente en el sistema bancario comienza a producir resultados devastadores. El incremento en la tasa de interés provoca, de manera automática y profunda, la desvalorización de los activos reserva de riqueza, de manera que el riesgo de insolvencia se manifiesta en los créditos estructurados con garantías ahora menospreciadas.

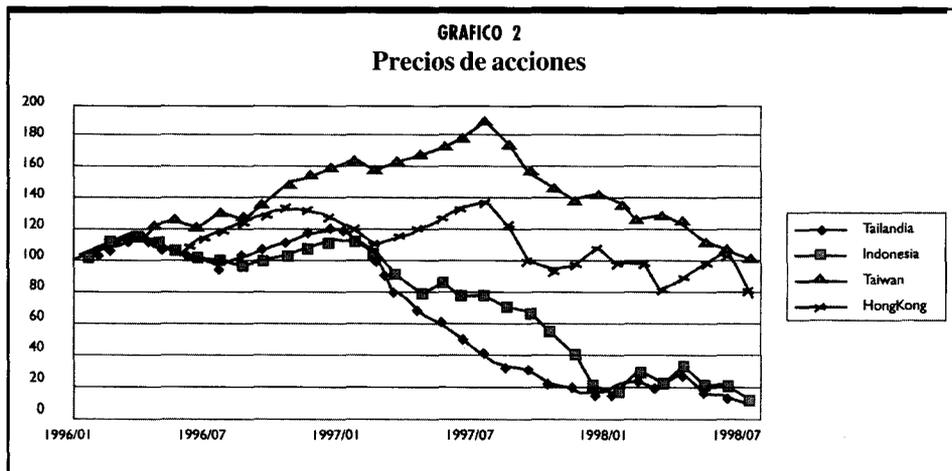
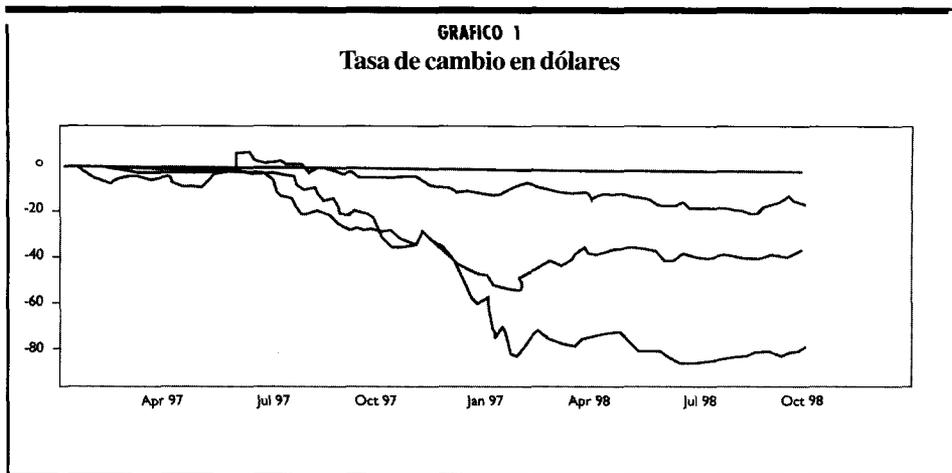
Ante ello, empresas y familias actúan en busca de fortalecer su situación financiera y así dejan de funcionar los estabilizadores automáticos que señalaba Keynes como factores contracíclicos: se produce el fenómeno inverso al observado en la fase eufórica y, ante la caída del ingreso, los agentes, en lugar de aumentar su propensión a consumir, la disminuyen. Por su parte, los bancos endurecen su política de colocaciones como respuesta al deterioro de su cartera de créditos, de manera tal que se presenta una contracción más severa en la demanda que la requerida para efectuar un ajuste gradual. Una recesión de la actividad económica se hace presente, cuya profundidad y duración es indeterminable.

Se examina a continuación el comportamiento de algunos indicadores que ilustran la secuencia descrita en los anteriores momentos.

El **Momento 1** es legible en el desempeño, por ejemplo, del índice de precios de las acciones coreanas, que pasó de un valor de 100, a comienzos de los ochentas, a más de 1.100 para el final de esa década el desempeño o en el de la Bolsa de Tokio, que evolucionó, durante el periodo, de 400 a más de 3.000 puntos¹.

Para el **Momento 2**, en el que el efecto riqueza provoca la caída del ahorro, son significativas las cifras que se presentan de la balanza de cuenta corriente (véase Cuadro Anexo). En lo que hace al fenómeno descrito de sobreendeudamiento, las cifras de cartera vencida del Japón son más que elocuentes.

Los **Momentos 3 y 4** son claramente identificables en las evoluciones de las monedas y del Producto Interno. Esta etapa madura de la crisis se refleja también en el comportamiento de los precios de las acciones, y en otros indicadores económicos seleccionados (véase gráfica 1).



III. LA GLOBALIZACIÓN EN EL ASCENSO Y EN LA CAÍDA DE LOS TIGRES ASIÁTICOS

El llamado proceso de globalización tiene un gran impacto tanto en la etapa de crecimiento como en la generación y profundización de la crisis de los países del este de Asia.

Este proceso está conformado por cuatro grandes tendencias, de alta coherencia entre sí, cuyas características son:

- **Ampliación de los mercados:** los países acceden a mercados ampliados como resultado del levantamiento de barreras arancelarias y para-arancelarias (apertura).

- **Especialización en ramas de producción:** las estructuras productivas nacionales se adecuan a patrones de especialización de manera que las industrias se integran verticalmente en un plano global.
- **Desregulación:** se replantea la función reguladora del Estado en los diferentes mercados, de manera que estos funcionan más dependiendo de sus controles automáticos que de la injerencia pública.
- **Integración de los mercados de capitales:** mediante el uso abundante de las comunicaciones y la informática, la aplicación de nuevas tecnologías de negociación y la misma desregulación del mercado de capitales se produce una intensa integración global que asegura la libre movilidad del capital.

