



Blanco sobre negro de la crisis asiática: ¿recuperación regional o sólo en algunas economías?

Autor: Gustavo A. Girado

Colaboración: Fernando Pioli

Inédito

Diciembre 1999

www.asiayargentina.com

E-mail: contactenos@asiayargentina.com

Introducción

Dado el carácter particular que asumió la crisis regional, manifestándose primero en un país pequeño (Tailandia) para luego difundirse a sus vecinos más grandes, y las diversas formas que adoptaron las políticas seguidas para paliar sus consecuencias, analistas internacionales han preferido diferenciar aquellas economías que impulsaron políticas bajo directo monitoreo del FMI (Corea, Indonesia, Tailandia y en menor medida Filipinas) de otras afectadas pero con menor intervención multilateral (Malasia y Hong Kong) y de aquellas cuya actividad se resintió, pero en menor grado, como Taiwan y Singapur¹.

Hasta el inicio de la crisis, la mayoría de los países del Asia Pacífico habían basado su crecimiento a través del sector manufacturero exportador y se había verificado -tal vez con la sola excepción de la R. P. China- una alta correlación entre la tasa de variación del producto y la tasa de variación de las exportaciones². El paulatino deterioro de algunas economías asiáticas que ya se insinuaba con menores exportaciones en 1996, emerge finalmente con la crisis financiera en Tailandia de mediados de 1997 y se termina de expandir a toda la región a pocos meses de su comienzo. Así, las economías asiáticas en vías de desarrollo crecieron sólo un 1% en promedio en aquel año -su nivel más bajo desde la segunda posguerra-. De cualquier manera, no todas experimentaron crecimiento negativo en 1997 y 1998, sino que de las analizadas en este trabajo, Taiwan y Singapur solamente desaceleraron su crecimiento, si bien en forma significativa. Tampoco todos los sistemas bancarios regionales enfrentaron la misma presión ni requirieron el mismo grado de intervención estatal, en la medida que varios de ellos se encontraban en mejores condiciones relativas para enfrentar las consecuencias de la crisis.

A partir de entonces, las economías asiáticas encuentran mayores dificultades en seguir utilizando el modelo de crecimiento de la década del ochenta consistente en pedir prestados dólares, invertirlos y exportar artículos baratos. Todavía un año después de comenzada la crisis económica internacional que tuvo como epicentro los países del Asia Pacífico, las autoridades de los países más castigados (fundamentalmente aún circunscriptos a aquella región) admitían que no conocían cuándo llegaría el momento de tocar fondo³. Este trabajo intentará repasar cuál es el escenario regional que se ha generado luego del *turmoil*, a más de dos años vista de haberse desencadenado.

Las consecuencias macroeconómicas de la crisis.

¹ La R. P. China y Japón son las economías más importantes de la región, y por eso merecen un tratamiento diferencial. De Japón se hace una reseña en este mismo trabajo, y para el caso chino véase el "Panorama de la Economía Internacional" N° 4 del CEI.

² Las exportaciones del Asia Pacífico tienden a ser *commodities*, particularmente de bienes manufacturados, utilizados como insumos para la producción de bienes de capital y de consumo, dirigidos principalmente a países de mayor desarrollo. Los principales productos son semiconductores, componentes electrónicos, químicos y manufacturas de acero. De ahí que lo que realmente les interesa es la demanda de estos productos desde los países desarrollados, por lo que se tornan decisivas las variaciones de existencias o inventarios de los países de alta tecnología (EE.UU., Japón, Unión Europea), lo que se conoce como el "*inventory cycle*" (las estadísticas muestran una alta correlación en las variaciones de existencias en los EE.UU. y la variaciones de las exportaciones en los países asiáticos). Unidad Analítica Asia Pacífico, MEyOySP, 1998.

³ Al comienzo de la crisis, se observó un alto nivel de déficit en cuenta corriente en Malasia, Filipinas, Indonesia, Corea del Sur y Tailandia. En Tailandia y Filipinas se apreció un alto nivel de endeudamiento externo, del cual una gran proporción venía a corto plazo, y en el caso de Tailandia se agregaba una sobreexpansión del crédito. La aparición de la R. P. China como competidor efectivo en productos intensivos en mano de obra mostró los límites de un modelo de alto crecimiento basado en este tipo de productos, lo que no quiere decir que estas economías ya hubiesen agotado sus modelos más intensivos, sino que ciertas transiciones se tornan necesarias para continuar senderos de crecimiento que impliquen cambios cualitativos en cuanto etapas ulteriores de la productividad social (tecnología física y organizativa).

Los países del sudeste de Asia fueron los más castigados: Tailandia e Indonesia -especialmente- sufrieron una impresionante contracción económica y Malasia, Corea y Hong Kong también, si bien algo menor. De las economías de reciente industrialización (conocidas como NIC's), sólo Taiwan parecía haber transitado la crisis con un daño más ligero; Singapur, más abierta y con un comercio basado en el sector terciario (que junto a Hong Kong constituyen centros financieros y comerciales por excelencia), tampoco pudo esquivar sus consecuencias.

Evolución de la tasa de crecimiento del PIB real⁴

	Promedio anual 1988-1995	1996	1997	1998	1999*
Hong Kong	5.1	4.6	5.3	-5.1	0.9
Corea	8.1	6.8	5.0	-5.8	8.1
Singapur	9.1	7.0	9.0	0.3	5.8
Taiwan	6.8	5.7	6.8	4.7	5.6
Indonesia	7.9	8.0	4.7	-13.2	-1.0
Malasia	8.9	8.6	7.5	-7.5	4.7
Filipinas	3.4	5.5	5.2	-0.5	3.0
Tailandia	9.9	5.5	-1.3	-10.4	4.1

* estimado. CEI en base a Asia Development Bank y Warburg Dillon Read.

Queda reflejado que, más allá del carácter de los problemas individuales (políticos y/o estructurales) o de los diferentes esquemas cambiarios vigentes a 1997, la dependencia mutua entre estas economías era y es muy grande, tanto en términos comerciales como de inversiones. Por el lado de la economía real, los inconvenientes que aparejó la crisis se correspondieron con bajos niveles de inversión y por tanto de perspectiva de crecimiento: las tasas de inversión (respecto del PIB) se desplomaron en comparación al promedio 1992-1997, cayendo en el segundo trimestre de 1999 un 57% en Indonesia, un 40% en Tailandia y 30% en Corea.

Asimismo deben diferenciarse los efectos sectoriales de la contracción económica. Adelantándonos por un instante al análisis pormenorizado de adelante, la crisis ha tenido severas consecuencias en los productores de bienes no comercializados internacionalmente (no transables), donde todavía la producción se encuentra en niveles muy bajos. La lógica del proceso se asocia con la depreciación de las monedas de la región, que favoreció a los bienes que se comercializan en los mercados internacionales, reduciendo así los incentivos a invertir en los sectores productores de bienes no transables (incentivo también impulsado por la caída del consumo doméstico). Precisamente, aparece una mayor cantidad de empresas incapaces de hacer frente a sus deudas en este último grupo que en el primero⁵.

Por el otro lado, los flujos netos de capital privado a la región, que fueron de us\$ 170 mil millones en 1996, cayeron aproximadamente a us\$ 16 mil millones en 1998. En conjunto, para algunas economías (Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas y Tailandia) el flujo neto fue negativo por casi us\$ 30 mil millones⁶.

⁴ Las estimaciones para 1999 del Bank of America, la OCDE y Goldman Sachs, en general, presentan el mismo sentido, si bien hay disparidades en casi todos los casos. Las diferencias en las estimaciones son mayores en aquellas economías que todavía no presentan un escenario de recuperación tan claro.

