

## *Crisis financiera de los cuatro estados ASEAN y su repercusión en el sudeste de Asia y en la OCDE*

ALFREDO PÉREZ SÁNCHEZ  
Universidad de Vigo

### **RESUMEN**

En el año 1998 se inició bajo el impacto de la crisis desatada en los países del este de Asia a lo largo de 1997 y que tuvo su punto culminante hacia octubre, con fuertes ataques especulativos contra las monedas y los mercados de valores de Hong-Kong, Indonesia, Corea y Tailandia. Tras analizar las raíces de esta crisis, en la parte 2, de este artículo, en las partes 3 y 4 expondremos los posibles efectos de contagio sufridos, primero, por los países del norte de Asia y, luego, por los países industriales.

### **SUMMARY**

The year 1998 started under the impact of the crisis opened in the East Asian countries during 1997, which reached to its highest point by October, with strong speculative attacks against the currencies and the stock markets of Hong-Kong, Indonesia, Korea and Thailand. After checking the roots for such a crisis in part 2 of this article, in parts 3 and we will expose the possible spreading effects suffered firstly by North Asia countries and then by developed countries.

### **1. INTRODUCCIÓN**

Desde que en enero de 1997 la empresa surcoreana Hanbo Steel anunciaba suspensión de pagos, experimentando unas pérdidas de seis mil millones de dólares, se iniciaba en el sudeste de Asia un año negro, cuyos acontecimientos puntuales más importantes son los siguientes: en febrero, la empresa tailandesa Sompranson Land declara suspensión de pagos; en marzo Samimi Steel, empresa surcoreana, se declara en quiebra; en mayo, en Tailandia quiebra el primer Instituto financiero; entre el 14 y 15 de mayo se inicia una ola especulativa contra la moneda tailandesa; el 2 de junio el bath tailandés se desvincula del dólar.

lar estadounidense; el 14 de julio las autoridades monetarias de Malasia ceden a las presiones monetarias desplomándose el ringgit; el 28 de julio Tailandia solicita la ayuda del Fondo Monetario Internacional; el 11 de agosto el F.M.I. aprueba un plan de ayuda para la economía tailandesa con créditos por valor de 17 mil millones de dólares; el 14 de agosto la rupia de Indonesia se desvincula del dólar, el 15 de agosto sufre fuertes ataques especulativos el dólar de Hong-Kong; el 3 de septiembre la rupia indonesia sufre nuevamente fuerte presiones; el 8 de octubre el gobierno de Indonesia solicita ayuda financiera del F.M.I.; el día 23 de octubre, el índice Hang Seng cae un 10,4% arrastrando consigo a los mercados de acciones mundiales; el 28 de octubre caída generalizada de las acciones en Asia, provocando el pánico de ventas de los inversores; el 3 de noviembre quiebra Sanyo Securities, el primer holding de títulos de valor de Japón; el 19 de noviembre dimite el Ministro de Finanzas de Corea del Sur y dos días más tarde el país solicita del F.M.I. una ayuda especial de 20 mil millones de dólares; el 20 de noviembre las acciones de Corea se desploman, alcanzando el nivel más bajo desde hace diez años, el 8 de diciembre 56 de las 58 sociedades financieras de Tailandia suspenden sus actividades, el 15 de diciembre las autoridades monetarias de Corea del Sur aceptan la libre fluctuación del won; el 22 de diciembre la US-Rating Agentur Moody's retira a Indonesia la fiabilidad; el 6 de enero se producen nuevas depreciaciones de la rupia y de otras monedas asiáticas; entre el 8 y 9 de enero se producen nuevas caídas en las bolsas asiáticas; el 12 de enero en Hong-Kong quiebra el banco de inversiones Peregrine y se producen nuevas pérdidas en las acciones de las bolsas de Asia; el 15 de enero Suharto, expresidente de Indonesia solicitaba un programa de ayuda al F.M.I. En suma, partiendo de Tailandia la crisis financiera atacó a Malasia y Corea y no perdonó la metrópolis de Hong-Kong y Singapur: las cotizaciones de las acciones se desplomaban casi hasta el suelo, los tipos de cambio se reducían casi a la mitad y el patrimonio de sociedades y empresas saltaba por los aires (Der Spiegel 4, 1998). Seguidamente, abordaremos el análisis de los factores más importantes responsables de la crisis de Asia.

## **2. FACTORES DETERMINANTES DE LA CRISIS MONETARIA Y FINANCIERA**

Según el World Economic Outlook del F.M.I. en lo que respecta a la crisis hay que considerar cuatro factores específicos, que han actuado conjuntamente durante los años precedentes. Dichos factores conjuntamente ayudan a explicar la influencia de los flujos financieros atraídos hacia estos países desde los inicios de los años 90, los errores cometidos en el empleo de dichos flujos y en la intermediación a través del sistema financiero de los países afectados y a su insostenibilidad y, posterior, revocación. En dicho informe el F.M.I. destaca los cuatro elementos esenciales, cuya actuación conjunta ayuda a explicar la crisis monetaria y financiera del sudeste asiático: en primer lugar, resaltan los extra-

ordinarios resultados económicos caracterizados por altísimos niveles de rendimiento; en segundo lugar, varios factores determinantes de su orientación económica exterior; en tercer lugar, errores e inconsistencias en las políticas macroeconómicas y de tipo de cambio y, en cuarto lugar, algunas debilidades estructurales, particularmente en el sistema financiero, que ha convertido a estas economías y, especialmente, a su sistema financiero en cada vez más frágil y vulnerable a los acontecimientos adversos (World Economic Outlook, 1997).

## 2.1. Extraordinarios resultados económicos

Primero, los resultados alcanzados por los rendimientos de la mayoría de las economías a las que nos referimos, han contribuido al rápido crecimiento de los flujos o entradas de capital en la región durante los primeros años de la década de los 90. Durante los años 1992-1995 las economías en desarrollo de esta región, Indonesia, Malasia y Tailandia han experimentado una tasa de crecimiento, en dicho periodo, del 7%. Filipinas, si bien se encuentran en este grupo de países denominado 4-ASEAN, su tasa media de crecimiento alcanzó sólo el 5% durante los años 1995-1996. Entre los países de reciente industrialización en Asia, el crecimiento anual de la producción se redujo al 7,5% en los años 1994-1995, alcanzando el crecimiento de Singapur el 10% y el de Corea del Sur el 9% en 1994-1995.

En la mayoría de los casos, los indicadores económicos han sugerido una gran estabilidad macroeconómica. Las tasas de inflación han sido moderadas, al menos comparativamente a las de los países en desarrollo. Solamente en China y en Filipinas aumentó la inflación significativamente por encima del 10% a partir de los últimos años de la década de los 80. La ausencia de desequilibrios fiscales significativos confirmó la disciplina de las políticas macroeconómicas. Entre los 4-ASEAN, solamente Filipinas ha incurrido persistentemente en déficits presupuestarios durante los últimos años de la década de los 80 y principios de los 90. Por el contrario, Tailandia ha registrado cada año entre 1988-1996 un superávit (compárese cuadro 1). Con una posición fiscal sana, en la mayoría de los casos, los déficits por cuenta corriente, relativamente elevados

**CUADRO 1**  
Flujos netos de capital privado (en % del PIB)

	1983-88	1989-95	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Indonesia	1,5	4,2	4,6	2,5	3,1	3,9	6,2	6,3	1,6
Malasia	3,1	8,8	11,2	15,1	17,4	1,5	8,8	9,6	4,7
Filipinas	-2,0	2,7	1,6	2,0	2,6	5,0	4,6	9,8	0,5
Tailandia	3,1	10,2	10,7	8,7	8,4	8,6	12,7	9,3	-10,9

Fuente: *World Economic Outlook*, diciembre 1997.

y persistentes en algunos casos —destacando más notablemente los de Malasia y Tailandia— reflejaban no tanto un desahorro del sector público como la carencia de ahorro privado en relación a la inversión privada.

Adicionalmente, se podría argumentar que dichos déficits no constituyeron tema de preocupación política, caso de que la política monetaria se hubiera aplicado adecuadamente y las decisiones en el sector privado no estuvieran sujetas a distorsiones significativas, tales como el recalentamiento artificial del consumo, o de las inversiones a través del sistema impositivo. Por otro lado, las deficiencias del ahorro privado estuvieron asociadas no con un ahorro bajo, sino con unas inversiones extraordinariamente altas, que están directamente unidas con excepcionales resultados del crecimiento de dichas economías. Naturalmente, una parte significativa de estas inversiones fue financiada por el capital extranjero atraído por tipos de interés relativamente altos.