Los países del este de Asia que ahora están en crisis son, de modo paradójico, los mismos que habían logrado sacar el mejor partido del proceso antes descrito. Fue en estos países en donde mejor funcionó el proceso de difusión del capitalismo central hacia la periferia.

Los argumentos que sirvieron de base para esta difusión son conocidos: de una parte, la existencia de una mano de obra con un grado relativamente alto de calificación y sometida a una fuerte disciplina política. De otra, la adopción por parte de los Estados de unas estrategias de industrialización que comprendían políticas expresas de protección de los mercados internos, de orientación privilegiada del crédito con exigentes contrapartidas para los beneficiarios en materia de cuotas de exportación, la implantación de políticas orientadas a aumentar la productividad agrícola (reforma agraria, revolución verde).

Este marco de políticas laborales, industriales y agrícolas, vinieron a combinarse, desde los años sesenta, con una caída en los ritmos de crecimiento de la productividad en los países de Occidente, lo cual fue aprovechado por empresarios y gobiernos del este de Asia para injertarse dentro de la economía **mundial**, a través de la importación, pagada o no, de tecnología de las ramas de producción fordista “baal”, y la puesta en producción de tales equipos para atender el mercado mundial².

El mercado para estas industrias se hallaba en plena expansión, toda vez que se atendió a los segmentos que en los países del centro se hallaban en crisis, no por falta de demanda, sino por exceso de costos frente al débil incremento de la productividad.

El asunto comenzó por los textiles, pero poco a poco esas economías fueron alcanzando la fuerza suficiente para incursionar en ramas más sofisticadas, en las que, sin embargo, los costos laborales tenían un peso relativo importante. Incursión facilitada por el propósito

2 Sobre la estrategia puesta en marcha por los países del sur de Asia, véase Myint M. “Southeast Asia’s Economy. Development Policies in the 1970’s” Penguin Book, Londres, 1972, y para Corea, en particular, véase Amsden Alice, “Corea, un proceso exitoso de industrialización tardía”, Editorial Norma, 1995. En cuanto a lo que sigue sobre el papel de la crisis del fordismo central en el crecimiento de Asia véase, Lipietz Alain, “Mirages et miracles, problèmes de l’industrialisation dans le tiers-monde” ediciones “La decouverte”, París, 1985.

de las clases dirigentes de los países del centro de no seguir manteniendo vivas ciertas industrias en donde el crecimiento de los salarios y la productividad no evolucionaban de manera sincronizada. La decisión de exponer esos sectores a la competencia internacional, se tradujo en una disminución o en la desaparición pura y simple de las barreras arancelarias en los países del centro, con la cual la ventaja relativa de que gozaban los países del este asiático pudo explotarse plenamente.

La industrialización del Asia contó desde entonces con unos mercados sustancialmente ampliados a nivel mundial, proceso que alimentó su difusión a nuevas ramas, siempre controladas por industriales nativos. Amén de los textiles, la industria automotriz se injertó con éxito, y lo mismo es predicable de la producción naval o de la electrónica, siempre con vocación de atender, además de su propio mercado, el mercado mundial.

Tal proceso se pone de manifiesto en la altísima participación de las exportaciones dentro del P.I.B. en toda la región.

En todas y cada una de sus incursiones, el capital nativo contó, en su retaguardia, con la garantía de protección de su mercado interno, como con el auxilio de las políticas de crédito público orientadas a potenciar su fuerza de choque.

Los resultados de ese coctel fueron impresionantes: tasas de crecimiento sostenidas bien superiores al 10% anual. Excedentes comerciales crecientes. Constitución de unos tejidos industriales densos. El posicionamiento del Japón al rango de principal acreedor mundial o la candidatura de Corea, convertida en decimoprimer economía industrial del mundo, al cerrado club de la O.C.D.E.

Este conjunto de fenómenos no pasaron desapercibidos para los mercados mundiales y llevaron a la aparición de presiones diversas, orientadas a forzar el proceso de apertura de esas economías a los flujos mundiales de mercancías y de capital.

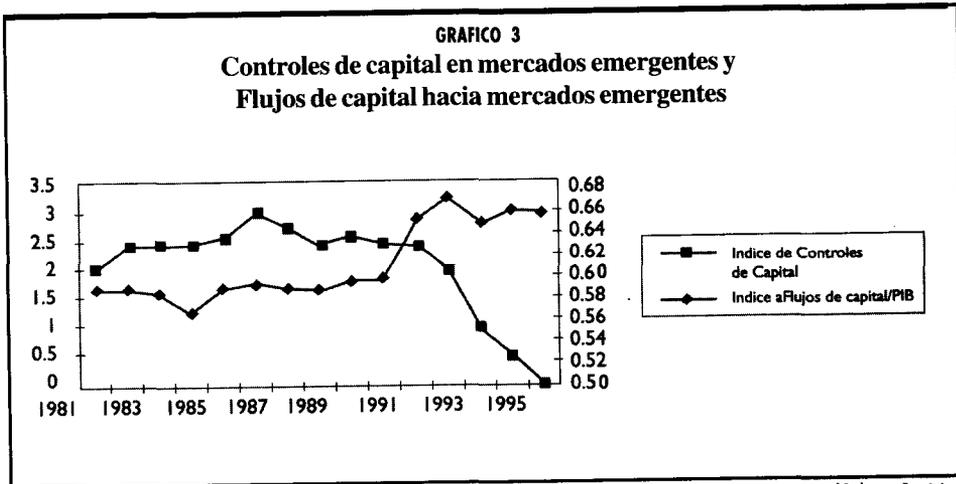
Baste recordar las innumerables misiones de funcionarios americanos a la región con el objetivo de disminuir el déficit comercial americano a través de la apertura del mercado automotriz japonés. Tal forcejeo, por cierto, se reveló en gran medida inútil en lo que hace a la apertura de los mercados de bienes, y hasta 1990, también tuvo ese carácter en lo que se refiere a los mercados de capitales. No sólo porque siguió siendo imposible para un americano o un europeo comprar un puesto de Bolsa en Tokio, sino porque, hasta esa fecha también, le resultaba difícil poder adquirir una simple acción de las cotizadas en esos mercados. De allí que el flujo de capitales de portafolio hacia la región apenas alcanzara, en el 90, el pobre guarismo de US\$12.500 millones³.