⁵ Antes de la crisis, ya el sector de no transables se había caracterizado por sus excesivos niveles de capacidad instalada y baja productividad, lo que se reflejaba en la existencia de monopolios locales en sectores tales como el comercio minorista y de distribución. Banco Mundial, "Global Economic Prospects and the Developing Countries", diciembre de 1999.

⁶ En 1997 y 1998, unos us\$ 43 mil millones en capital de préstamo de fondos extraregionales salieron de los países sumergidos en la crisis.

Flujos netos de capital privado a los países de Asia en desarrollo

-en miles de millones de us\$-

	1995	1996	1997	1998
Economías más afectadas*	79.0	103.2	(1.1)	(28.3)
R. P. China	43.7	50.1	60.0	38.0
Otras economías de Asia	10.1	16.4	9.5	6.1
Total	132.8	169.7	68.4	15.8

* Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas y Tailandia. CEI en base a Asian Development Bank.

La contracción monetaria redujo la demanda doméstica y exacerbó el problema bancario, donde se acumularon multimillonarios préstamos impagos de los tomadores de crédito⁷ al caer el valor de las garantías que los respaldaban. La escalada de devaluaciones (a mediados de 1998 y en promedio, alcanzaron el 60%), no conseguía impulsar las exportaciones, que durante todo 1998 caen con sólo dos excepciones: Filipinas y la R. P. China.

Las principales razones del proceso se encontraban en:

- La disrupción en los circuitos normales de abastecimiento y crédito, que afectan la producción; al encarecimiento de las importaciones en moneda local se le sumaban las dificultades en la apertura de las cartas de crédito;
- La fragilidad del sector financiero y su incapacidad para administrar el proceso de crisis;
- El debilitamiento en la demanda de importaciones de la propia región -que es el destino de un alto porcentaje de las exportaciones del área- y las caídas de los valores en dólares de los productos exportados. Como el comercio intraregional (excluyendo a Japón) representa el 33,7% del total de las exportaciones y el 30% de todas las importaciones, lo que se produce es una caída del volumen de comercio⁸, y
- La aceleración de la inflación.

El financiamiento crediticio prácticamente había desaparecido a comienzos de 1998, las finanzas de los gobiernos regionales estaban muy ajustadas y los salarios reales habían colapsado. El costo de mantener las economías en funcionamiento bajo estas condiciones fue alto como lo reflejan, entre otros, serios problemas políticos, el fuerte aumento en la cantidad de quiebras y los índices de desocupación.

Según el Asian Development Bank, durante las dos décadas de rápido crecimiento que precedió a la crisis, la tasa de pobreza promedio en el este y sudeste de Asia cayó del 60% al 26%. Esto representa un sustancial incremento en el promedio del standard de vida de algo más de 1,6 mil millones de personas que habitan en la región; sin embargo, desde mediados de 1997, el desempleo, la inflación y la reducción en la prestación de los servicios sociales -donde estaban en manos del Estado- se han combinado para reducir el ingreso efectivo de decenas de millones de personas. El impacto de la crisis ha sido especialmente duro en Indonesia (el cuarto país en población del mundo), pero los grupos pobres de Filipinas, Tailandia y otras economías también fueron y son fuertemente afectados.

⁷ "La gran expansión del dinero-crédito permite ofrecer en los mercados domésticos un mayor volumen de líquido -crédito-, atraídos por el diferencial de tasas de interés; una parte sustantiva se dirigió al sector inmobiliario, valorizándolo al punto de subir el precio del m² a niveles insospechados. En Tailandia, Malasia y Filipinas hubo "booms" inmobiliarios financiados por créditos baratos del exterior. Cuando esto sucede en mercados no muy desarrollados -inmaduros-, se exponen fieramente a que la salida masiva de capitales provoque un descalabro financiero", "Apuntes sobre la crisis en el este de Asia", Girado, Gustavo Alejandro, en Realidad Económica N° 153.

⁸ "Coyuntura en Asia", Unidad Analítica Asia Pacífico, SICyM – MEyOySP, 1998.

La inflación crece y, en promedio para Asia, sube del 4,7% en 1997 a más del 8% un año después. Ese proceso no es homogéneo: se registran picos con incrementos de dos dígitos en Indonesia y una evolución negativa en Singapur y Hong Kong -donde comienza un proceso deflacionario que aún continúa-. Las depreciaciones de las monedas de Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia también se reflejaron en los mayores niveles de precios domésticos.

Evolución del Índice de Precios al Consumidor

	1996	1997	1998
Hong Kong	6.6	5.2	-1.6
Corea	4.9	4.5	7.5
Singapur	1.4	2.0	-1.5
Taiwan	3.1	0.9	1.7
Indonesia	7.9	6.6	60.7
Malasia	3.5	2.7	5.3
Filipinas	8.4	6.0	9.7
Tailandia	5.9	5.6	8.1

CEI en base a Asia Development Bank, World Economic Outlook y HSBC Economics & Investment Strategy.

Esos comportamientos diferenciales también se aprecian en otros planos: los sistemas bancarios de Hong Kong, Singapur, Taiwan y Filipinas (a excepción de la primera, quizás las economías que mejor transitaron la crisis) sintieron el impacto de la recesión en sus economías vecinas, pero esos sistemas aún permanecen "intactos" -vis a vis lo sucedido en sus sistemas vecinos- y sin necesidad de ayuda estatal. En el caso de las tres economías con fuerte influencia del FMI en sus programas de reordenamiento (Corea, Tailandia e Indonesia), los aspectos conflictivos que caracterizaron a sus sistemas bancario y financiero pueden resumirse en:

- 1- Persistente deterioro de sus déficits de cuenta corriente, financiados por préstamos de corto plazo⁹;
- 2- Bancos locales con fuerte endeudamiento externo, y los que no, con clientes locales que sí tenían deudas en divisas importantes;
- 3- Sistemas de supervisión bancaria muy pobres y grandes compromisos con un pequeño número de clientes de envergadura.

La cuenta corriente del Balance de Pagos fue negativa en 1996 y 1997 para casi todas las economías -con las excepciones de Singapur y Taiwan-, se torna positiva en toda la región al año siguiente como resultado, fundamentalmente, de la fuerte contracción en las importaciones y la caída en la actividad económica y, en menor medida, por el aumento de las exportaciones en ese año.

Cuenta Corriente como % del PIB

	1996	1997	1998	1999*
Hong Kong	-1.0	-3.2	0.4	-2.4
Indonesia	-3.3	-1.8	4.1	2.8
Malasia	-4.9	-4.2	13.4	12.9
Filipinas	-4.7	-5.2	2.0	1.6
Singapur	15.7	15.4	20.9	22.4

⁹ "El FMI advertía en 1996, que la combinación de elevados déficits de cuenta corriente y la velocidad de crecimiento de varias de éstas economías -por caso, donde el problema se manifestó primero: Tailandia, Indonesia y Malasia- podían conducir a un recalentamiento no compatible con una fuerte actividad económica a largo plazo. Los sistemas financieros regionales tienen serias deficiencias, correspondidos permanentemente por recursos obtenidos mediante la emisión de títulos, cuya acumulación a corto plazo ha llevado a varias economías al borde del "default", Girado, G. A., citado.