Pero, estos éxitos trajeron consigo algunos problemas: la absorción de flujos de capital presentó desafíos en términos de desarrollo de la productividad y de su intermediación prudente, mediante un sistema financiero deficientemente desarrollado. La variabilidad del potencial de los flujos supuso otros desafíos no sólo para el sistema financiero en su conjunto, sino, además, para las políticas macroeconómica y cambiaria. Dichas desafíos estuvieron menos asociados a las inversiones directas extranjeras (IDE) y a otros préstamos a largo plazo que a flujos a corto plazo, especialmente con flujos orientados a los bancos y a otras instituciones financieras. La magnitud de las dificultades, que derivan de esta situación, dependen de la política macroeconómica y de la salud del sistema financiero, factores a los que se les prestó escasa atención. Los datos de las diferentes clases de flujos de capital sugieren que en estos países no se dio razón alguna para preocuparse por estas IDE, como en los casos de China y Vietnam, en los que la IDE predominan sobre las inversiones privadas. Sin embargo, existen razones de preocupación en los casos de que las

**CUADRO 2**  
**Créditos bancarios concedidos a los países ASEAN por Japón**  
**y otros países. Situación a finales de 1996**  
(total en miles de millones de dólares/USA)

	Japón	Proporción	Otros países
Corea	24,3	24,3	99,9
Indonesia	22,0	39,7	55,5
Malasia	8,2	36,9	22,2
Filipinas	1,6	11,7	13,3
Tailandia	37,5	53,5	70,2
4-ASEAN	69,3	43,0	161,2

*Fuente:* CORNELIUS, Oeter: «Die Krise in Südostasien, mögliche Auswirkungin aus auf die Industrieländer», en *Aktuelle Themen* (Deutsche Bank Research), n.º 65, 27 de noviembre de 1997.

IDE en Corea, Indonesia, Malasia y Filipinas, en donde los flujos eran fundamentalmente, a corto plazo. Entre los 4-ASEAN la situación era especialmente peligrosa en Tailandia, en donde predominaban los flujos a corto plazo ascendiendo del 7% al 10% del PIB durante el período 1994-1996, mientras que las IDE languidecían con el 1% del PIB; según datos del cuadro 1. Una amplia proporción de los flujos a corto plazo está representada por créditos bancarios internacionales europeos y japoneses, que han sido particularmente activos en los mercados emergentes en los países asiáticos. Por lo que respecta a los datos sobre los flujos de capital y su clasificación no existe certidumbre, dada la falta de transparencia del sistema financiero y, teniendo en cuenta que algunos flujos, considerados como IDE, son por naturaleza, más bien, créditos extranjeros.

## 2.2. Cambios en el entorno económico exterior

La segunda serie de factores responsables, conjuntamente, de la crisis asiática se debe a los cambios ocurridos en el entorno económico exterior de los países asiáticos. En primer lugar, la disminución de los rendimientos de los activos en las economías industriales observada a principios y a mediados de los años 90 pudo haber contribuido a la enorme avalancha de los flujos de capital hacia los mercados emergentes de Asia. Durante dicho período, la debilidad de la coyuntura económica en los países industriales dio lugar a políticas monetarias acomodativas, originando una abundante liquidez y unos tipos de interés bajos, lo que contribuyó, a su vez, a incrementos adicionales en los mercados de activos. Por otro lado, la caída de los rendimientos de los activos en las economías industriales, unida a una fuerte reducción de los diferenciales de los mismos, no sólo potenció el atractivo de los mercados emergentes de Asia para las oportunidades de inversión, sino que se constató una creciente preferencia entre los inversores por dichos mercados, teniendo en cuenta la considerable ampliación de los márgenes de rendimiento de los bonos internacionales emitidos por prestatarios asiáticos, incluyendo los cuatro estados ASEAN y Corea del Sur (World Economic Outlook, 1997, 19). Además, dichos efectos se vieron, especialmente, reforzados después de la crisis de México de 1994-1995, cuando se pudo apreciar un cambio en las preferencias de los inversores a favor de los títulos de valor de los mercados asiáticos.

En segundo lugar, el alto valor adquirido por el dólar desde mediados de 1995 en relación al yen ha sido otro factor externo con efectos decisivos sobre la competitividad internacional de los 4-ASEAN, Hong-Kong, Taiwan y Corea, cuyas monedas han mantenido una paridad fija respecto al dólar hasta la reciente crisis financiera. Especialmente, cuando el dólar se debilitó durante 1994 e inicios de 1995, llegando a alcanzar su curso más bajo respecto al yen en el segundo cuarto de 1995, estos países reflejaron un aumento de la competitividad internacional de sus economías, dado que sus monedas se depreciaron juntamente con el dólar. Sin embargo, cuando el dólar volvió a subir nueva-

mente, a partir de mediados de 1995 y hasta finales de 1997, cuando las monedas de las economías asiáticas, a raíz de la crisis financiera, deciden desvincular su paridad respecto al dólar; es decir, en escasamente dos años y medio, el tipo de cambio del dólar respecto al yen, pasó de 80 yens a 120 yens por dólar, lo que representaba una apreciación del dólar de casi el 50 por ciento, así como de las monedas de los países del sudeste asiático vinculadas a éste. Consecuencia directa de ello se produjo una pérdida de competitividad con efectos negativos sobre las exportaciones y sobre las tasas de crecimiento de dichos países (Gilper, Hans, G. 1997, 32).

Pues, considerando la importancia estratégica que la economía japonesa representa para estos países, dado que es el primero o segundo socio comercial más importante, no es de extrañar que éstos reaccionaran muy sensiblemente ante la relación dólar/yen. De hecho, en los sectores industriales de salarios bajos, las empresas de los 4-ASEAN no podían competir con las de China, Vietnam y la India, mientras que en las ramas industriales, caracterizadas por un valor añadido superior, todavía no se habían podido establecer, en contraposición a numerosas empresas en Corea, Taiwan y Singapur. Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia, antes del inicio de la crisis de los mercados financieros y de la correspondiente depreciación de sus monedas, habían perdido su atractivo como centros o sedes competitivas de salarios bajos. Especialmente para las empresas japonesas apenas tenía sentido la traslación de la producción hacia el sudeste asiático, encarecido por la vinculación fija de sus monedas al dólar. Estas fluctuaciones en la competitividad tendieron a afectar no sólo a la balanza de pagos de dichos países, reflejándose, especialmente, a través de los efectos sobre la rentabilidad de la producción de bienes comerciales y de servicios, así como a través de las expectativas de los inversores sobre el tipo de cambio en el futuro.

Durante 1996 dichos países experimentaron el impacto de otros factores externos adversos, como consecuencia directa de la pérdida de competitividad aquí descrita, registrando un apreciable descenso en el crecimiento de los mercados de exportación, como muestra el cuadro 3. Combinando estos factores con las debilidades de los precios garantizados de las exportaciones, con la pér-

**CUADRO 3**  
**Tasas de crecimiento de las exportaciones**  
(en % con base al año 1989)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indonesia	100	116,68	129	147,11	159,34	175,08	197,96	—
Malasia	100	126,26	136,06	160,73	186,62	229,64	290,81	—
Filipinas	100	104,66	113,03	125,61	145,44	172,39	223,07	—
Tailandia	100	115,01	142,34	161,84	182,51	224,25	279,55	274,32

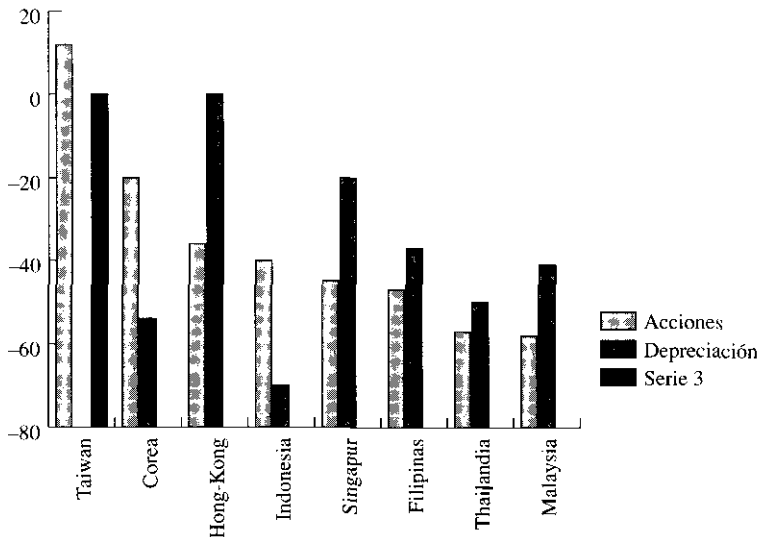
Fuente: Cálculos propios según «Balance of Payment Year Book», FMI, varios años.

didada de competitividad aquí expuesta y con algunos factores específicos de algunos países, ello se tradujo en una amplia ralentización de los ingresos por exportación de la mayoría de los países del sudeste asiático durante el año 1996. Este hecho afectó especialmente a los países vinculados al dólar, como China, Hong-Kong, Malasia, Singapur y Tailandia.

Por lo que respecta a los mercados de exportación de los cuatro estados ASEAN, en el año 1996, se observó una reducción del crecimiento medio de las importaciones de sus socios comerciales, tendiendo a descender desde el 11-12 % en 1994-1995 al 8%, aproximadamente. Corea y Singapur experimentaron una reducción muy similar, mientras que en Hong-Kong y en Taiwan el retroceso fue algo mayor, ascendiendo este en Taiwan al 20% en 1995 y a sólo el 3,8% en 1996, según Foreign Trade Development of The Republic of China (1997, Tabla 4, pág.9).