Sin embargo, a partir de entonces, la región comienza a ceder a la tentación de abrirse a las inversiones de portafolio. Cambio de actitud recibido con enorme beneplácito por el

3 Cifras proporcionadas por el presidente de la FED, Alain Greenspan en intervención pronunciada el 2 de diciembre de 1997 ante el Economic Club de Nueva York, discurso que puede consultarse en internet en : www.bog.frb.fed.us/

conjunto de organismos multilaterales de crédito y por los gerentes de portafolios de todo género en Occidente, que venían presionándolo porque veían en el Asia una excelente alternativa para aplicar las enseñanzas de la moderna teoría de construcción de portafolios, que pretende que la mejor manera de protegerse contra el riesgo no sistemático es la diversificación de las inversiones, ojalá adquiriendo activos cuyos rendimientos estén inversamente correlacionados con el resto del portafolio, como sucedía con los activos negociados en los mercados emergentes⁴.

Sin abandonar el resto de sus dispositivos intervencionistas, el Asia, tentada acaso por el espejismo de aprovechar ahora los capitales internacionales para financiar una expansión aún mayor, procedió a abrir su economía a ese flujo. Y los capitales acudieron en grado tal que la región absorbió cerca de la mitad del monto total de las inversiones dirigidas a países de la periferia.



Las bolsas del sudeste asiático se integraron, aprovechando intensamente la herramienta informática, al mercado mundial de capitales. Se produjo una inusitada abundancia de capitales que desencadenó lo que ya se denominó como el *Momento 1* del proceso de crisis financiera. Los activos reserva de valor sufrieron un acelerado proceso de inflación, como puede constatarse observando el comportamiento de los índices de bolsa de la región, generando un *efecto-riqueza* de dimensiones importantes. Este enriquecimiento se tradujo, a su vez, en una disminución de la propensión a ahorrar que se lee en la aparición de déficit de cuenta corriente importantes en varios países de la región, los cuales, cabe señalar, mal podían afrontarse recurriendo a un realineamiento de las paridades frente al dólar, en la medida en que la integración a los flujos de capital de portafolio exigía mantener la paridad frente al billete verde, moneda de cuenta de los portafolios internacionales.

4 Los padres de tales desarrollos son Markowitz y Sharpe, que obtuvieron a comienzos de esta década el premio Nobel. Al respecto, véase Malkiel Burton, "A random walk down Wall Street", ediciones Norton, 1996.

Una devaluación, en efecto, hubiera implicado espantar a los inversionistas de portafolio, que para 1996 ya tenían un peso específico mayor en la región, como que ese año habían colocado algo así como US\$140.000 millones en el Asia.

No optar por la devaluación, por su parte, implicaba resignarse al déficit de cuenta corriente, pero el mismo sólo podía mantenerse si los inversionistas extranjeros consentían financiarlo aportando nuevos capitales a la región, lo que sólo harían si estimaban sostenible la paridad.

La otra alternativa era que los países del Asia aceptaran una contracción de su nivel de gasto o que accedieran a formas nuevas de financiación más atractivas para los gestores internacionales de portafolio o las instituciones multilaterales, tales como la inversión extranjera directa en su aparato productivo. Como se sabe, tal ha sido una de las exigencias centrales formuladas (e impuestas, con grandes resistencias) por el Fondo Monetario en sus negociaciones con los países de la región.

Pero lo cierto es que había un desfase, generado por la inflación de activos, por la caída del ahorro interno y por la aparición de un déficit de cuenta corriente que era menester corregir.

En el este de Asia y con la excepción de Japón⁵, el ajuste ha estado a cargo de los mercados. En el Japón, en efecto, fue la banca central la que, a comienzos de esta década, decidió quebrar el desarrollo de la burbuja especulativa, que ya había alcanzado grandes dimensiones elevando las tasas de interés y provocando una explosión deflacionista, especialmente arrasadora en los precios del sector inmobiliario y en el mercado accionario, lo que explica, en primer lugar, buena parte de las dificultades del sector bancario de ese país, dueño de una cartera perdida de US\$168.000 millones, según la estimación de diciembre de 1987, del Ministerio de Finanzas (estimación cuestionada por una firma de expertos en el tema, llamada Nihon Kezai Shimbun, que considera que la cifra es de US\$612.000 millones!) y, en segundo lugar, la depreciación del yen frente al dólar, que agravó los déficit de cuenta corriente de los otros tigres.

En cuanto a los otros países de la región, en cambio, el ajuste correctivo lo vienen haciendo los mercados. En efecto, frente al desbalance percibido en las cuentas externas de Tailandia, de Malasia o de Indonesia, sobreviene un proceso masivo de liquidación de los portafolios detentados por los fondos de inversión extranjera. A ello le sigue un proceso de ataque a la paridad cambiaria, motivada por la demanda de dólares de quienes liquidaron sus portafolios.

No queriendo ceder a la presión de los mercados, las autoridades, después de recurrir inútilmente a estrategias tradicionales, tales como la de enrarecer el crédito, elevando la tasa de interés interna a niveles del 39% en el caso Tailandés, llaman en su auxilio, para defender sus monedas, al Fondo Monetario Internacional, quien sólo tras arduas negociaciones y cuando la presión de los mercados ablanda a sus contrapartes, acuerda los préstamos solicitados, a cambio de claros compromisos en materia de apertura.