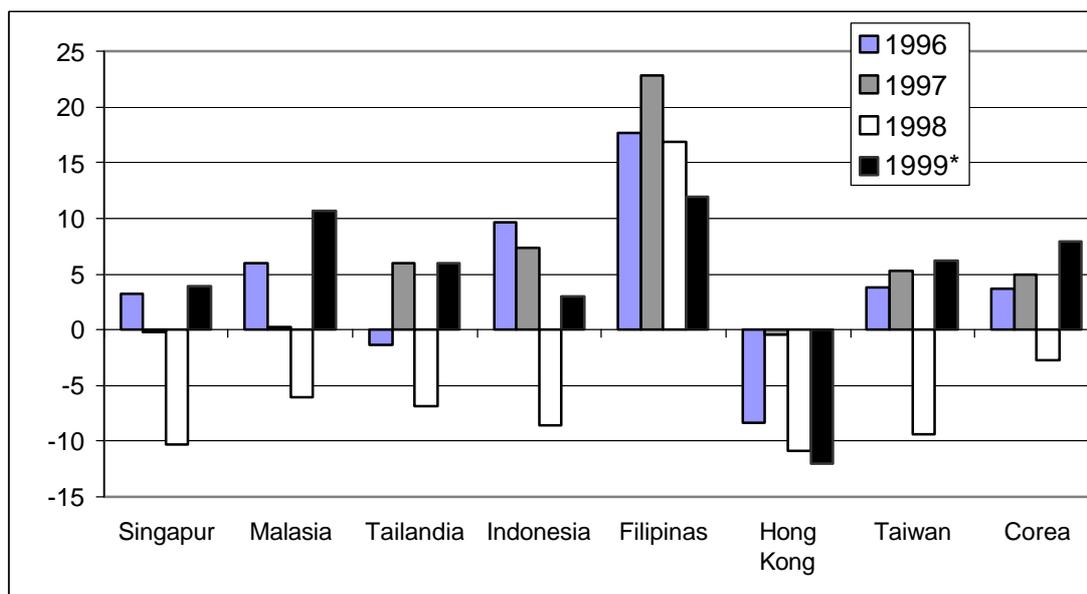
Corea	-4.8	-1.7	12.2	4.9
Taiwan	4.0	2.7	1.4	3.5
Tailandia	-7.9	-2.0	12.6	7.4

* Proyectado. CEI en base a OECD, FMI, Warburg Dillon Read y Bank of America.

La debilidad de los sistemas bancarios y financieros, inmersos en un fuerte proceso de reestructuración, resultó un impedimento importante para que los flujos de capital internacional reingresen a la región. Recién hacia finales de 1998, una vez puestos en marcha una serie de reformas de porte en esos sistemas, pudo revertirse parcialmente la situación.

La negativa *performance* exportadora en 1998 de las economías de la región, tuvo origen en la caída de la demanda de las otras economías vecinas afectadas por la crisis, ya que hay una fuerte dependencia comercial mutua, como se señalara. Pero como la depreciación de las monedas regionales y la caída en la actividad también redujo las importaciones, el resultado neto fueron superávits en las balanzas comerciales y de cuenta corriente.

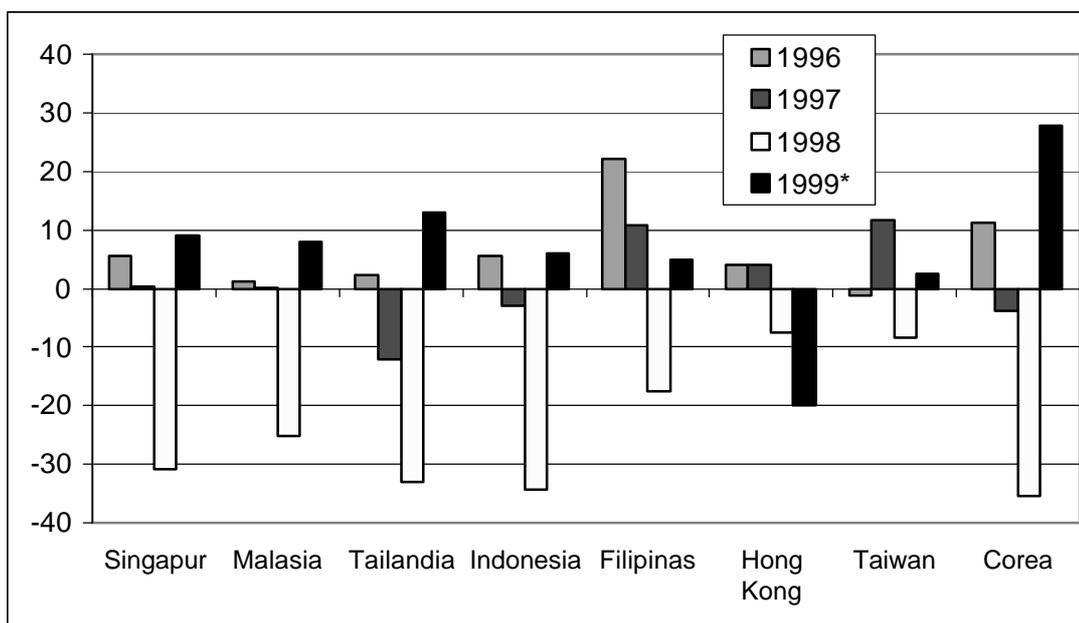
Evolución de las exportaciones de algunas economías del Asia del Pacífico -en %-



CEI en base al Warburg Dillon Read.

Como puede observarse en los gráficos, sólo Filipinas aumenta sus ventas al exterior en 1998, mientras que todas esas mismas economías reducen sus compras en el extranjero, en algunos casos en forma significativa. Debe recordarse que tienen un alto grado de apertura y que su rápido crecimiento de las décadas pasadas estuvo firmemente apoyado en sus crecientes volúmenes de comercio exterior.

Evolución de las importaciones de algunas economías del Asia del Pacífico -en %-



CEI en base al Warburg Dillon Read.

Con la crisis instalada, se puso en marcha una "primera ola" de respuestas de política económica, que contó con el apoyo condicionado del FMI y otros organismos multilaterales de crédito, en algunos países: se desarrollaron estrategias convencionales de ajuste en las políticas monetarias y fiscales, reformas institucionales que permitieran la reestructuración bancaria y financiera y se dejaron flotar los tipos de cambio¹⁰. Su alto costo social puso en duda la continuidad de esas políticas, suscitando un fuerte debate internacional sobre el rol de la institución y los mecanismos previstos para la implementación de las políticas económicas en los países necesitados de fondos. Esta "primera ola" generó un espacio propicio para importantes cambios políticos en varias economías, que vinieron de la mano de una "segunda ola" de medidas que, sintéticamente, eran menos austeras y más intervencionistas, especialmente para impulsar la demanda doméstica -ver abajo-.

Más aún, algunos cambios fueron abruptos. Malasia modificó drásticamente su política económica imponiendo un estricto control a los movimientos de divisas fijando su tipo de cambio (setiembre de 1998), *contrario sensu* a la actitud que masivamente adoptaron sus economías vecinas, que lo liberalizaron; Vietnam y la R. P. China (que no forman parte del presente análisis), que ya administraban el intercambio de divisas, ajustaron severamente sus políticas cambiarias y Hong Kong (a ese entonces constituida como una región con administración especial bajo soberanía china en el marco de la política conocida como "un país, dos sistemas"), aparece interviniendo en el mercado de acciones y mercado de futuros para evitar las acciones especulativas contra el dólar hongkonés.