Finalmente, a los factores reductores de la renta hay que contraponer los factores positivos. A raíz de las dramáticas depreciaciones experimentadas por las monedas de estos países durante el año 1997 y lo que va de éste, ascendiendo en algunos casos hasta cerca del 70%, como muestra el gráfico 1, se recuperará nuevamente de forma apreciable la competitividad internacional de los mismos. Las elevadas tasas de crecimiento, que les caracterizó en el pa-

**GRÁFICO 1**  
**Variaciones de las cotizaciones de las acciones y depreciación**  
**de las monedas de las economías del sudeste de Asia**  
**durante el período 1997-1998**



Fuente: *Der Spiegel*, 4-1998, 19.01.1998.

sado, ha dejado ver claramente las deficiencias en infraestructura, pero las condiciones generales para las inversiones en el sector industrial en los países ASEAN, políticamente estables, son todavía mucho mejores que en el resto de las regiones en desarrollo. Mediante las masivas depreciaciones la región ha ganado en atractivo para los movimientos de capital productivo, pudiéndose beneficiar de estas condiciones, especialmente, las empresas que deseen utilizar la región asiática como plataforma exportadora, por ejemplo, para la producción electrónica y semielectrónica. Sin embargo, para empresas que quieran producir también para los mercados locales las condiciones son difíciles, debido a la pérdida de poder adquisitivo unida a la crisis. De todos modos, para muchos inversores sigue siendo una cuestión incierta si después de la depreciación del bath tailandés, tienen sentido todavía las inversiones masivas en la industria automovilística de Tailandia (IFO-Institut, 1997).

### **2.3. Management de la política macroeconómica y de la cambiaria: Errores y recalentamiento excesivo de la economía**

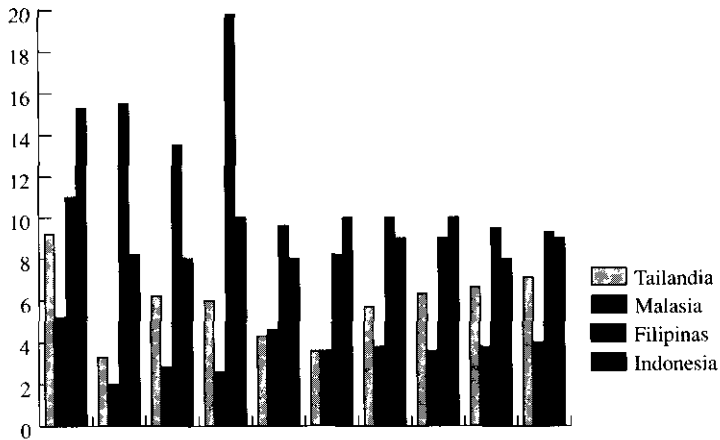
La tercera serie de factores que puede contribuir a explicar la crisis de los países asiáticos podría consistir en los errores cometidos en la política macroeconómica y en la política cambiaria, particularmente, considerando que la mayoría de las monedas se mantuvieron fijas al dólar hasta que fueron sacudidas por la crisis.

Paralelamente a los elevados rendimientos económicos alcanzados por las economías del sudeste de Asia a lo largo de la década de los 90, se observaban signos evidentes de sobrecalentamiento de las economías, que plantearon la insostenibilidad de la política cambiaria. Los errores y desaciertos en la gestión macroeconómica de estos países se reflejó a lo largo de la década de los 90 en signos evidentes de aumentos significativos del nivel general de precios y en sustanciales y crecientes déficits de la balanza por cuenta corriente, afectando especialmente fuerte a Malasia y Tailandia, y, en menor grado, a Indonesia, Filipinas y Corea. Ambos signos indicaban claramente que el crecimiento de la demanda sería insostenible, dado que ella presionaba fuertemente sobre los recursos reales, originando, adicionalmente, problemas de competitividad. De hecho, como indica el gráfico 2 las tasas de inflación predominantes durante el período 1993-1996 fueron, en la mayoría de estos países, superiores a las tasas de inflación ponderadas de los socios comerciales, Estados Unidos y Japón, lo que se tradujo en una erosión de la competitividad. Adicionalmente, también se dieron signos claros de una inflación de los precios de los activos, incluidos los del mercado inmobiliario y de otros mercados comparables.

Otro importante foco generador de inestabilidad y recalentamiento económico lo han constituido los persistentes déficits presupuestarios del sector público. Afirmación que, pensamos que es extensible incluso a los casos de Corea y Malasia, cuyas cifras oficiales hablan incluso, durante algunos años, de su-



**GRÁFICO 2**  
**Tasas de inflación en % aumento anual del IPC ASEAN 4**



Fuente: *Der Spiegel*, 4-1998, 19.01.1998.

perávits presupuestarios, aunque las auténticas posiciones fiscales no eran tan auténticas como aparentaban, ya que existieron presupuestos extraordinarios y operaciones cuasi-fiscales, además de la deficiente transparencia que ha caracterizado a la actuación del sector público, sobre todo, en Corea. Por otro lado, tampoco se limitaron los gastos del sector público en la medida requerida desde argumentos de la indeseabilidad político-económica de una política coyuntural restrictiva, debido al debilitamiento del crecimiento económico que ella implicaría.

Pero, sin duda alguna, la razón más importante del sobrecalentamiento de la demanda se debió al excesivo crecimiento del crédito del sistema financiero al sector privado. Como indica el cuadro 4 éste se aceleró fuertemente entre 1992 y 1994-95: En Tailandia, por ejemplo, el crédito al sector privado aumentó del 20% en 1992 al 30% en 1994, más del doble de la tasa de creci-

**CUADRO 4**  
**Crecimiento del crédito doméstico (en % del PIB)**

	1975-82	1983-89	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indonesia	42,1	48,3	58,3	18,9	14,1	21,0	22,9	21,7	22,7
Malasia	5,3	19,9	18,0	18,5	16,6	12,3	14,8	29,5	—
Filipinas	6,2	21,5	30,7	-2,6	17,6	131,2	19,0	31,3	40,3
Tailandia	15,6	19,8	26,87	15,5	18,0	22,7	28,9	23,1	14,0

Fuente: *World Economic Outlook*, diciembre 1997.

miento del PIB, antes de que se moderara ligeramente a tasas del 24% en 1995. El continuo crecimiento del crédito al sector privado se atribuyó a las entradas netas de capital extranjero, aceptadas inmediatamente por el sistema bancario, reflejándose en crecientes reservas oficiales de divisas y dando lugar a una mayor liquidez de los bancos, así como a una expansión del pasivo o exigible exterior de los bancos comerciales. Como consecuencia de ello, Tailandia incrementó en más del doble sus reservas de divisas entre 1992-1996 (ascendiendo a 38 billones de dólares), mientras que, en el mismo período el pasivo exterior de los bancos comerciales creció de 5 billones a 46 billones de dólares, o lo que es lo mismo del 6% al 24% de sus obligaciones totales. Entre las razones que animaron al recurso del crédito en el extranjero cabe destacar, entre otras, los tipos de interés domésticos, relativamente altos en términos comparativos internacionales y a las políticas cambiarias, excesivamente imprudentes, ya que aparentaban proporcionar la seguridad de que no se incrementaría el precio de la moneda extranjera para compensar el diferencial de interés. De conformidad con dichos supuestos, los bancos y especuladores inmobiliarios del país refinanciaron sus negocios en el extranjero a tipos de interés favorables, evitando así los tipos de interés domésticos más elevados. Además, como ya hemos indicado, debido a la paridad fija existente entre las monedas de los cuatro estados ASEAN y el dólar estadounidense, no se consideró el riesgo de tipo de cambio derivado de estas operaciones financieras (IFO-Institut für Wirtschaftsforschung, 32, 1997).

En consecuencia, con medidas monetarias no era posible ni someter bajo control a la expansión monetaria, ni practicar una política restrictiva del gasto económico total, ni tampoco controlar la especulación inmobiliaria. Pues, como ya hemos señalado anteriormente, al permitir la política monetaria del sudeste de Asia tasas de inflación comparativamente más altas que las de sus socios comerciales, especialmente los Estados Unidos y Japón, ello contribuyó a una excesiva revalorización de las monedas de la región. A esto hay que añadir el que la creciente pérdida de competitividad internacional, ocasionada por la apreciación de las monedas, unida a los, cada vez más abultados, déficits de la balanza por cuenta corriente, no financiables a largo plazo, tenían que provocar, casi necesariamente, una fuerte especulación de los mercados financieros contra las monedas del sudeste de Asia.

Los problemas relacionados con el excesivo recalentamiento de la economía, es decir, con el excesivo crecimiento del crédito y las grandes entradas de capital extranjero se podrían haber afrontado con una serie de instrumentos de política económica, de haber habido voluntad política para ello. De todos modos, la aplicación de cada instrumento político-económico conlleva efectos de repercusión negativos, de diferente índole: Así, una esterilización de los flujos de capital extranjero tendería a encarecer las emisiones de deuda pública en el futuro y, con ello, el presupuesto público, siendo, al mismo tiempo, una medida ineficiente. Por otro lado, dicha medida era difícilmente aplicable, dada la absoluta prioridad de que gozaba el crecimiento económico y con él el gasto

público fuertemente comprometido en obras de infraestructura y en otros gastos vinculados a aquel, como los de formación o capital humano. A su vez los déficits fiscales tendían a animar las presiones monetarias, traduciéndose en flujos de capital especulativo todavía mayores. Por otro lado, los controles de capital llevarían a cuestionar la adecuación de estos a un sistema político de economía de mercado, traduciéndose, en definitiva, en pérdidas de eficiencia. De todos modos, una flexibilidad mayor del tipo de cambio implicaría, a través de una apreciación nominal, cambios adversos en la capacidad competitiva internacional y en la balanza por cuenta corriente, en la medida en que no se consideraba la posibilidad de permitir una depreciación de las monedas para desalentar la entrada de capital extranjero.