5 Respecto de la crisis inmobiliaria, véase Malkiel *op. Cit.* Para las cifras de cartera, véase Gloub Philippe "Quand l'Asie orientale vacille" en *Le Monde Diplomatique* julio de 1988.

Los préstamos acordados sólo sirven para atender la demanda de dólares de los inversionistas extranjeros. En el curso de una noche, los más de US\$24.000 millones desembolsados a Indonesia se esfuman en defensa de la paridad, dejando al país con una deuda incrementada de manera importante, con una moneda destruida (como lo ilustra el Gráfico 1, que presenta la evolución del tipo de cambio frente al dólar), con unos propietarios de activos empobrecidos (véase el Gráfico 2 de la evolución de los índices de bolsa de la región) y con la obligación de abrir más su economía a los capitales extranjeros.

Entonces, aparece como si el Fondo Monetario actuara como intermediario para transferir el riesgo desde los inversionistas extranjeros hacia los países en cuestión. La crisis asiática es ahora una crisis abierta.

IV. LÍNEAS DE TRANSMISIÓN: DE LA CRISIS LOCAL A LA CRISIS GLOBAL

Tres son las principales líneas de irradiación de la crisis de los países del este de Asia en la economía mundial: el mercado de bienes, el mercado de capitales y los mercados cambiarios.

A. El mercado de bienes

La preponderante posición de estos países en la producción manufacturera internacional implicó que, al presentarse el desaceleramiento de su dinámica económica y luego perfilarse la recesión en su aparato productivo, los mercados mundiales de materias primas y productos básicos resintieran la contracción de la demanda. Se explica así la depresión en los precios de estos bienes, lo que se traduce en dificultades económicas para los países productores.

Adicionalmente, los mercados de las industrias en las cuales se integraron de manera exitosa los tigres del Asia, y en especial aquellas producciones de partes y piezas en las que se especializaron, han sufrido graves inconvenientes. De una parte, la insolvencia de las fábricas del este asiático determinan problemas de abastecimiento a la industria de la metrópoli. A ello se suma que algunas industrias, por ejemplo, las llamadas de alta tecnología (*high tech*), sector líder de los mercados accionarios de Norteamérica, habían realizado fuertes inversiones de capital en plantas ubicadas en la región, activos que se desvalorizaron en, al menos, la misma proporción de la devaluación. Finalmente, en los mercados de productos finales en que compiten las industrias del este asiático ya se percibe el pánico de la competencia desleal cambiaria.

B. El mercado de capitales

La integración del mercado mundial de capitales, como parte del proceso de globalización antes descrito, tuvo como característica esencial el papel de primer orden desempeñado por la finanza desintermediada. En los países del primer mundo, la década de los ochenta vio

nacer con vigorosa fuerza la industria de administración de los portafolios de propiedad colectiva, como canal alternativo de movilización del ahorro.

No se trata sólo de estructuras de mercadeo masivo de las ventajas que para el inversionista representa acudir al mercado abierto en busca de tasas altas y no de tasas fijas como las ofrecidas por los intermediarios financieros tradicionales. Esta actividad emergió soportada en las teorías de la finanza moderna que dotó a los administradores de elementos para diversificar el riesgo. Dentro de estos elementos surgió la recomendación de invertir en los llamados «*mercados emergentes*», pues estos comportan rendimientos que se correlacionan negativamente con los de los mercados del primer mundo. Hasta ahora, precisamente, la crisis no ha demostrado de forma plena la incorrección de este postulado.

Sin la existencia de regulaciones prudenciales, simétricas a las de la Convención de Basilea para la banca comercial, el flujo de capitales movilizados por este tipo de fondos se orientó de manera preferencial y significativa hacia el este asiático. Se siguió la señal aportada por los calificadores de riesgo país y por las recomendaciones de la banca multilateral.

Los síntomas de sobrevaloración de las inversiones produjeron la liquidación de posiciones de inversión en estos mercados y la huida hacia activos llamados libres de riesgo: por excelencia los activos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica. La conducta de estos portafolios explica entonces tres fenómenos simultáneos: la estrepitosa caída de los índices de precios en las bolsas de Asia, las presiones a la baja en los precios de otros mercados emergentes y la baja de la tasa de interés en los Estados Unidos.

La búsqueda de la recomposición del riesgo de estos fondos es una actitud para la cual no existen mecanismos de suavización o control.

C. Los mercados cambiarios

La liquidación de sus posiciones por parte de los portafolios de propiedad colectiva presionó la demanda de divisas en los llamados mercados emergentes, muchos de los cuales han optado por el mecanismo cambiario de atar su divisa a una moneda fuerte, en especial el dólar de los Estados Unidos. Cual golondrinas viajeras la liquidación de las inversiones de los portafolios erosionaron de manera importante las reservas internacionales, dejando sin capacidad de maniobra alguna a las bancas centrales. Más aún los créditos contingentes a los que se acudió fueron inútiles para conjurar la crisis cambiaria.

Menos dramática, aunque con una gran intensidad, ha sido la crisis de pagos internacionales cuando las autoridades locales pueden acudir al expediente de devaluar, a fin de conjurar el drenaje de sus reservas internacionales. En estos casos la protección del acervo de divisas es a costa de iniciar una serie de devaluaciones competitivas entre países del mismo perfil exportador. En estas situaciones tampoco se asegura que los inversionistas de portafolio cedan en su empeño de liquidar sus posiciones; para ellos se trata de minimizar la pérdida y lograr el giro del valor, así sea residual de su inversión.

Es entonces el mercado de cambios el vehículo de más rápida transmisión internacional de la crisis. Las pérdidas de los fondos en determinados mercados emergentes producen en otros mercados reacciones similares por la búsqueda de la recomposición del riesgo.