El comienzo de la recuperación

Posiblemente sea difícil establecer con exactitud cómo la crisis reflejó las ineficiencias en el uso de los recursos, la mala regulación del sistema financiero u otros problemas estructurales, pero hay

¹⁰ Es destacable el rol jugado por los tipos de cambio en la fase inicial de la crisis y en el posterior intento de su resolución: los países que más fueron golpeados por la crisis al comienzo defendieron su tipo de cambio al punto de dejar exhaustas sus posiciones de reservas, pero la subsecuente caída de esas monedas colaboró parcialmente con la recuperación.

certeza acerca de que no fue un sólo factor el desencadenante del proceso. A su vez, éste introdujo una oportunidad única para modernizar los esquemas de regulación financiera, promover el desarrollo económico superando antiguos esquemas de dirigismo¹¹ e impulsar la reestructuración de las corporaciones.

Hoy, a más de dos años del inicio del proceso, las economías de Corea del Sur, Malasia, Indonesia y Tailandia parecen estar recuperándose, en algún caso en forma espectacular. No sólo se han estabilizado sus mercados financieros, sino que hay noticias alentadoras desde el lado del producto: las estimaciones para fin de 1999 son positivas para casi todas las economías analizadas, revirtiendo las previas que hacían hincapié en una salida algo más traumática, más lenta y de resultados todavía negativos en lo que hace al crecimiento del producto -de cualquier forma, nunca las estimaciones fueron homogéneas para el conjunto de economías-. Más aún, el superávit de cuenta corriente que paulatinamente se va consolidando en Corea, Tailandia e Indonesia, refuerza su adherencia a las políticas del FMI.

La administración de la crisis, esto es el gerenciamiento de los procesos de ajuste para intentar cerrar las brechas externa y fiscal¹² que se ampliaban más rápidamente a fin de 1997, ha sido notable por la velocidad y los resultados alcanzados. Al mismo tiempo que se retomaban las sendas de crecimiento económico, cambia el signo del resultado de la ratio cuenta corriente/PIB. Paralelamente, desde el último escalón alcanzado en 1997, las posiciones de reservas de las economías mencionadas (si bien Indonesia en grado menor) han mejorado notablemente, especialmente en Corea, en donde ya son mayores a las de 1996.

Respecto del comercio exterior, todas las economías (excepto Hong Kong) aumentarán sus exportaciones en 1999, pero Malasia y Corea son las únicas cuyas exportaciones serán mayores a las de 1997 (sobrepasando la caída del año pasado), mientras que Tailandia sólo recuperará el terreno perdido en 1998. En cambio, Singapur, Indonesia y Taiwan verán aumentar sus ventas al exterior a fin de 1999, pero apenas si podrán recortar parcialmente el deterioro de sus ventas de 1998; las exportaciones de Hong Kong, se dijo, seguirán la tendencia decreciente que se manifiesta desde 1996. Todas estas economías (y nuevamente a excepción de Hong Kong), aumentarán sus importaciones para fin de 1999, pero ninguna de ellas lo suficiente como para tener los mismos niveles de compras externas de fin de 1997.

En suma, los análisis internacionales destacan la velocidad del proceso de ajuste y sus resultados, pero también enfatizan que si el rápido crecimiento que se avizora quiere ser sostenido, es mucho lo que todavía debe ser realizado. Como analizamos adelante, una parte importante de la crisis se resolvería cuando las economías regionales avancen con los problemas de las deudas bancarias y se acelere la reestructuración de los grupos económicos.

¹¹ Como ya se ha tratado en diversas oportunidades, no es ocioso recordar que uno de los mayores conglomerados coreanos en crisis, Daewoo, si bien contribuía con el 5% del PIB coreano, también habría generado una deuda de unos us\$ 60 mil millones (15% del PIB) -esta cifra difiere según la fuente y el momento en que se considera-. Los fracasos de los intentos de salvataje (práctica usual conocida como "too big to fail" que intentaba justificar los auxilios gubernamentales) alimentaron el concepto de "crony capitalism" que sobrevoló la crisis asiática. Cuando el gobierno coreano anunció el primer plan de salvataje del grupo, el índice KOSPI cayó 11% en dos días.

¹² Debe aclararse que, a diferencia de varias economías latinoamericanas, las asiáticas no han tenido déficits fiscales crónicos en el centro de la crisis. Y si tuviesen que enfrentar hoy un déficit mayor, quizás como productos de los paquetes de ayuda estatal para solventar la recapitalización de los bancos, éste seguramente será temporal hasta que los bancos puedan ser vendidos o cerrados definitivamente.

Cada país, en sus propios términos, ha comenzado con los procesos de reforma estructural, si bien los avances son dispares. Inicialmente se apuntó a atender las fabulosas demandas del sector financiero, desestructurado casi por completo durante la crisis, pero las resistencias domésticas a las reformas (aspecto que atañe a todos los sectores) son vastas y crecientes, por lo que allí donde esos procesos han comenzado, son lentos y políticamente débiles, con muy pocas excepciones.

Estimaciones internacionales señalan que la reciente mejora en las expectativas se asocia a la recuperación de la demanda doméstica, apuntalada por políticas monetarias y fiscales más laxas (de aquella "segunda ola")¹³, pero hay riesgo en que sean sólo temporarias porque:

- Los mayores gastos de los consumidores (ahora como motor de la expansión de la demanda interna) podrían tener origen en aquellos gastos pospuestos con el inicio de la crisis (que obligaron a reducir el consumo) y a su vez dirigirse a gastos esenciales e ineludibles para las familias, que en su momento pudieron demorar. Con las dificultades que las autoridades enfrentan para reducir el desempleo, hay una fuerte tendencia a pensar que estos mayores gastos pueden ser coyunturales y que no constituyen un real cambio en la actitud de los agentes;

- Los programas de recuperación hasta ahora puestos en marcha, pueden asimismo poner en jaque los superávits en cuenta corriente alcanzados, en tanto se retome la senda alcista en las importaciones si sigue creciendo el nivel de actividad -si bien todavía se registran altos niveles de capacidad ociosa¹⁴.

El problema que persiste, entonces, es el grado de sustentabilidad del proceso que estos registros presentan. Si el consumo privado se redujese nuevamente, no hay variable -hasta ahora- en condiciones de ocupar su lugar como fuente de crecimiento de la demanda. La combinación de exceso de capacidad ociosa industrial junto a montañas de deudas impagas de las corporaciones industriales, no permiten augurar mayores inversiones de las empresas, por lo que se espera que no crezcan como para sostener la demanda (además, lo anterior requiere asumir que los bancos están en condiciones de otorgar nuevos préstamos, lo que al menos todavía parece dudoso -siendo generosos con la consideración-). Por el lado de las exportaciones, mientras no se recuperen las economías regionales en su conjunto, dada su ligazón comercial, es difícil pensar que esas ventas externas puedan aportar mucho al crecimiento del producto. Esto obliga a dirigir las miradas hacia Japón (ver box).

Una recuperación mayor requiere que se lleven a cabo las reformas estructurales pendientes en los sectores bancario y corporativo, junto a los programas de reestructuración de deudas. Y como los programas de reestructuración económica no comenzaron en todas las economías, hay coincidencia entre analistas internacionales que las reformas apenas si se han iniciado y que, si se relajasen los procesos de su puesta en marcha (precisamente porque mientras se diseñan están mejorando las condiciones económicas), probablemente no se avance en las reformas estructurales pendientes, postergando la aparición de una "solución creíble"¹⁵. Sólo es seguro que no hay una salida sencilla y rápida para la crisis, que tiene raíces profundas.