#### **2.4. Sector financiero y otras debilidades estructurales**

La cuarta serie de factores, que han contribuido a la configuración de las condiciones de la reciente crisis de Asia, radican en debilidades en el sector financiero y en otras deficiencias estructurales de la economía.

La debilidad del sistema financiero, sobre todo, en Tailandia, Indonesia y Corea se vio especialmente clara cuando estas economías fueron azotadas por la crisis. Además, la carencia de transparencia hizo que se reconociera la magnitud de los problemas con retraso. En contraste a otros países, en Hong Kong y en Singapur la notable fortaleza de los sectores financieros ayudó a contener el contagio. Errores en la regulación y en la supervisión de las instituciones financieras, así como una experiencia limitada de las mismas en la valoración y en el trato del riesgo, la falta de orientación comercial, la mala administración empresarial, los controles internos laxos, todo ello a favor o en aras de la consecución de una creciente liberalización y de una presión competitiva cada vez mayor, han contribuido a aceptar créditos imprudentemente, incluyendo créditos asociados con negocios bancarios y con prácticas corruptas. La vulnerabilidad de las instituciones financieras en relación al deterioro en la calidad de los activos se manifestó claramente en el año 1996/97, como resultado de la ralentización económica, de las políticas financieras severas, del descenso generalizado de los valores en el mercado inmobiliario y en otros semejantes y, finalmente, en las depreciaciones de las monedas de dichos países, como muestran los cuadros 5 y 6.

En Corea, singularmente, se acumularon dificultades cada vez más significativas en el sector financiero, resultado de una combinación de debilidades en dicho sector y, en general, en la estructura financiera de la economía surcoreana. Los grandes consorcios, tipo Chaebol, llegaron a acusar una fuerte dependencia de los créditos, en contraposición, a una financiación a través de acciones, con una gran parte de la deuda de la corporación directamente ofrecida o garantizada por las instituciones financieras surcoreanas. Entidades corporativas que al desembocar en dificultades económicas y financieras fueron apoya-

**CUADROS 5 y 6**  
**Deudas y activos extranjeros en % del sector bancario**

**Deudas**

	1975-82	1983-89	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indonesia	8,4	3,0	11,0	8,6	10,3	10,9	10,9	9,6	8,5
Malasia	9,6	8,8	7,3	9,0	13,0	19,5	8,8	6,5	—
Filipinas	26,2	19,6	14,9	11,5	12,9	10,9	12,3	13,9	21,9
Tailandia	10,6	6,4	6,4	6,0	6,9	11,7	20,3	24,3	23,3

**Activos**

	1975-82	1983-89	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indonesia	19,9	20,9	10,2	7,9	8,3	6,0	5,7	6,1	6,0
Malasia	6,9	6,7	6,0	4,2	3,6	6,5	5,4	4,2	—
Filipinas	13,2	20,9	24,5	22,1	20,3	17,8	16,1	13,9	12,5
Tailandia	6,3	5,0	3,3	3,5	3,2	5,2	4,4	4,9	3,4

Fuente: *World Economic Outlook*, diciembre 1997.

das por créditos irresponsables, a menudo, con la aquiescencia de las autoridades gubernamentales. La vulnerabilidad del sistema bancario no solamente se vio acrecentada por el riesgo frente a los consorcios, sino también mediante la concesión de préstamos directos con bancos que necesitaban colocar una parte proporcional de los créditos marginales en empresas pequeñas y medianas. Créditos dirigidos, influenciados políticamente, regulaciones y factores institucionales que se combinaron para animar la canalización de los préstamos internacionales a través del sistema financiero para volver a ser prestados a las corporaciones.

Jones y Sakong (1980) analizaron detalladamente la expansión del sector de las empresas públicas en Corea. Estos autores llegaron a la conclusión de que «las industrias escogidas por las empresas del sector público se caracterizaron por un alto grado de eslabonamiento hacia delante, alta intensidad en capital, gran tamaño, concentración de la producción o producción de productos no comerciales o sustitutivos de importaciones, más que exportaciones». El caso de POSCO, siderurgia integral propiedad del Estado coreana sería el paradigma representativo. Tras su controvertida construcción, la sola presencia de POSCO estimuló en torno a ella una amplia serie de industrias posteriores a ella, extendiéndose desde los bienes de capital hasta las piezas de repuesto. Entre 1977 y 1984 el contenido local de la producción de POSCO creció del 44 al 75% (Wade 1990). Grandes sumas de préstamos en moneda extranjera fueron aceptados directa o indirectamente a través de instituciones financieras surco-

reanas para proporcionar recursos monetarios a empresas coreanas en el país y en el extranjero. Muchas empresas coreanas aceptaron enormes sumas de créditos a corto plazo en divisas, de los que sólo unos pocos fueron asegurados (Süddeutsche Zeitung 30-01-1998).

Como resultado de todo ello, se observó un aumento de la vulnerabilidad del sistema financiero ante los cambios en la actitud de los inversores internacionales, así como del creciente descenso del crecimiento económico. La cartera de préstamos bancarios reflejaba las crecientes dificultades de las corporaciones no financieras de Corea. El Management, la supervisión y el control de las instituciones financieras dedicaron muy poca atención a análisis responsables, prudentes y a los riesgos implicados.

A finales de 1996, según estimaciones no oficiales, los préstamos bancarios morosos, reservas netas, equivalían a casi el 70% de su valor y el verdadero valor del activo podría ser mucho peor de lo que indica dicha cifra. Durante 1997, como consecuencia de una serie de factores, entre ellos, excesivas inversiones en ciertas ramas industriales, tales como las siderúrgicas y las del automóvil, o debido a un progresivo debilitamiento en la rentabilidad unido al ciclo económico en retroceso, se ha producido el cierre de un número sin precedentes de Chaebols. Dichas bancarrotas han debilitado el sistema financiero seriamente y han contribuido a aumentar fuertemente los préstamos morosos de forma que, ya en octubre de 1997, según estimaciones inoficiales, más del 20% de los créditos en Corea eran impagables. En el mismo período, la fuerte caída de las cotizaciones de las acciones recortó el valor de los bancos, reduciendo su valor neto (Handelsblatt, 31-12-1997).

En Tailandia la quiebra del sistema financiero se produjo, a grandes rasgos, del siguiente modo: Casi desde una década, desde 1985 hasta 1995, Tailandia fue considerada por los inversores internacionales como un país modelo por su inseguridad. Una política gubernamental incentivadora y favorecedora de las inversiones, entradas masivas de capital extranjero y costes laborales relativamente bajos habrían impulsado al país con gran fuerza en el camino de la industrialización. Al principio el proceso de crecimiento era sano y sólido. Pero, cuando el capital internacional, durante los años 1993 a 1995, se podía obtener a un tipo de interés de únicamente del 5 al 7% y cuando la vinculación del bath a una cesta de divisas, orientada en un 80% al dólar, prometía unas relaciones de reembolso muy favorables y estables, entonces las empresas y sociedades inversoras tailandesas se aprovisionaron excesivamente con capital extranjero.

La errónea localización de las inversiones y los proyectos especulativos, directamente unidos a aquella fiebre por el capital extranjero, visible, sobre todo, en el subsector inmobiliario han conducido a la aparente prosperidad, desenmascarada actualmente como bubble economy. El que dicha «expansión económica tipo burbuja» carecía de base productiva real lo documenta de forma impresionante el siguiente indicador: El capital negociado en 1994 en la bolsa de Bangkok se concentraba en un 70% exclusivamente en los tres sectores inmobiliarios, en los bancos y sociedades financieras. Ya en el año 1995 se ma-

nifestaba un creciente exceso de oferta en el sector inmobiliario empresarial y privado. Exceso de capacidades, inducidas por análisis de mercado erróneos o inexistentes y por planes de financiación irrealistas que llevaron a un número cada vez mayor de sociedades inmobiliarias a dificultades de pago. Cuando a principios de 1997, el Banco Nacional de Tailandia decidió aumentar los tipos de interés para combatir el sobrecalentamiento del mercado y para limitar el endeudamiento no se estuvo muy lejos de la bancarrota total de casi todo el sistema financiero. A través de la amplísima aceptación de créditos en los mercados de capital del extranjero, la deuda externa del país, a mediados de 1997, había alcanzado el 55,5% del PIB, con un valor de 99 mil millones de dólares USA, recayendo la mayor proporción sobre el sector privado, con 71,7 mil millones (World Economic Outlook 1997).