¿Qué tanto funcionaron los mecanismos de cobertura de riesgo cambiario? Aún no existen elementos suficientes para esta importante inquietud.

V. RUSIA SE CONECTA CON EL MUNDO EN CRISIS

Si es cierto que los canales de transmisión que se han descrito no han aún llevado a una depresión mundial generalizada, el problema local del este de Asia ha tenido un importante impacto en una economía que, ya de suyo, afrontaba dificultades dramáticas. Se trata de Rusia.

Este país venía afrontando serios problemas, derivados del aun inédito proceso de pasar del socialismo al capitalismo, en medio de una grave y prolongada crisis política correlativa. La invención de la transición ha resultado, por decir lo menos, costosa.

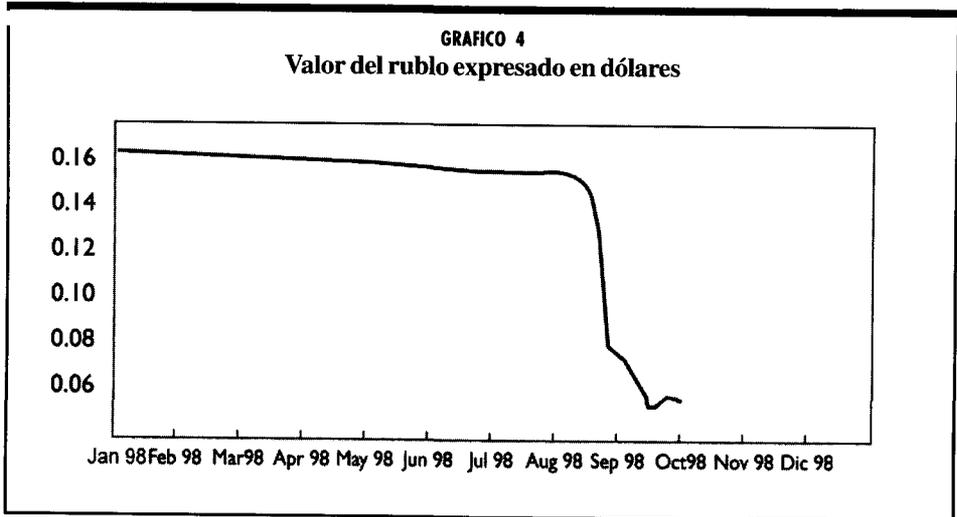
En efecto, entre 1992 y 1996, la economía rusa hubo de pasar, entre otras, por una devastadora hiperinflación⁶, y por una depresión que significó una reducción de más del 50% de su PIB durante esos años. Reducción que, sin duda, habría podido ser más dramática de no haber contado ese país con el oxígeno de los créditos otorgados por el sistema bancario europeo, el alemán en especial, y de no contar, igualmente, con una dotación natural de recursos energéticos (petróleo, gas natural, etc.) que le brindaba, a través de las exportaciones, las tan requeridas divisas para manejar sus dificultades.

Y es por vía del negativo impacto en los precios del petróleo que la crisis asiática sirve de combustible a la crisis rusa. Son el lento crecimiento del Japón, y el derrumbe de las economías de la región, todas importadoras de recursos energéticos, los principales responsables de la disminución de los precios del petróleo, disminución que precipitó la crisis del pago de la deuda rusa⁷.

Rusia se ve entonces obligada a solicitar la asistencia del Fondo Monetario por un monto de US\$100.000 millones, a tiempo que su presidente, Boris Yeltsin, delante de las dificultades para concretar un acuerdo con el Fondo, anuncia que, en lo que hace al reembolso de los créditos que le han sido acordados al país, este se realizará el 25% en moneda dura y el restante 75% en rublos, moneda cuya evolución frente al dólar es ilustrada por el Gráfico 4.

6 En 1993, la tasa de inflación rusa superó el 1.500%. Véase Ramonet I., "Où va la Russie ?" en *Le Monde Diplomatique*, noviembre de 1996.

7 A comienzos del 1997, se estimaba que el monto de la deuda externa rusa superaba los US\$120.000 millones. Véase Ramonet, *op. Cit.*



A tales dificultades ha venido a agregarse la falta de un acuerdo político para designar a los responsables políticos que firmarían y honrarían un eventual acuerdo de Rusia con sus acreedores, viejos y nuevos.

Ahora bien, si, en presencia de las cifras adeudadas por Rusia, es poco probable pensar que su hundimiento pudiera tener consecuencias graves para la banca europea, no es menos cierto que el tema amerita un cuidadoso tratamiento.

Primero, porque constituye un golpe adicional a unas finanzas internacionales con bastantes problemas. Además, porque debe tenerse presente que Rusia está en sobrada capacidad de efectuar un chantaje nuclear similar al ejercido sobre los Estados Unidos y sobre la comunidad internacional por parte de Corea del Norte. Aquí el tema se vuelve político, y habrá que darle ese status, buscando soluciones que eviten que Rusia recurra, por ejemplo, a la comercialización de su armamento nuclear.

VI. EL FMI ANTE LA CRISIS

Los acontecimientos descritos y acaecidos en los últimos 15 meses ponen de presente ciertos factores faltantes en la regulación del sistema internacional de pagos.

De una parte y lo señala el mismo FMI, los hechos evidencian fallas protuberantes en la calidad de la información y, por ende, en la transparencia con que operan los flujos internacionales de capital. Nótese que previo a la crisis, al menos dos años antes, la calificación de riesgo país sobre la que actúan los agentes del mercado no alertaban ni indicaban señales inquietantes en los países donde se produjo la crisis. A este respecto el FMI ha llamado la atención sobre la urgencia de establecer protocolos de información sobre la calidad del desempeño económico de los países miembros del sistema.