¹³ El mejor ejemplo lo constituyen las reformas impositivas: Tailandia redujo el IVA del 10% al 7%, Japón bajó la tasa máxima aplicable al impuesto a las ganancias personales del 65% al 50% -y el corporativo del 52% al 41%- y Hong Kong y Singapur introdujeron reducciones impositivas temporarias del 10%, a pesar que ya eran lo suficientemente reducidas: del 16,5% y del 22%, respectivamente. Se estima que los restantes países de la región pronto adoptarán medidas similares.

¹⁴ La utilización de la capacidad manufacturera instalada en Tailandia es todavía de alrededor del 55% y en Corea acaba de mejorar del 65% al 75%.

¹⁵ Aquí debe considerarse también las incertezas políticas de muchos países: los políticos se encuentran bajo presión de los ciudadanos en casi todos los países de la región, en la medida que el desempleo aumenta (o no se reduce) y la población no percibe los beneficios de la supuesta recuperación.

El Banco Mundial destaca un aspecto interesante en este proceso, relacionado con los incentivos que aparecen por esperar la resolución de los problemas: hay muchos deudores que sufrieron fuertes pérdidas por mantener en su cartera activos que se depreciaron, y en esas condiciones no pueden perder mucho más si siguen esperando la resolución de la crisis; por otro lado, los acreedores admiten la necesidad de una masiva inyección de capital en esas empresas endeudadas, lo que no es plausible a corto plazo. El problema se agrava, reconoce el Banco, porque aquellos en apuros sí tienen incentivos en asumir mayores riesgos, ya que éstos no son mayores ahora que cuando se encontraban simplemente esperando por la resolución de sus problemas anteriores. En la medida que las empresas y los bancos esperan que su situación mejore, entonces, la deuda puede seguir acumulándose¹⁶.

Por otro lado, las empresas extranjeras están visualizando cómo participar de aquellos procesos. La apertura de varios mercados asiáticos -que las reformas obligan a abrir y a establecer nueva legislación que permita la participación extranjera-, junto a importantes empresas con activos depreciados, hacen a estos espacios regionales muy apetecibles para capitales extra regionales. En este sentido, las modificaciones en los marcos jurídicos vigentes en Corea, Tailandia e Indonesia, fundamentalmente, han abierto las puertas e incluso fomentado el ingreso y participación de capitales extranjeros en los sectores bancario, financiero y de manufacturas en general.

Las tasas de interés de corto plazo cayeron durante 1998 en Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea y Tailandia, al mismo tiempo que aumentaba el gasto público (recordar los menores impuestos para impulsar el consumo doméstico). Para el caso de las tasas, si bien todavía hoy el préstamo bancario extranjero es escaso y reticente a volver, ha aumentado el ingreso de inversores institucionales impulsando los mercados de capitales. Las dudas permanecen respecto a su calidad: no son pocos los que estiman que tienen un fuerte carácter especulativo -que se caracterizan por su volatilidad- y que arriban a los efectos de aprovechar los bajos precios de las acciones regionales en virtud de la crisis¹⁷,

Sin embargo, la recuperación de las economías de la región parece con cierto sostén en la evolución de los mercados de capitales, donde se verifica un claro recorte del *spread* (es decir, un diferencial de tasas de interés entre los bonos regionales y la tasa de interés internacional) -alcanzando en algunos casos los niveles de mediados de 1997- que expresaría un aumento en los niveles de confianza acerca de la recuperación económica y en las condiciones financieras.

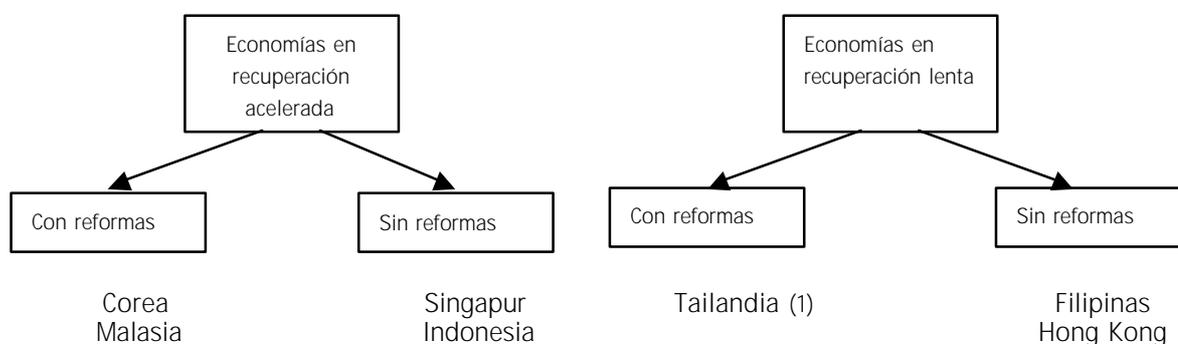
Si bien se observa un reingreso de capitales a las economías de la región durante 1999 -recortando gran parte de la pérdida de valor de las monedas del primer año de la crisis por las devaluaciones-, los mercados bancarios y financieros todavía carecen de instituciones sofisticadas como para administrar los fondos sin que detonen (o alimenten nuevamente) burbujas especulativas. Casi todos los aumentos de los índices de los mercados de capitales regionales pueden ser explicados por fuertes gastos realizados por los gobiernos -fundamentalmente para compensar la caída del consumo privado y detener el crecimiento del desempleo-: si bien colaboraron el aumento de los precios de los chips de memoria y los mayores gastos en bienes suntuarios, todo indica que se utilizaron -y utilizan

¹⁶ Banco Mundial, citado.

¹⁷ Según el ex Ministro de Finanzas de Japón, Eisuke Sakakibara, este ingreso de capitales no implica confianza de largo plazo, sino que en sus palabras se trata de "cyber capitalismo".

todavía- recetas keynesianas para sostener y aumentar el producto, lo que no es preocupante en la medida que no florezcan problemas fiscales¹⁸.

Los programas de reforma del sistema financiero acordados con el FMI en Corea y Tailandia, si bien lentamente, parecen encauzados. La estabilización del tipo de cambio en éste último país y la paulatina pero constante reducción de la tasa de interés -ya por debajo de los niveles pre-crisis- son una clara muestra de esos resultados. Organismos internacionales consideran apropiada la política fiscal expansiva (que incluye estímulos tanto fiscales como para proyectos trabajo-intensivos) y las mejoras en la red de seguridad social, pero aún aparecen muy lentas las medidas aprobadas para la reestructuración de las deudas de las empresas y los mecanismos de recapitalización bancaria. Precisamente, asociando la evolución de la recuperación económica con el proceso de reforma de los sectores bancario y financiero, podemos clasificar las economías regionales de acuerdo al siguiente cuadro:



(1) Los últimos datos disponibles sobre su performance económica impiden ser taxativos con su clasificación. Posiblemente, y dependiendo del punto de vista considerado, Tailandia pueda encuadrarse dentro de las "Economías en recuperación acelerada". CEI en base a Bank of America.

En ese marco, y a más de dos años de estallada la crisis, es muy escasa la presencia de capitales bancarios extraregionales que ya tengan participación accionaria en los bancos del Asia Pacífico. En esto tienen que ver tanto:

- La lentitud del proceso de reformas en el sistema bancario y financiero,
- La persistencia de hábitos/prácticas financieras que privilegian las relaciones interpersonales por encima de la racionalidad económica, y
- La dificultad para establecer mecanismos de saneamiento de las carteras, inundadas de créditos incobrables.