Posteriormente, primero, dos, luego tres sociedades financieras inseguras fueron presas fáciles de la crisis de confianza, trasladándose ésta, finalmente, a otras sociedades financieras y a los bancos, para engullir en la crisis a toda la economía de Tailandia a través de la crisis de liquidez en la que desembocó. Una vez que a finales de junio de 1997 fueron cerradas 16 sociedades financieras por el gobierno de Tailandia, éste decretó la suspensión de otras 42 sociedades el día 5 de agosto de 1997. Solamente dos de las 58 sociedades financieras pudieron escapar a un cierre definitivo el día 8 de diciembre de 1997. Resultado de ello, casi las dos terceras partes de las sociedades financieras tailandesas habían desaparecido. Tras de sí dejaban un enorme endeudamiento y activos inseguros. A principios de 1998 el gobierno de Tailandia creó dos sociedades receptoras, que debían asumir la responsabilidad de los good assets o de los bad assets de las sociedades financieras en quiebra. Dichas sociedades fueron dotadas de un fondo de un billón de bahts, supeditado al Banco Central de Tailandia, para mantener a flote a las sociedades financieras en crisis. Sin embargo, la mitad de dicha suma se perdió para siempre y tiene que ser soportada por los contribuyentes, ya que fue financiada por la emisión de deuda estatal a corto plazo (Helfen, Thomas, 1998).

En Indonesia, los créditos morosos ascendían a casi el 14% del total de los créditos en los bancos estatales a finales de junio de 1997, permitiéndose a un número de instituciones morosas la realización de continuas operaciones con filiales del banco central. Asimetrías monetarias convirtieron el valor neto de las instituciones financieras en enormemente vulnerable ante depreciaciones de la moneda doméstica, como realmente más tarde se produjo.

Ineficiencias en el sistema financiero originadas, en parte, por la obstaculización a la competencia, han podido contribuir significativamente a los enormes entradas de capital incentivadas por los diferenciales de los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos en las entidades financieras domésticas, agrandadas mediante los estándares de los países de los países industriales, contribuyendo a su vez, a generar tasas de créditos relativamente altas que, juntamente, con la política cambiaria han animado a los prestatarios a buscar financiación en el extranjero.

Otras debilidades presentaron una acuñación especial en algunos países:

— En Corea, la estructura industrial fue fuertemente influenciada por el intervencionismo estatal, incluyendo créditos gubernamentales, regulaciones y subsidios explícitos o implícitos. El hecho de no respetar la disciplina o las reglas de mercado han contribuido a agudizar los problemas vinculados a las inversiones excesivas o improductivas, que han jugado un papel importante en la construcción de la crisis, como indican los cuadros 5-6.

— En Indonesia, las restricciones comerciales, los monopolios de importación y las regulaciones han impedido la eficiencia económica y la competitividad, reduciendo la calidad y la productividad de las inversiones.

— En Tailandia, la pérdida de capacidad económica, inducida por la crisis del sistema financiero, se refleja claramente en el índice de la bolsa de Bangkok, el SET (el índice del Stock Exchange of Tailand), que desde enero de 1997 hasta mediados de enero de 1998 perdió más de la mitad de su valor, aunque posteriormente volvió a recuperar algo (Helfen, Thomas, 1998).

En estos países la confianza se ha visto negativamente afectada por el descubrimiento inadecuado de informaciones y datos deficientes, particularmente, en lo que respecta a las transacciones fiscales extraordinarias, a las actividades cuasi-fiscales del Banco Central, créditos dirigidos, a los problemas de préstamos de las instituciones financieras, a las reservas extranjeras y su administración y a la deuda a corto plazo del sector privado. A menudo se actuó con falta de transparencia en la instrumentalización de la política, así como con las decisiones referentes a proyectos de infraestructura públicos y a las exenciones impositivas ad hoc.

### **3. EXTENSIÓN DE LA CRISIS DE LOS 4 ESTADOS ASEAN A LOS OTROS PAÍSES DE ASIA**

¿Cómo ha afectado la crisis monetaria y financiera de los 4 ASEAN al resto de la región?. Esta es, en cierto sentido, una cuestión difícil de responder. Ya que cuando explotan en el aire las burbujas de la especulación se origina una dinámica propia, cuya evolución esta determinada por las estimaciones de los propios participantes en el mercado y por las buenas o malas reacciones de la política. Quizás todavía es relativamente incierto intentar anticipar cuándo se acabará la depreciación y las pérdidas de valor de las acciones en las bolsas asiáticas. Sin embargo, es un hecho sobradamente probado que las turbulencias en los 4 ASEAN se extendieron con relativa celeridad a los países del norte de Asia. Durante el cuarto trimestre de 1997, cuando las turbulencias de los mercados de divisas ya hacía cuatro meses que se habían apoderado del sudeste de Asia, la crisis alcanzó también a los países vecinos del norte. Las monedas de Corea y Taiwan se depreciaron, inicialmente, en un 10%. Estos efectos no

han sido considerados tan dramáticos como los de sus vecinos del sur, pero dada la fortaleza de las economías coreana y taiwanesa podrían afectar más fuertemente a la economía mundial, cuestión que se verá en la parte 4.

Decisivo fue cómo se desarrolló la situación en Corea del Sur. En caso de que las autoridades monetarias no logren impedir una caída del won por debajo de 1300 (Offshore Terminus) won/dólar, se podrían esperar las consecuencias más serias. En primer lugar, las monedas del norte de Asia, incluido el dólar de Hong Kong, se verían sometidas a fuertes presiones especulativas. En segundo lugar, la industria exportadora japonesa perdería rentabilidad, pudiendo desembocar en una recesión económica. En tercer lugar, se podrían agudizar dramáticamente las crisis bancarias en Corea y Japón y, finalmente, la economía surcoreana se tendría que enfrentar adicionalmente a un recorte sustancial del crédito y a una recesión de graves consecuencias (Armstrong, 1997,7).

A consecuencia del progresivo deterioro de la situación económica de Corea del Sur durante finales de 1997 e inicios de 1998, se produjo una fuerte pérdida de confianza en la economía del país, acompañada por un colapso monetario-financiero, condicionado por la falta de liquidez. La extrema gravedad de la situación cuestionó la capacidad del Banco de Corea para hacerse dueño de la situación, viéndose obligado a recurrir a la ayuda del crédito internacional. El banco de Corea había seguido una política económica incorrecta, pues, al menos, debería haber cumplido las siguientes condiciones:

1.<sup>a</sup> El primer paso debería haber consistido en frenar la pérdida de liquidez. Pues, mientras que los demás bancos de los 4 ASEAN compensaban la pérdida de base monetaria, el Banco de Corea parecía estar dispuesto a permitir la pérdida de liquidez, ocasionada por la disminución de las reservas de divisas. Por otro lado, mediante una reducción de la base monetaria el valor de equilibrio de la moneda coreana tendería a subir en lugar de descender.

2.<sup>a</sup> Una de las prioridades más importantes de la política monetaria debería haber consistido en evitar los riesgos de la renovación de la deuda o en la prolongación de los créditos, proporcionando, al mismo tiempo, a las empresas dólares para garantizar las obligaciones existentes. Lo que se podría haber comprometido con el FMI o en forma de una línea de crédito concedida por los bancos centrales asiáticos, incluidos Japón y los Estados Unidos.

3.<sup>a</sup> Menos urgente, pero tanto más importante para el Ministerio de Finanzas es la reestructuración del sistema financiero. Después del shock, seguido de una amplia serie de quiebras, la decisión del gobierno debería haber sido salvar a Kia Motors mediante la estabilización, aunque esto representara un paso atrás en la política de reformas. En caso de que no se reprodujera rápidamente el cambio político se podría empeorar todavía más la situación económica, obligando posteriormente a un ajuste más fuerte.

Para hacer frente a estas tareas se requiere un gobierno fuerte dotado de un amplio programa de reformas. Por ello, el nuevo gobierno salido de las elec-



ciones de febrero de 1998 deberá iniciar una nueva política cambiaria, acompañada de un profundo programa de reformas estructurales, apoyado por la ayuda financiera del FMI, ya negociada a partir de diciembre de 1997, y de una línea de créditos, imprescindible para sanear la economía surcoreana y relanzar lentamente el crecimiento económico.

Signos evidentes de esta crisis son las fuertes caídas en las tasas de crecimiento del PIB, que según estimaciones podrían alcanzar un retroceso del -2% (1998) y del 1% (1999) (FAZ 1998, 6 febrero). A ello contribuye, singularmente, el descenso de la demanda interna, inducida por la situación generalizada de crisis y, en especial, debido al empeoramiento del mercado de trabajo y de las elevadas tasas de interés, que reducirán drásticamente el consumo doméstico. También el gasto público retrocederá. Además, de conformidad a las exigencias del FMI se tenderán a realizar reestructuraciones radicales, que traerán consigo numerosas cierres de empresas, a los que habrá que añadir la contracción de las inversiones brutas realizadas por las empresas supervivientes, debido a la continua acumulación de existencias y a la ola de quiebras. Este desplome de la coyuntura económica en el mercado interno sólo será compensada parcialmente por el desarrollo del comercio exterior, ya que la industria exportadora se verá favorecida por un won más débil. De todas formas, de esta situación se beneficiarán solamente aquellas industrias que no se caractericen por una alta dependencia en relación a las importaciones.

El crecimiento de las importaciones se ralentizará, mientras que las exportaciones crecerán lentamente. Así, según los pronósticos del Deutsche Bank, en 1998 se debería reducir el déficit comercial a 2,9 mil millones de dólares, para alcanzar en 1999 un superávit comercial de 10 mil millones de dólares. Desarrollo de la balanza comercial que tendería a repercutir sobre la balanza por cuenta corriente, cuyo déficit en 1997 de 14 mil millones se contraería a 10 mil millones en 1998 y a sólo 3 mil millones en 1999 (Deutsche Bank Research, 1997).