También se han escuchado voces que señalan las actuaciones del FMI en México, al promediar la década, como inducidas de un riesgo moral (*moral hazard*). Se indica que este antecedente de salir al rescate de un mercado cuyas autoridades no han sido lo suficientemente cautas y prudentes, se convirtió en el pretexto para que las autoridades económicas de ciertos países aplazaran las decisiones de ajuste hasta evidenciar situaciones críticas que requieren tratamientos multilaterales de gran cuantía, so pena de afectar el conjunto de la actividad económica global.

A este respecto el FMI sostiene que se trata de situaciones de orden diferente y que la fortaleza de la economía mexicana es prueba suficiente de lo correcto de sus pasadas actuaciones.

Sin embargo, la magnitud de los faltantes de liquidez y el daño producido en las estructuras económicas de los países donde se generó la crisis demandan una magnitud tan grande de recursos que se duda de la suficiencia en la capacidad del sistema de Bretton Woods para enfrentarla.

De todas maneras, independientemente de las posibles fallas del FMI como velador de las corrientes de pagos mundiales, lo que sí resulta claro es que un mundo donde la finanza privada desempeña el papel preponderante, es urgente e importante ampliar los principios del manejo prudencial y de los controles estatales sobre las prácticas inseguras, que deben extenderse al campo de las entidades movilizadoras de ahorro a través del mercado público abierto.

VII. ¿TRATAMIENTO DE CHOQUE O CUIDADO INTENSIVO?

Las limitaciones que afronta el Fondo Monetario en materia de recursos, pero también las limitaciones conceptuales derivadas del modelo que ha sustentado a lo largo de los años sus intervenciones, que apenas han hecho progresar su enfoque de los problemas de balanza de pagos con el desarrollo referente al tema de la absorción⁸, lo han llevado a proponer y a imponer a los países del este de Asia unos programas de ajuste cuya similitud con las viejas recetas aplicadas para los países latinoamericanos resulta, por calificarla de algún modo, sorprendente.

La reducción imperativa de los déficit de cuenta corriente, el ajuste de las paridades al nivel que señalen los mercados, la apertura a la inversión extranjera directa, han sido los componentes fundamentales de los programas de ayuda contingente que hasta el momento se han firmado. ¡En algunos casos, las propias autoridades de esos países se han visto obligadas a completar el dispositivo con el restablecimiento incluso del control cambiario!.

Como la historia lo muestra y la teoría lo confirma, se trata de una receta altamente recesiva, pues la contracción del gasto para eliminar el déficit de cuenta corriente afectará tanto más el nivel de actividad de los países del este asiático, por cuanto al ser fábricas procesadoras de recursos primarios, requieren las importaciones para funcionar.

8 Véase, Marie France l'Heritau, "Le FMI et les pays du tiers-monde" Ediciones P.U.F. 1986.

La devaluación de sus monedas, aunada a la escasez de divisas, no puede tener efecto distinto al de incidir de manera muy negativa sobre el nivel de actividad. Y no sólo del Asia, sino de todos los países que la venían proveyendo de materias primas.

Este impacto recesivo puede ser, además, incluso mayor que el implicado por la caída en los ingresos reales externos que supone una devaluación, pues en el Asia, al haberse presentado el efecto riqueza, y al haberse “cocido” una muy importante fragilidad financiera, seguida de un proceso violento de desvalorización de capital, están presentes todos los elementos para que el comportamiento de los agentes sea ahora procíclico. No es de suerte que la recesión se ahonde.

En cuanto a sus competidores, tarde o temprano, el efecto de las devaluaciones en materia de competitividad asiática también habrá de alcanzarlos. Más tarde, si el ajuste asiático se produce a través de una desindustrialización parcial y una profunda recesión, que incapacite a esos países, al menos por un tiempo, a exportar. Tal situación sería, empero, sucedida por un redespigue del Asia, una vez la violencia de la recesión haya restituido condiciones propicias a la acumulación, teniendo como punto de partida unas monedas muy favorables para competir.

Hay, pues, un riesgo mayor de que el tratamiento de choque conduzca a una deflación mundial abierta. Y las dimensiones de ese riesgo aumentan si se recuerda que uno de los grandes jugadores de la región, la China, hasta el presente no ha devaluado, valiéndose de la fuerza de choque que le proporcionan sus inmensas reservas internacionales (estimadas en más de US\$220.000 millones⁹), política susceptible de revisión en razón de la pérdida de competitividad de sus productos.

Pero la deflación abierta podría precipitarse por una segunda vía. En efecto, cabe dudar que países tan importantes en el ajedrez mundial, y que poseen inmensas reservas, se resignen con estoicismo a un empobrecimiento, que obligaría a sus clases dirigentes a aceptar vender unas estructuras productivas extraordinariamente competitivas, y forjadas con tanto esfuerzo, a precios desdeñables para los inversionistas internacionales. ¡Frente a esa alternativa, la China o el Japón (que posee en sus reservas más de US\$320.000 millones de Treasury-Bills¹⁰) podrían preferir, antes de ceder, liquidar sus ahorros...en el mercado de deuda americano!.

Ahora bien, las consecuencias de un movimiento de esta naturaleza serían devastadoras para la economía mundial y, en primerísimo lugar, para la americana.

Baste recordar que el crack bursátil del 87 fue provocado por un alza de dos puntos en la tasa de interés libre de riesgo¹¹.