Corea es la economía más sorprendente por el "rebote" que se verifica en sus variables macroeconómicas, pero por eso mismo sostener su expansión económica requerirá disponer de mecanismos para reforzar la demanda final. Fue el primer país de la región en impulsar una nueva legislación -no sin fuertes resistencias internas- que obligó a las *chaebol* a desprenderse de unidades operativas, separar las actividades bancarias de las productivas, concentrar sus esfuerzos en hacer rentables las que quedasen en manos de los dueños originales y también alentando las fusiones¹⁹. El

¹⁸ No está de más recalcar el punto: los problemas de estas economías no tienen origen fiscal, pero el costo fiscal de la crisis es cada vez mayor. El Banco Mundial destaca que es difícil hacer estimaciones respecto al costo final, ya que exige asumir un determinado monto de los préstamos con problemas de cobrabilidad y también el nivel de la tasa de interés que enfrentará el gobierno para pagar los fondos de recapitalización, entre otras variables.

¹⁹ Política conocida como de "selección y consolidación". Los mejores ejemplos son Samsung Electronics Co., Hyundai Motor Co. y LG Electronic Inc. El contraejemplo, que precisamente justifica la legislación aprobada, son las empresas del grupo Daewoo.

proceso resulta central para entender el ingreso de capitales que recortó la devaluación del won y la simultánea suba del mercado de capitales.

Pero así como en los sectores manufactureros coreanos se impulsaron esos drásticos cambios en las reglas de juego históricas, no sucede lo mismo con el sector bancario y financiero, donde permanecen una gran cantidad de restricciones para la participación del capital extranjero. En suma, mientras Corea se dirige institucionalmente hacia un sistema con reglas que rompen con la tradición del vínculo de garantías implícitas entre el Estado, el sistema bancario y las corporaciones, el sistema financiero no se mueve en el sentido de constituir un instrumento financiero para la política industrial, sino uno en que el pervive la relación que promovió el desequilibrio estructural²⁰. Por el momento.

La actual administración aparece reticente a facilitar la internacionalización bancaria de las entidades coreanas insolventes, al mismo tiempo que los *lobbies* de las *chaebol* parecen atrincherarse para resistir los intentos de limitar su acceso a los fondos que generan los nuevos programas de fondos mutuos impulsados por el gobierno²¹. Del otro lado, la estabilización financiera y la mejora en las políticas macroeconómicas (a la luz de los resultados alcanzados) han colaborado para mejorar el clima de inversiones, lo que se refleja no sólo en los incrementos del producto en lo que va de 1999, sino en sus perspectivas. El desarrollo sectorial que traduce las mejores condiciones del sector bancario y financiero, refleja que la inversión fue positiva por primera vez en el segundo trimestre de 1999, luego de siete trimestres de caída consecutiva²².

El desempleo es aún muy elevado (9%), explicado en parte por la permanencia de una gran capacidad ociosa en la economía, fuertemente sobredimensionada ya desde 1997 y en sectores clave²³. En ese marco, el target del déficit presupuestario alcanzará el 5,5% del PIB este año como para atender diversas políticas de estímulo que permitan impulsar la demanda interna.

Donde el proceso presenta mayores incertezas es en Tailandia, que apenas se derrumba su esquema cambiario cierra la mayor parte de las entidades prestamistas no bancarias, nacionaliza algunas y las pone a la venta. Las que todavía funcionan siguen reticentes a prestar. A dos años de estos acontecimientos, todavía no se conocen los montos de deuda incobrable que tienen en sus carteras, por lo que su venta sigue demorándose, haciendo a su vez más lento el proceso de recuperación económica como un todo.

Indonesia presenta un cuadro diferente, ya que en comparación con las economías hasta aquí tratadas permanece un paso detrás en sus procesos de reforma, que han sufrido marchas y

²⁰ Durante décadas, los bancos, bajo instrucciones del gobierno, canalizaron préstamos a baja tasa de interés a las *chaebol* como "asistencia financiera para promover las políticas gubernamentales". En la medida que esos bancos tenían escasos grados de libertad para seleccionar a los tomadores de crédito en base a modernos análisis que permitieran evaluar las condiciones financieras y colaterales de los futuros deudores, no pudieron generar internamente capacidades humanas e institucionales para analizar el riesgo crediticio.

²¹ Apelando al patriotismo ("invierta en Corea"), grupos tales como Hyundai y Samsung han conseguido más de us\$ 10 mil millones, cuya inyección en el mercado de capitales explica gran parte de la suba del mercado de capitales de este año (79% desde marzo a agosto).

²² Las órdenes para la fabricación de maquinaria nueva están creciendo aceleradamente -de allí la menor capacidad ociosa- mientras crece paralelamente el índice de formación bruta de capital fijo.

²³ En este país se ha comprobado que ya en 1996 había problemas de sobreoferta en el sector electrónico, que provocó caídas en los precios de los semiconductores. Como el comercio intraindustrial era muy alto en la región, se produce un efecto derrame en los proveedores de insumos, que no pertenecen necesariamente a ese sector (vinculados a la industria del plástico y metales). También hubo pérdida de competitividad en las industrias mano de obra intensivas (textiles, plásticos, ensamble de productos electrónicos) por el incremento en los costos laborales unitarios sin incremento en los niveles de productividad. Además, antes de la crisis es evidente la intensificación de la competencia tanto por los incentivos otorgados por las ZECs en la R. P. China y el afianzamiento del NAFTA.

contramarchas en virtud de los cambios políticos y severos problemas sociales. La tasa de interés real se ha mantenido alta en lo que va de 1999 para mantener el tipo de cambio, aunque se ha llevado adelante una fuerte política fiscal para estimular la demanda doméstica. Tanto en Indonesia como en Tailandia, el crecimiento del crédito es negativo, reflejando el lento progreso de las reformas y la recapitalización bancaria.

Respecto de Malasia, las perspectivas para este año son algo más alentadoras que los resultados alcanzados a fin de 1998. En este caso, la mejor posición externa está sosteniendo el incremento paulatino del PIB ya que aparecen robustecidas las exportaciones en comparación con sus vecinos (debe recordarse que en setiembre de 1998 se fijó el tipo de cambio). En cambio, si bien la demanda doméstica sigue siendo débil -lo que por el momento coadyuva para mantener bajos los niveles de inflación-, sí puede esperarse un impulso de la absorción doméstica vía reducciones de impuestos en línea con lo dispuesto en sus países vecinos.

Perspectivas

La mayor parte de las estimaciones internacionales acuerdan en que lo peor de la crisis ha sido superado, permaneciendo preguntas clave acerca de cómo se llevarán a cabo las reformas estructurales pendientes, a qué costo, cómo se administrará el reordenamiento económico-social -al mismo tiempo que hay cambios políticos importantes- y cuándo se retornará a una senda de crecimiento que pueda ser sostenida en el tiempo.

Los términos temporales de las respuestas son tan diferentes como las mismas fuentes: mientras algunos consideran que dejarán atrás los problemas para el primer trimestre del año 2000 (OCDE), otros estiman que ello no será antes de junio del 2000 (FMI), e incluso hay quienes -como el Banco Asiático de Desarrollo (ADB) y el Banco Mundial- sostienen que todo dependerá de la evolución de las reformas que se están llevando a cabo (el ADB es cauto respecto al crecimiento de este año, que estima será escaso, pero entiende que la recuperación total demandará al menos tres años).