La deuda externa de Corea del Sur aumentó durante el año 1997 de manera explosiva, pasando de 111 mil millones de dólares en 1996 a 170 mil millones en 1997. Empresas y bancos surcoreanos se han endeudado de forma creciente a través de bancos extranjeros. Además, la depreciación del won respecto al dólar estadounidense se tradujo directamente en un empeoramiento dramático de la situación de endeudamiento. Y, dado que la adquisición de las necesarias divisas era cada vez más difícil, las empresas recurrían cada vez más fuertemente a los créditos a corto plazo en el extranjero. Todo ello ha contribuido a un aumento continuado de la proporción de la deuda a corto plazo en relación a la deuda total. Finalmente, en diciembre de 1997, el país se vio obligado a recurrir a la ayuda del FMI. Según datos del gobierno surcoreano, la deuda externa del país, en noviembre de 1997, ascendía a un total de 153 mil millones de dólares, de los que aproximadamente 82 mil millones vencen antes de finales de 1998. Por otro lado, un problema adicional lo constituye el hecho de que no consta en ningún lugar la cifra real completa de la deuda de los gran-

des consorcios surcoreanos. A finales de enero de 1998 Corea del Sur suscribió un acuerdo con los bancos acreedores internacionales para prolongar de un año a tres el vencimiento de una parte de las deudas a corto plazo, asumiendo el gobierno de Corea las garantías del pago de la deuda (Frankfurter Allgemeine Zeitung, 6-02-1998).

Veámos seguidamente cómo ha afectado la crisis de los 4-ASEAN a China, Hong-Kong y a Taiwan. En China, el crecimiento económico se redujo ligeramente, aunque reflejaba la cifra del 8% para el año 1997. Los indicadores mensuales mostraron, sin embargo, un claro empeoramiento en el último cuartal, aumentando las ventas del comercio al por menor en sólo 4,3%, las inversiones en equipo en 5,1% y las existencias en almacén, especialmente, de bienes de consumo crecieron rápidamente. El único síntoma favorable lo proporcionaban las exportaciones, con un incremento del 24% respecto del año anterior. Sin embargo, el elevado superávit de la balanza comercial, cuyo valor era de 31 mil millones de dólares, es más bien un signo de la debilidad de la demanda interna, dado que las importaciones solamente crecieron en el 2,5%. Además, debido a la fuerte depreciación de las monedas de los 4 países ASEAN, el sector exportador chino debería haber perdido capacidad competitiva, aunque visto su valor absoluto, el continente chino goza todavía de ventajas competitivas. A raíz del notable empeoramiento de los datos más recientes y de la crisis de los países ASEAN, el Deutsche Bank ha revisado a la baja los datos de crecimiento del PIB para China para el año 1998 y 1999 (Deutsche Bank 1997, 8).

Lo más inquietante es que, según una serie de indicadores, se aprecia el surgimiento de una deflación. En el sector bancario el 40% de los créditos son considerados de difícil recuperación, dado que las empresas estatales están interrelacionadas recíprocamente mediante créditos. Después de muchos años de conceder créditos al sector estatal, ahora el sistema bancario se prepara para acometer nuevas reformas económicas o bien para la privatización. Esto ocasiona conflictos, pues los bancos muestran una menor tendencia a garantizar préstamos a empresas en situaciones difíciles. En segundo lugar, el desmoronamiento de los valores inmobiliarios ocasiona crecientes preocupaciones: Durante los últimos cinco años los gastos en el sector de la construcción aumentaron en el 25% anual (Schädler, M. y Gutermuth A. 1996, 108). Mientras se debilitaba la coyuntura económica en Shezen y Shanghai crecían las superficies de oficinas, con lo que podrían llevar a un exceso de capacidad del 20%. Si descienden los precios del sector inmobiliario empeorarán los valores inmobiliarios en los balances de los bancos. Finalmente, todo esto podría afectar deflacionariamente a las reformas de las empresas estatales, dado que, inicialmente, podría traducirse en amortizaciones demasiado elevadas y cierres de empresas.

Durante los últimos meses de 1997 el Banco Central de la R.P. China redujo el interés de los préstamos en 150 puntos base, situándolos al 9,4%, lo que corresponde a una reducción de 300 puntos base durante los últimos 18 meses.

Sin embargo, el tipo de interés es todavía alto. A ello hay que añadir que el sistema bancario no ha garantizado el contingente crediticio total. ¿Qué otras posibilidades político monetarias se podrían barajar todavía? La primera consiste en recurrir a un plan crediticio y en proporcionar más capital. Ciertamente, ello significaría dar un paso atrás en la política de reformas. Otra posibilidad consistiría en realizar una depreciación de la moneda, junto con otras monedas de la región. Lo que arrastraría inevitablemente a una depreciación del dólar de Hong-Kong en relación al dólar USA. En consecuencia, sólo queda el bajar más dramáticamente los tipos de interés. Por ello, se cuenta con un ulterior descenso de los tipos de interés de los préstamos en unos 300 puntos base, así como una reducción del coeficiente mínimo de reservas bancarias, que en la actualidad están en el 20%, para de esta forma ayudar a recuperar el crecimiento económico (Deutsche Bank Research 1997, 8).

Hong-Kong se ha visto afectada por la crisis de los 4 estados ASEAN en menor grado. En Hong-Kong, desde la introducción de la «Currency Board» en el año 1984, el dólar de Hong-Kong tuvo que soportar los ataques mas duros en agosto de 1997. Sin embargo, considerando que las monedas asiáticas o se han depreciado entre un 30 y un 50% de su valor o soportan fuertes presiones a la baja, el dólar de Hong-Kong es la última moneda unida al dólar USA que aún resiste. No existe ninguna señal clara que indique que Hong-Kong no sea capaz de competir o que el sistema bancario se encontrará en peligro a través de deudas en moneda extranjera demasiado elevadas. Naturalmente, el sector inmobiliario deberá experimentar correcciones sustanciales, pero el Banco Central de Hong-Kong intentará mantener el «Currency Board». Caso de que se tuviera que renunciar a la vinculación del dólar de Hong-Kong, esta sería la única conclusión lógica, dado el apoyo político del que goza y de las reservas de divisas, las quintas más grandes del mundo. El riesgo de depreciación del RMB (Yuan) podría seguir existiendo, al menos, hasta que el Banco de China ponga en marcha medidas más decisivas para la reactivación de la coyuntura interna. De todos modos, esta fuera de toda duda que las especulaciones han contribuido a aumentar el nivel de los tipos de interés. Naturalmente, ningún Banco Central actúa en un vacío político. Es decir, en el peor de los escenarios posibles esbozado por un empeoramiento dramático de la situación en el mercado inmobiliario y unas reservas exteriores cada vez menores, ¿podrían generar dichas circunstancias hipotéticas la suficiente presión política como para renunciar a la vinculación del dólar de Hong-Kong al dólar USA? La respuesta desde la perspectiva de las autoridades de Hong-Kong es un no rotundo. El Presidente del Consejo es plenamente consciente de que tanto un ajuste como la fluctuación del tipo de cambio traerían consigo una fuerte volatilidad, fuga de capitales e, incluso, tipos de interés más altos. Lo que podría agravar todavía más fuertemente la coyuntura que los costes derivados de un apoyo decisivo de la moneda. Además, las autoridades de la R.P. China están dispuestas a sostener sin limitación alguna o controles de movimientos de capital al «Currency Board». Cualquier cambio de la política cambiaría dañaría el valor Hong-

Kong en cuanto centro financiero para la, todavía pendiente, reestructuración de las empresas estatales de China. Por otro lado, la pérdida que experimentaría China a raíz de la renuncia a la unión del dólar Hong-Kong al dólar USA, precipitaría todavía más la caída de la coyuntura económica. Adicionalmente, la estabilidad del dólar de Hong-Kong puede ser considerada como un símbolo del éxito de la integración de la excolonia británica en la R.P. China por lo que es de suponer que tanto las autoridades monetarias de Hong-Kong como las de la R.P.China seguirán oponiéndose con todas sus fuerzas y medios a especulaciones tendentes a la depreciación. Hay que considerar que, de cara al exterior, China no desea dar la impresión de que no respeta la autonomía monetaria de Hong-Kong (China aktuell, n.º 1 1998).

Taiwan es, quizás, el único país dentro de la región del sudeste de Asia que menos ha sido afectado por la crisis monetaria y financiera de los 4-ASEAN. La razón última hay que buscarla en la solidez y fortaleza de sus fundamentos macroeconómicos, como muestran los datos del cuadro 7.