9 Véase Clairemont F., “Thyphon en Asie” en *Le Monde Diplomatique*, septiembre, 1997.

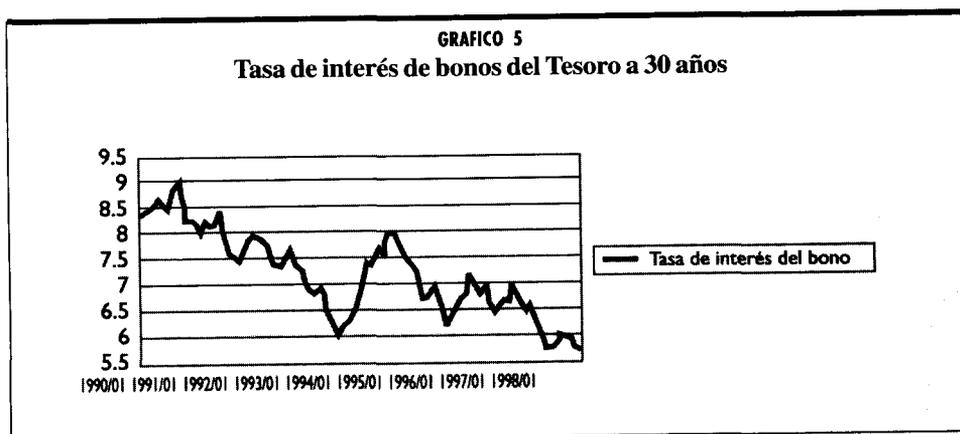
10 Al respecto, véase Arbeláez F. “Crisis Asiática, bomba de tiempo para la economía mundial”, *El Espectador*, julio 20 de 1997.

11 En efecto, la tasa de los T-Bills determina el precio de equilibrio de las acciones por vía de la siguiente ecuación : $r = (\text{dividendo/precio}) + \% \text{ de crecimiento del dividendo}$. El tránsito de una r de 11% a la de 13% puede explicar la pérdida de 30% en el valor de mercado de las acciones experimentada durante el crack. Malkiel, *Op. Cit.*

Ciertamente, una liquidación masiva de los portafolios de T-Bills por sus tenedores asiáticos, dándole un fuerte impulso al alza a la tasa de interés, agravaría, y de qué manera, las dificultades que ya experimentan, no obstante la muy baja tasa de interés vigente en los Estados Unidos (véase gráfico *30 year T-Bills constant maturity*), los mercados americanos, en especial los de acciones representativas de industrias *high-tech*. La recesión sería mundial, de graves, duraderas e imprevisibles consecuencias.

Es este el peligro que enfrenta la economía mundial, si se impone un tratamiento de choque.

De allí que preocupe que el presidente Clinton haya aprovechado su periplo en Rusia para recordarle a los bisnietos de Lenin que, el aprendizaje que ahora ellos realizan, también fue hecho por los americanos a través de la recesión del 29 y señalándoles que en el atravesar de este desierto no habría auxilio financiero de los Estados Unidos.



Fuente: Economic Chart Dispenser. Federal Reserve.

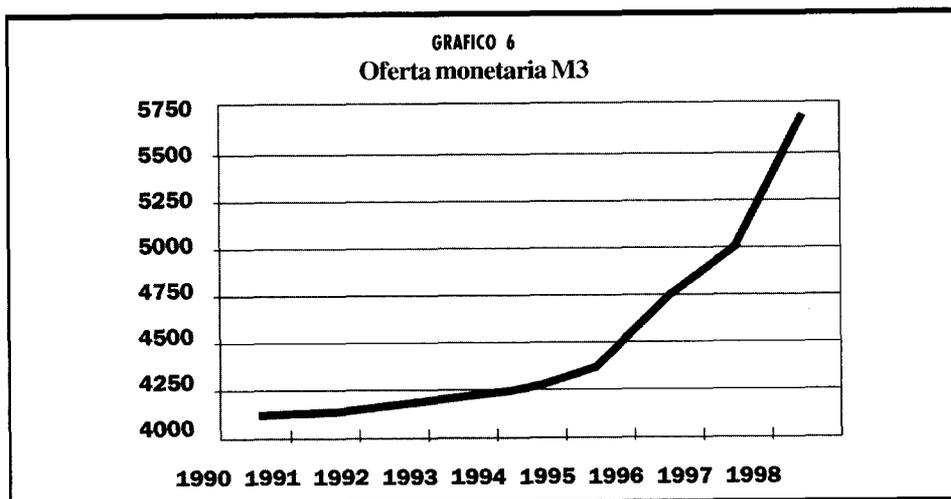
Si se trata de hablar de historia, hay que recordar entonces, como lo mostró Kindleberger y sobre lo cual parece existir consenso entre los historiadores económicos, que fue el excesivo estrangulamiento de la liquidez lo que condujo a una recesión sólo superada a través de una guerra mundial.

Lo que la crisis actual requiere es, pues, un tratamiento de cuidado intensivo: es menester diseñar fórmulas de refinanciamiento a largo plazo para el Asia, que le den oxígeno a esas economías, permitiendo un reajuste paulatino de sus estructuras. Como también resulta necesario introducir ajustes al sistema internacional de pagos, e incluso a la regulación de los flujos comerciales, que hagan menos vulnerable la economía mundial al tipo de crisis que hoy se manifiesta.

Los Estados Unidos están llamados a jugar, pues son los únicos que tienen tal poder, el papel de prestamista de última instancia en esta crisis. Pero para ello también tienen límites.

Siendo necesaria una política monetaria laxa para facilitar los acomodamientos que se imponen, esta política enfrenta dos escollos: el primero es el que resulta de la evolución reciente de la oferta monetaria americana que ha, literalmente, explotado en los últimos años. Sin duda, este tema debe preocupar a la Reserva Federal americana, al sólo pensar en permitir un crecimiento aún más dinámico del agregado, pues cualquier banquero central frunce el ceño delante de esa alternativa.

Pero esta condición, necesaria para el cuidado intensivo, aún en caso de ser satisfecha, no asegura el éxito; la reducción de la tasa a treinta años por debajo de su nivel actual enfrenta, el riesgo de llevar a lo que Keynes, en la Teoría General, designó como la “trampa de liquidez”, cuyo significado sería destruir la fuente del circuito de crédito de la economía, en el momento menos oportuno



Como si las dificultades no bastaran, habrá que enfrentar el problema que supone una negociación cuyo punto de partida de los interlocutores es distante. Mientras el Viceministro de Finanzas japonés opina que.. “la crisis no la creó el Japón, la creó el aflujo exagerado de capitales a la región”¹², el presidente de la Reserva Federal considera que “la economía mundial continúa su avance hacia los mercados libres...(y) la crisis en Asia Oriental podría acelerar esta tendencia en la medida en que sus duras lecciones conduzcan a importantes reformas”¹³.