El ADB destaca que la habilidad para ahorrar e invertir, junto a la capacidad para movilizar su fuerza de trabajo, el uso de la infraestructura y la capacidad de comerciar globalmente sus productos, son todas fuerzas que propenderán para sacar a la región de la situación en que se encuentra sin mayores riesgos que los corridos hasta ahora. La crisis reciente servirá para incrementar la productividad y no perder competitividad tecnológica, pero hay que ser cautos al respecto, ya que todo depende de la reestructuración y recapitalización de las entidades bancarias y financieras, tema prioritario durante 1999. El Banco Mundial, por su lado, destaca que mientras las economías de Asia prácticamente no crecieron durante 1998, alcanzarán un crecimiento del 5,5% en 1999, enfatizando que debe destacarse la performance de las cinco economías más críticas, que de una caída del 7,9% en 1998 alcanzarán un crecimiento del 4,5%²⁴.

La OCDE estima que el *timing* y la sostenibilidad del proceso de recuperación regional depende de la estabilización de las condiciones financieras externas (de tal forma que permitan una política de tasa de interés que apoye la expansión), la reestructuración bancaria y de las corporaciones y, por último, del restablecimiento de la confianza.

²⁴ Según el Banco, la confianza se ha restaurado gracias a la caída de la tasa de interés y otras medidas que apuntalaron la demanda doméstica, incluyendo estímulos fiscales y algunos pasos para la recapitalización bancaria. Sin embargo, y en línea con las restantes instituciones mencionadas, sostener el crecimiento requerirá una reestructuración bancaria más profunda y de mayor alcance que la presentada hasta ahora.

La recuperación en términos de PIB²⁵ de este año luce esperanzadora. La tasa de crecimiento regional (exceptuando China y Japón) alcanzó 4,8% en el segundo trimestre de 1999, apenas menor a la del mismo período de 1997, exactamente antes de desatarse la crisis. Con la fuerte contracción económica regional que se verificó en 1998, es razonable esperar que la tasa de crecimiento sea positiva -y hasta creciente- para todo 1999 y quizás también el año que viene.

Como puede observarse abajo, mientras la recuperación en Corea, Singapur y Tailandia ya es significativa en el año en curso, recién para el tercer trimestre Indonesia, Malasia y Hong Kong alcanzan dos trimestres consecutivos de tasas positivas -debe tenerse en cuenta que la comparación se realiza con el mismo trimestre del año anterior, de importante caída en los tres casos-. Filipinas y Taiwan parecen haber consolidado un sendero de tasas positivas y crecientes²⁶, especialmente en este último caso.

Tasas trimestrales de crecimiento del PIB
-variaciones porcentuales respecto al mismo período del año anterior-

	1998				1999		
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.
Corea	-3.9	-6.7	-6.8	-5.3	4.6	9.8	12.3
Filipinas	1.1	-1.0	-0.1	-2.0	1.2	3.6	3.1
Hong Kong	-2.7	-5.2	-7.1	-5.7	-3.4	0.7	4.5
Indonesia	-16.8	-17.4	-16.1	-17.7	-9.0	3.1	0.5
Malasia	-2.8	-6.8	-8.6	-10.3	-1.3	4.1	8.1
Singapur	6.2	1.8	0.6	-0.8	0.7	6.7	8.5
Tailandia	-16.8	-15.8	-11.3	-5.0	0.9	3.3	7.7
Taiwan	5.9	5.2	4.7	3.7	4.3	6.5	6.7

CEI, en base a OECD, FMI, Warburg Dillon Read y Bank of America.

Ahora bien, ¿porqué hay tantas dudas respecto a la sostenibilidad en el tiempo del ligero crecimiento -y en algún caso ya no tan ligero- del que ya se tiene evidencia?

La pregunta tiene sustento en los diferentes procesos de reconstrucción económica sectorial que se conocen. La economía real se expande a ritmos diversos, pero en todos los casos se expande. Pero en el sector servicios, la situación es sumamente compleja: persiste la duda acerca de si podrá sostenerse el crecimiento con las reformas bancarias que hasta ahora se encuentran a medio camino. El planteo permite una respuesta inmediata, si bien incompleta: el crecimiento se sostendrá solamente si la tasa de interés no crece nuevamente y/o si las empresas comienzan a invertir nuevamente para tener capacidad adicional. Hasta ahora, el repunte con reformas a medias parece apuntalado por el consumo doméstico y en menor medida por la demanda externa, utilizando algo más de la capacidad instalada que estaba ociosa. Podemos intentar una explicación más amplia.

Como señalamos arriba, el crecimiento que se viene manifestando refuerza el hecho que las reformas no se completan rápidamente, precisamente debido a la recuperación: la fuerte demanda de computadoras en EE.UU. -en particular- ha puesto a las exportaciones de electrónicos nuevamente en

²⁵ Aclaremos este aspecto, porque los desbalances políticos y sociales que acarreó la crisis (o que solamente colaboró en exponer) son todavía muy serios. Al respecto y sobre la ASEAN, puede consultarse Financial Times, "Asia finds its feet but loses direction", 26/11/99.

²⁶ Hay que señalar que Taiwan seguramente verá resentido su producto hacia fin de año, como consecuencia de la serie de terremotos que afectó la isla, afectando su actividad económica. Warburg Dillon Read estima que afectará negativamente el producto en 0,3%.

la palestra, lo que permitió a los proveedores asiáticos tanto subir algo los precios (si bien sólo en algunos segmentos) como los volúmenes exportados. Desde ese lugar, las corporaciones regionales comenzaron a contar con algo de capital de trabajo que posibilita subsanar la falta de crédito²⁷, mientras utilizan más eficientemente su capital aumentando la productividad (que también aumenta por empleado en la medida que se reduce la cantidad de trabajadores empleados). Más aún, la combinación de rápido crecimiento en algunas economías y un alto nivel de desempleo, continuará impulsando la productividad regional a mediano plazo.

En este sendero, mientras tengan capacidad ociosa y consigan financiamiento, las empresas no requerirán de nuevas inversiones a corto plazo. El Banco Mundial estimó que a fin de junio de 1999, cerca de 2/3 de las empresas de Indonesia no estaban en condiciones de generar el suficiente flujo de divisas para pagar los intereses de sus préstamos. Por eso el acento se coloca en el sistema bancario, que a la larga debería suministrar el crédito.

Porcentaje de firmas incapaces de hacer frente a los pagos de sus deudas

Pais	1995	1996	1997	1998	1999	2000-2002*
Indonesia	12.6	17.9	40.3	58.2	63.8	52.9
Corea	8.5	11.2	24.3	33.8	26.7	17.2
Malasia	3.4	5.6	17.1	34.3	26.3	13.8
Tailandia	6.7	10.4	32.6	30.4	28.3	22.3

* Estimado, suponiendo que la tasa de interés se mantiene en todo el período en los niveles actuales. CEI en base a "Global Economic Prospects and the Developing Countries", Banco Mundial, diciembre 1999.

Entonces, aquella pregunta acerca de la sostenibilidad del proceso de recuperación, apunta a que los bancos regionales todavía se encuentran colmados de préstamos incobrables o de dudosa cobrabilidad, lo que los convierte en impensadas fuentes de financiamiento para los próximos años²⁸. De aquí que los mercados de capitales se hayan constituido en uno de los pocos canales de fondeo para la reestructuración y/o reorganización económica y financiera de las empresas y corporaciones. Es decir que la preocupación se traslada hasta radicarse en las dudas acerca de la capacidad de las empresas para atraer inversores, ya que no puede contarse con los bancos para proveerse de financiamiento: si las empresas asiáticas fallan en la convocatoria, las inversiones serán, como mínimo, más lentas que lo que el proceso requiere²⁹.