Cuando los efectos de contagio se extendieron a la isla de Taiwan, después de que las autoridades monetarias constataran que las medidas de apoyo no tenían éxito y los tipos de interés del dinero subían, a la vez, que crecían las presiones sobre la moneda, el Consejo del Banco Central tomó la decisión de permitir la depreciación del nuevo dólar taiwanés, cuyo valor se redujo en sólo el 19,1%. Para equilibrar la pérdida o fuga de capital el Banco Central redujo el coeficiente de reservas mínimas de los bancos, lo que le proporcionó al sector bancario solamente medios adicionales por valor de 2,5 mil millones de dólares estadounidenses. La decisión del Banco Central permite únicamente un desarrollo del tipo de cambio paralelo a la cesta de divisas ponderadas por el comercio exterior, no implicando inestabilidad, pues, entre otras razones, Taiwan se caracteriza por una tasa de inflación muy baja, casi inferior a la de sus socios comerciales más importantes, Estados Unidos y Japón. Además, como refleja dicho cuadro, las balanzas comerciales y por cuenta corriente muestran superávits récords, a pesar de que en el año 1996 se registró una fuerte caída en

**CUADRO 7**  
**Taiwan, pronósticos del Deutsche Bank Research**

	1996	1997	1998	1999
PIB real (tasa %)	5,7	6,2	5,0	6,0
Exportaciones (mil. mill. \$ USA)	116	120	126	140
Importaciones (mil. mill. \$ USA)	102	112	118	135
Balanza comercial (mil. mill. \$ USA)	13,6	7,8	8,2	5,0
Balanza por c. corriente (mil. mill. \$ USA)	11,0	5,8	6,2	3,0
Tasas de inflación (PIC en %)	3,1	1,1	1,8	1,5
Tipo de cambio (NTW/USD)	27,5	28,0	33,0	33,0

*Fuente:* Deutsche Bank Research, n.º 65, 24 noviembre 1997.

las tasas de crecimiento de las exportaciones, pasando del 20,6% en 1995 a sólo el 1% en dicho año (Foreign Trade Development of the Republic of China 1996, Table 4, pág. 9).

El crecimiento del PIB, en términos reales, apoyado por la demanda doméstica parece mantenerse robusto con un aumento de la producción del sector manufacturero del 7% respecto al año anterior. Finalmente, se puede contar con una moneda relativamente muy estable, consolidada por las extraordinarias reservas de divisas, cuyo valor en 1996 era de 88,04 mil millones de dólares estadounidenses, ascendiendo las estimaciones del F.A.Z. para 1997 a 91 mil millones y para 1998 a 94 mil millones de dólares (Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2-10-1997). Aunque la tasa de inflación, medida a través de la variación del IPC, equivale al 1,5%, no se esperaban cambios significativos. El nuevo dólar taiwanés podría seguir la evolución del índice ponderado del comercio, de tal forma que es muy probable que se registre una suave depreciación en relación al dólar USA. El próximo cambio en la política monetaria podría ser un descenso de los tipos de interés, inducidos por la reducción del índice de precios.

#### **4. EFECTOS DE LA CRISIS DE LOS 4 ESTADOS ASEAN SOBRE LOS PAÍSES INDUSTRIALES**

El crecimiento de la economía mundial en 1998 será más de un punto inferior a lo previsto, por efecto de la crisis de las economías del este de Asia. Según estimaciones recientes del FMI el crecimiento global previsto en 1998 se ha recortado hasta el 3,1%. Esta revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento dista de ser uniforme en las distintas áreas. De hecho, responde sobre todo al fuerte impacto de la crisis en la zona asiática. Indonesia, Corea, Tailandia, Malasia y Filipinas experimentarán retrocesos en sus PIB, con una importante caída en la demanda interna y en las importaciones. De ahí que crezca la preocupación de que la crisis pueda extenderse a otras regiones. Por ello, en esta parte consideramos oportuno analizar en qué medida pueden verse afectados por la crisis los países de la OCDE. A dicho fin, nos centraremos, primeramente, en las consecuencias para el comercio directo entre los países del este de Asia y los de la OCDE, resultantes tanto disminuida capacidad de absorción de los mercados de los países en crisis como la depreciación de sus correspondientes monedas. Además, consideraremos los efectos indirectos que podrían resultar de la influencia de aquella sobre Japón. Partiendo de la alta inseguridad que caracteriza a las perspectivas económicas para el sudeste de Asia, planteamos un escenario con expectativas más bien pesimistas. Especialmente, partimos del supuesto de que la elasticidad renta de las importaciones en los 4 Estados ASEAN tiene un valor del 1%, lo que implica que una disminución de la renta en el 1% produce una reducción de las importaciones del 1%. Además, suponemos que la elasticidad precio de las importaciones asciende al 0,8%, lo

que significa que la evolución del tipo de cambio se refleja casi por completo en los precios de las importaciones. En conjunto, estos supuestos implican un retroceso de las importaciones en los 4 Estados ASEAN en torno al 30%. En los casos de China, Hong-Kong, Corea del Sur y Taiwan partimos de la base de una reducción de las importaciones en torno al 10%. En ambos grupos de países se ha supuesto que cada uno de los países socios no puede desviar sus exportaciones hacia otras regiones. Además de esto no hemos considerado que el descenso de la demanda de materias primas en el sudeste de Asia podría arrastrar consigo una caída en los precios de las mismas, de la que se beneficiarían especialmente aquellos países importadores que mostraran un crecimiento superior a la tendencia de crecimiento a largo plazo. De otro lado, tampoco hemos considerado las diferentes relaciones crediticias, especialmente los créditos pendientes de recuperación, mediante los cuales se podría agudizar todavía más la crisis. Esto último es importante principalmente para el caso de Japón, mientras que otros países industriales sólo se enfrentan a este riesgo en menor medida.

La transmisión de la crisis vía exportaciones depende en gran medida del grado de apertura del país exportador. Primeramente, hay que resaltar que a pesar de que el sudeste de Asia (sin Japón) es una de las regiones más pobladas del mundo, ésta contribuye al PIB mundial con sólo el 8,5%. Mientras que la proporción de la región en el comercio mundial es claramente mayor, sin embargo las relaciones de importación y exportación se concentran en el comercio intra-regional entre los países de la zona. De hecho, sólo el 1,7% de las exportaciones totales de la Unión Europea (UE) tienen como destino los 4 Estados ASEAN. La participación de los otros países asiáticos en las exportaciones europeas varía entre 0,7% Taiwan y el 1,1% Hong-Kong, como muestra el cuadro 8.

Incluso Japón refleja una escasa participación en las exportaciones europeas de sólo el 2,2%, de forma que las exportaciones al sudeste de Asia ascienden en total a menos del 10% del volumen total de las exportaciones de la UE.

Los exportadores estadounidenses se han visto afectados mucho más fuertemente por las turbulencias de la crisis asiática, dado que aproximadamente una tercera parte del volumen total de sus exportaciones está determinada por la región afectada, recayendo la mayor parte de las exportaciones sobre Japón, mientras que la proporción de ellas destinada a los países más fuertemente afectados por la crisis, los 4-ASEAN, sólo ascienden al 4% aproximadamente (véase cuadro 8).

Los dos países que más podrían sufrir las consecuencias de la crisis financiera son Japón y Australia. En el caso de Japón la proporción de las exportaciones destinadas al sudeste de Asia asciende al 43% del volumen de las exportaciones totales de Japón, de las que se destinan más de una cuarta parte (cerca del 12%) a los 4 Estados ASEAN. En Australia el grado de concentración de sus exportaciones en la región asiática en crisis es notablemente mayor, con una tercera parte de sus exportaciones totales, recayendo el 10% de las exportaciones australianas sobre los 4 países ASEAN. Estos porcentajes

**CUADRO 8**  
**Interrelación comercial, en porcentajes del PIB**  
**(Exportaciones)**

Origen	Destino							
	ASEAN 4	Corea	Hong-Kong	China	Taiwan	Japón	Asia	Otros países
Australia	10,2	8,4	3,9	4,3	4,6	23,0	65,0	35,0
Japón	12,1	7,1	6,3	4,9	6,5	**	43,6	56,3
USA	4,1	4,4	2,4	2,0	3,3	11,0	30,9	69,1
EU	1,7	0,9	1,1	1,0	0,7	2,2	9,3	90,7

Fuente: Deutsche Bank Research, *Aktuelle Themen*, n.º 65, 24 noviembre 1997.

son realmente concluyentes si se ponen en relación con el grado de apertura del país exportador. A este respecto las economías con mayor grado de apertura son las de los pequeños países europeos, especialmente, Bélgica, Irlanda y Países Bajos, en los que la proporción de las exportaciones en el PIB alcanza hasta el 77%. Por el contrario, los dos grandes estados europeos, Alemania y Francia, registran solamente una proporción de las exportaciones del 25% del PIB, aproximadamente. Comparativamente a éstas las economías de Japón y de los Estados Unidos son relativamente cerradas, con cuotas de exportación del 9,7% y del 10,8% respectivamente. Finalmente, en Australia la cuota de exportación asciende al 20%, según datos del cuadro 9.

Tomando como base de cálculo la proporción de las exportaciones hacia el sudeste de Asia y la cuota de exportación, Australia debería ser la más fuertemente afectada por los efectos de la crisis financiera. Si los cuatro países ASEAN reducen sus volúmenes de importación en el 30%, entonces el PIB de Australia se reduciría en 0,6 puntos por ciento, de mantenerse todo lo demás constante. Pero, en caso de que la crisis financiera se extendiera a los demás países del sudeste de Asia —como de hecho, si bien en menor grado, se ha producido— de tal forma que éstos se vieran obligados a reducir sus importaciones en un 10% esto provocaría una reducción del PIB de Australia en un 1 por ciento puntos. Dado que Australia es un importante exportador de materias primas podría traducirse en un empeoramiento de las relaciones de intercambio aus-

**CUADRO 9**  
**Grado de apertura medido en porcentajes de las exportaciones en el PIB**

Australia	Japón	USA	España	Bélgica	Francia	Alemania	Irlanda	Holanda
19,8	9,7	10,8	23,7	77,6	23,8	271,	72,4	55,8

Fuente: Deutsche Bank Research, *Aktuelle Themen*, n.º 65, 24 noviembre 1997.

tralianas, contribuyendo así a una agudización adicional de la situación en este país, superior a la indicada en el cuadro 10.