VIII. ¿UNA PAUSA O UN REVERSO EN LA GLOBALIZACIÓN?

Del tipo de manejo que se dé a esta crisis depende el futuro del proceso de globalización. El que los grandes ganadores de este proceso hayan periclitado como lo han hecho y las secuelas de proteccionismo económico que se dará en otros países, forzados a efectuar

12 Citado en Le Monde Diplomatique, Julio de 1988.

13 Discurso pronunciado en abril 2 de 1998, consultable en Internet.

ajustes aplazados, puede traer consigo el renacimiento del nacionalismo aislacionista, cuyas manifestaciones políticas no han dejado de entrecerse.

Lo que sí puede resultar más probable es la presencia de menores crecimientos en las corrientes comerciales e integradoras de la economía mundial. La destrucción de riqueza observada en los fenómenos comentados tiene clara incidencia en la dinámica del crecimiento mundial. Más aún, la recesión podrá tocar la puerta de la economía norteamericana si no se produce un proceso de ajuste que aminore los efectos de la colisión de los tigres asiáticos.

ANEXO				
Indicadores económicos seleccionados para los países del sur de Asia				
PAÍS	CRECIMIENTO REAL DEL PIB			
	(Porcentajes)			
	1995	1996	1997	1988 e
Tailandia	8.7	5.5	-0.4	-5.5
Indonesia	8.2	8.0	4.6	-5.0
Corea	8.9	7.1	5.5	-2.0
TASA DE INFLACION AL CONSUMIDOR				
	1995	1996	1997	1988 e
Tailandia	7.1	4.8	7.7	10.0
Indonesia	9.2	5.3	38.4	20.0
Corea	4.7	4.9	6.6	8.2
DÉFICIT FISCAL COMO DEL PIB				
	1995	1996	1997	1988 e
Tailandia	2.5	2.4	-0.9	-2.4
Indonesia	0.9	1.2	-0.2	-3.8
Corea	0.3	0.3	0.0	-1.7
DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE COMO DEL PIB				
	1995	1996	1997	1988 e
Tailandia	-8.0	-8.1	-2.0	6.9
Indonesia	-3.2	-3.3	-1.2	2.7
Corea	-1.9	-4.7	-1.9	7.3
e= estimado				

INSTRUCCIONES A LOS AUTORES

1. La Revista de Economía del Rosario publicará artículos, notas y comentarios de elevada calidad académica en términos de referencias bibliográficas, formalización teórica y metodologías de trabajo empírico cuyos temas centrales sean el análisis económico. Los trabajos deben ser originales, inéditos, no estar a consideración de otra revista y su contenido ser de responsabilidad exclusiva de los autores, sin comprometer en forma alguna a la Universidad.

Los trabajos y correspondencia pueden ser enviados al Editor en la siguiente dirección:

Ricardo Rocha
 Investigador - Facultad de Economía
 Universidad del Rosario
 rirocha@claustro.urosario.edu.co
 Cll. 13 No. 5-83
 Santafé de Bogotá, D.C.

2. Los artículos deben presentarse en dos copias impresas y una en medio magnético (Word y/o Excell), de acuerdo con las siguientes especificaciones:

- Máximo 30 páginas, a doble espacio, sin sangría.
- La numeración debe ser consecutiva, con ordenadores numéricos clásicos o tradicionales (números romanos y arábigos, i.e. I. A 1. a. 1) a)...) incluyendo: cuadros, gráficos y bibliografía.
- La primera página debe contener las siguiente información : i) Título del Trabajo; ii) Nombre(s) de(los) autor(es), su filiación institucional y dirección; iii) Un resumen de no más de 100 palabras. Una tabla de contenido. La usual nota de agradecimientos. Clasificaciones del JEL y palabras claves.
- Las fórmulas deben estar alineados y numeradas consecutivamente al margen izquierdo; en lo posible, elaboradas con el mismo tipo de letra del texto.
- La bibliografía debe comprender únicamente la literatura citada, de acuerdo con el siguiente formato:

Dentro del texto : (autor, año y página).

En la bibliografía, para revistas: autor (año). “Nombre artículo”, *nombre revista*, mes, volumen, número; para libros : autor (año). “Nombre - libro”, Editorial.

- Las notas de pie de página deben ser de carácter aclaratorio y no bibliográfico
- Procedimientos matemáticos, acompañados con anexos de desarrollos.

- Procedimientos estadísticos y econométricos, acompañados de los programas y series que permitan su réplica.
- 3. El autor recibirá una comunicación de comentarios y sugerencias, según sea el caso, del Editor, Comité de Editorial y árbitros académicos.

El artículo aprobado será sometido a dos revisiones por parte del autor; la primera, para aceptar correcciones de estilo, y la segunda, para dar el visto bueno de impresión.

Adpostal



Llegamos a todo el mundo !

**CAMBIAMOS PARA SERVIRLE MEJOR
A COLOMBIA Y AL MUNDO**

ESTOS SON NUESTROS SERVICIOS

VENTA DE PRODUCTOS POR CORREO
SERVICIO DE CORREO NORMAL
CORREO INTERNACIONAL
CORREO PROMOCIONAL
CORREO CERTIFICADO
RESPUESTA PAGADA
POST EXPRESS
ENCOMIENDAS
FILATELIA
CORRA
FAX

LE ATENDEMOS EN LOS TELEFONOS
2438851 - 3410304 - 3415534
980015503
FAX 2833345