A pesar de la escasa apertura de la economía japonesa, ésta podría verse arrastrada por las turbulencias de la crisis financiera. Bajo los supuestos arriba mencionados, el PIB de Japón podría verse reducido en 0,6 puntos por ciento, según estimaciones del Deutsche Bank Research, a raíz de la crisis financiera de Asia. Pero, considerando la difícil situación que atraviesan muchas empresas y bancos japoneses afectados por la crisis financiera del sudeste de Asia y las quiebras que dicha crisis ha originado, dando lugar a una notable caída de la demanda interna, todo ello podría llevar a una recesión de la economía del Japón mucho más fuerte, como de hecho está ocurriendo. Por el contrario, en Europa y en los Estados Unidos no se esperan repercusiones apreciables, contándose con una caída del PIB en torno al 0,3 puntos por ciento. Situación que apenas se vería modificada en estos dos últimos casos, incluso si se consideraran los efectos indirectos de un solapamiento de la crisis en la región asiática sobre Japón y desde aquí al resto de los países de la OCDE. Pues, dada la escasa importancia del Japón como comprador de productos de Europa y de los Estados Unidos las consecuencias indirectas serían ligeramente insignificantes. Únicamente en el caso de Australia se esperarían consecuencias dignas de consideración, ya que el país exporta al Japón el 23% de sus exportaciones totales.

En suma, se puede concluir que los efectos de la crisis de los mercados financieros del sudeste de Asia en la economía mundial son más bien limitados. Incluso partiendo de supuestos pesimistas se dan pocas circunstancias por las que las turbulencias monetarias sean tan fuertes que pudieran provocar el final del crecimiento económico en los Estados Unidos. Además, es de esperar que la Reserva Federal aplase un aumento de los tipos de interés, caso de que siga persistiendo la volatilidad de los mercados financieros. Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, consideró la caída de los valores de las acciones como una corrección transitoria, que tendría efectos positivos sobre el desarrollo económico global. De ahí que no se produjo efecto arrastre sobre el instru-

**CUADRO 10**  
**Efectos de la crisis sobre el PIB de los países exportadores (%)**  
(Exportaciones)

Origen	Destino					Total
	ASEAN 4	Corea	Hong-Kong	China	Taiwan	
Australia	0,60	0,17	0,80	0,90	0,90	1,05
Japón	0,35	0,70	0,60	0,50	0,60	0,59
USA	0,13	0,50	0,30	0,20	0,40	0,27
EU	0,15	0,30	0,30	0,30	0,20	0,27

*Fuente:* Deutsche Bank Research, *Aktuelle Themen*, n.º 65, 24 noviembre 1997.



mentario político monetario. Sin embargo, a largo plazo, se debe contar, más bien, con un desarrollo inflacionista que deflacionista, de tal forma que las correcciones en los mercados financieros y las caídas de los precios de las materias primas solamente podrían servir transitoriamente para reducir las tensiones en el frente de los tipos de interés.

Aunque la crisis financiera en el sudeste de Asia no debería originar consecuencias dignas de mención en Europa y en los Estados Unidos, sin embargo algunos países serán afectados significativamente, pudiendo verse notablemente afectada Australia, cuya economía está más fuertemente orientada hacia la región asiática, azotada por la crisis. En el caso de Japón la crisis podría afectar negativamente no sólo al comercio exterior, sino que ella encierra enormes riesgos para la estabilidad del sistema financiero. De todos modos, aunque estos países fueran arrastrados por las turbulencias monetarias, pese a todo los daños para la economía mundial se mantendrían dentro de unos límites bien definidos.

## 5. CONCLUSIONES

Todavía hoy la situación en los 4 Estados ASEAN, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia es muy tensa. Sólo cuando se acometan con severidad una serie de problemas urgentes, como por ejemplo la notoria debilidad del sistema bancario volverá la confianza a los mercados y cesará la presión sobre los valores. Las expectativas de crecimiento para estos cuatro países han empeorado considerablemente y serán necesarias amplias reformas para que vuelvan a recuperar las tasas de crecimiento del pasado. Las pérdidas reales de las tasas de crecimiento de los Estados del sudeste de Asia son difíciles de predecir. Ya que las altas tasas de inflación, el continuo empeoramiento de las relaciones de intercambio, la necesidad de reducir las inversiones estatales, el excesivo endeudamiento de los bancos y de las empresas, así como las quiebras resultantes de éste último son todos ellos factores que afectan negativamente al crecimiento.

La crisis de los mercados financieros también ha afectado, si bien diferentemente, a otros países del ASEAN. Especialmente afectado se vió Hong-Kong, cuya moneda fue objeto de nuevos ataques especulativos. Las perspectivas para China, Taiwan y, sobre todo, Corea se caracterizan por una elevada inseguridad. A ello contribuye, primero, la capacidad de absorción drásticamente inferior de los mercados de los 4 Estados ASEAN y, tercero, la mejora de la capacidad competitiva de dichos Estados ASEAN en relación a terceros países.

Tareas de la política económica de los países del sudeste de Asia debería ser controlar los efectos inflacionistas derivados de la depreciación de la moneda y los déficits crecientes de la balanza por cuenta corriente. Por ello, en el futuro se esperan una política monetaria y fiscal restrictivas. Los altos tipos de interés y la reducción de las inversiones estatales en grandes proyectos de infraestructura e industrialización tenderán a reducir el crecimiento económico en el año 1998 y en los años siguientes. Por otro lado, unas políticas monetaria y

fiscal demasiado restrictivas corren el peligro de provocar en estos países una recesión económica. Así pues el espacio de maniobra de los países del sudeste de Asia es muy limitado.

En la mayoría de los 4 Estados ASEAN ya se han puesto en marcha algunas de las medidas de ajuste, acompañadas de políticas monetarias y fiscales restrictivas. Todos los gobiernos de la región han efectuado correcciones a la baja en las expectativas de crecimiento, oficialmente reconocidas. Según ellas Indonesia alcanzaría un crecimiento del PIB en 1998 comprendido entre el 5,5% y el 6%, Malasia del 8%, Filipinas del 5 al 5,5% y Tailandia del 2%. Especialmente optimistas nos parecen las tasas de crecimiento de Indonesia y de Tailandia, pues en el año 1998 no se excluyen retrocesos notables del PIB.

## BIBLIOGRAFÍA

- AMSDEN, A. H.: *Asia's Next Giant. South Korea and Late Industrialization*, Oxford University Press, Nueva York, 1989.
- ARMSTRONG, A.: «Die Währungskrise der ASEAN-Staaten breitet sich aus», *Deutsche Bank Research; Aktuelle Themen*, n.º 65, 24 noviembre 1997.
- CORNELIUS, Peter: «Die Krise in Südostasien —mögliche Auswirkungen auf die Industrieländer», en *Deutsche Bank Research; Aktuelle Themen*, n.º 65, 24 noviembre 1997.
- CHINA AKTUELL: Institut für Asienkunde, Hamburgo, n.º1, 1998.
- DE LA DEHESA, Guillermo: «Lecciones de una crisis financiera inacabada en Asia», en *El País*, martes 24 de marzo de 1998.
- FRANKFUTER ALLGEMEINE ZEITUNG: *Taiwans Wirtschaftsaufschwung festigt sich langsam*, 2 de octubre de 1997.
- *Länderprofil. Südkorea will sich mit Sparren aus der Schuldenfalle befreien*. 6 de febrero de 1998.
- HANDELSBLATT: *Banken weden in der letzter Minute einen Staatsbankrott Seuels ab*, 31 de diciembre de 1987.
- HELFEN, Thomas: «Die Auswirkungen der Finanzkrise in Asien auf die Politik. Sie Situation in Thailand», en KONRAD ADENAUER STIFTUNG, *Auslandsinformationen*, n.º4, 1998.
- IFO-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG (ed.): HILPER HANS, G: «Währungsturbulenzen in Südostasien», en *IFO Schnellienst*, 32, Munchen, 1997.
- JONES, LEROY y SAKONG: *Government, business, and entrepreneurship in Economic Development: The Korean Case*, Harvard University Press, Cambridge, 1980.
- SCHÄNDLER, M., y GUTERMUTH, A.: «Arbeitsmarkt und Beschäftigung in der VR China: Bedingungen für die Unternehmen mit ausländischer Beteiligung», en *Bass, Hans, H. China in der Weltwirtschaft*, Institut für Asienkunde, Hamburgo, 1996.
- SÜDDEUTSCHE ZEITUNG: *Gläubigbaken gewähren Südkorea Atempause und schulden Kredite um*, 30 de enero 1998.
- WADE, R.: *Governing the market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*.
- WORLD ECONOMIC OUTLOOK INTERIM ASSESSMENT: *A Survey by the Staff of the International monetary Fund.*, IMF, Washington, D.C. 1997.