Con el estado actual del sistema bancario, los mercados de capitales podrían llegar a ser los únicos espacios de financiación en condiciones de proporcionar los canales para la formación de capital en Asia, ya que las inversiones futuras no podrán depender de la acumulación de deudas vía crédito bancario. Pero a su vez, aquellos mercados son aún pequeños. De aquí que la actual recuperación aparece -hasta ahora- sustentada en un mayor consumo interno y algo más de exportaciones, mientras dejan de caer los precios internacionales de los exportables regionales.

²⁷ En Corea, la reducción de las deudas corporativas encontró un canal de alivio mediante la venta de unidades operativas, reduciendo la demanda de crédito. En Malasia, en cambio, el fondeo tiene origen externo: las multinacionales proveen de capital fresco a sus filiales.

²⁸ Durante 1999, el crédito sólo se está expandiendo en Corea mientras las tasas de crecimiento del crédito son negativas tanto para Tailandia como para Indonesia.

²⁹ El Bank of America sostiene que la garantía para la reestructuración de las corporaciones en Corea, Indonesia, Tailandia y Japón, descansa en sistemas financieros y bancarios reformados y con fuerte participación extranjera, lo que ayudará a prevenir la repetición de las nefastas prácticas prestamistas y las exposiciones externas no balanceadas.

Por eso, cuando se habla de reestructuración se está haciendo referencia a los problemas domésticos respecto de las deudas, tema que aún permanece en primer lugar de las distintas agendas económicas regionales. El nivel de las deudas internas es todavía muy alto, casi insostenible para las actuales condiciones financieras. No es un tema superado ni mucho menos. Una vez resuelto, y ese es el punto, recién allí podría dirigirse la atención a cómo será financiado el crecimiento económico, cuáles serán las oportunidades que los "nuevos" mercados depararán para los capitales locales y extranjeros, en manos de quién quedarán las empresas y cómo serán administradas, y se podrá observar cómo los sistemas políticos se relacionarán con las actividades comerciales. La confusión que genera la profusa información internacional al respecto, obedece a los intentos de responder simultáneamente a todas esas cuestiones.

En ese sentido, debe prestarse mucha atención al tipo de reestructuración industrial que se lleve a cabo. Esto no es voluntario, máxime considerando el carácter del proceso de acumulación del capitalismo regional, particular para los parámetros occidentales. Así como se alteraría la fuente de financiamiento -que antes provenía de los bancos y ahora podría hacerlo desde el mercado de capitales-, también se observarían cambios en los capitales regionales, que no tendrán los mismos representantes, como parte del patrón de cambio cultural en la manera de hacer los negocios. Asimismo, los capitales buscarán espacios de rentabilidad (estructuras corporativas que se dirijan a obtener beneficios) y capacidad de repago, y ya no amiguismos políticos o tamaño de empresas³⁰. Esto marcará definitivamente un nuevo diseño en el mapa productivo regional. Sin una rápida recuperación de las exportaciones, las empresas de Asia se enfrentan con la necesidad de incrementar su rentabilidad simplemente mejorando su eficiencia operativa, lo que significa reducciones de costos y de sus deudas.

El problema de la disponibilidad de fondos señalado implicaría que el dinero en la región es escaso, lo que no parece ser totalmente cierto. Hay importantes masas de ahorro disponible. El tema central es ver cómo se dispondrá de esa masa de ahorros: las fuerzas del mercado, según Morgan Stanley, requieren que una mayor cantidad de activos se destine a la capitalización de los patrimonios en lugar de dirigirse a las cuentas de ahorro en los bancos³¹. Pero para que eso sea así, las empresas deben por lo menos mejorar sustancialmente (si no cambiar radicalmente) su capacidad para atraer los inversores al mercado de capitales, ya que los mecanismos históricos de fondeo (que puso la relación entre bancos, corporaciones y gobierno en el centro de los problemas estructurales) no propenden en ese sentido, sino todo lo contrario. El aspecto positivo de la cuestión yace en que aún hay mucho espacio para la participación en los mercados de los fondos de pensión y de la industria de seguros.

³⁰ Hay coincidencia en que hasta ahora la reestructuración es lenta. De cualquier manera, como en todo proceso de este tipo, habrá ganadores y perdedores. Como los fondos se dirigirán allí donde se perciba que habrá más beneficios que activos, esto abre la puerta para el ascenso de pequeñas empresas, especialmente en las áreas de tecnología y servicios. De acuerdo con The International Economy, los inversores están demandando más altos retornos sobre sus inversiones para compensar la percepción del riesgo que implica invertir en la región, especialmente después de las crisis de Rusia y Brasil. De acuerdo a Morgan Stanley, la tasa de retorno en el sudeste de Asia cayó del 15% en 1996 al 2,5% hoy, y en Japón colapsó del 10% al 3% desde 1989.

³¹ Esos analistas sostienen lo siguiente: la deuda de las empresas que se acumuló en los bancos sirvió para financiar entre un 30% y un 70% de la formación de capital bruto, y probablemente entre un 60% y 90% del capital neto, antes de las depreciaciones monetarias. Los fondos que fueron al mercado de capitales fueron equivalentes a un 10% de la formación de capital neto. Ese monto debería ser triplicado, como mínimo, si se quiere evitar que siga creciendo la razón deuda/patrimonio. Por eso sostienen que la región necesita que ingresen unos us\$ 100 mil millones adicionales cada año en los mercados de capitales, para mantener el crecimiento. Lo que no es poco, considerando que durante 1998 se llegaron a esos mercados aproximadamente us\$ 118 mil millones.

En resumen, cuando el mercado estaba creciendo rápidamente, se observó que los analistas internacionales eran optimistas respecto tanto a la reestructuración económica regional como a la velocidad de la recuperación. Más aún, la región parece haber entrado en esta etapa de recuperación antes de que se lleve a cabo cirugía mayor en el sector bancario. Pero varios sucesos posteriores han alimentado cierto desasosiego: los préstamos con problemas de cobrabilidad (de los cuales un gran porcentaje será incobrable) en el sistema bancario tailandés continúa siendo muy alto (o, sostienen algunos, el endeudamiento incluso continuó creciendo después de la capitalización parcial de algunos de ellos), las ventas de activos coreanos se detuvo (el grado de resolución del caso Daewoo es determinante), en Indonesia (en ese momento en pleno proceso electoral y con serios problemas separatistas) los inconvenientes bancarios se agravaron y surgieron dudas acerca de la consolidación de los bancos malayos, que fue vista como motivada políticamente.

Las expectativas fueron altas respecto a cómo llevaría a cabo la reestructuración: el volumen de los préstamos con problemas es muy alto todavía tanto en términos absolutos como relativos respecto al tamaño de las economías en cuestión. Esos préstamos son aún un 56% del PIB en Indonesia y 40,9% en Tailandia (ver cuadro), si bien las estimaciones difieren marcadamente de acuerdo a la fuente considerada³². Es interesante destacar que es el mismo orden de prelación que se verifica en las caídas de la relación Inversión/PIB, al comienzo de este trabajo. La tasa deuda neta/patrimonio es un indicador usualmente utilizado para tener una idea del grado de reestructuración. Si es alta, está reflejando los inconvenientes que tienen las empresas para generar dinero (o bien de la estrategia del gobierno para dirigir el crédito) y si es baja implica mayor confianza en los mercados de capitales (lo que no es posible sin mejoras en la capacidad de administración de las corporaciones).

Como puede verse, el indicador presentaba una delicada situación para Indonesia, Tailandia y Corea en 1997, pero también fue relativamente alto para toda la década. Para todos ellos la situación de la relación sigue siendo preocupante, habiendo descendido notablemente para 1998. Pero como la evolución de ese indicador está ligada directamente al estado de los bancos (principal fuente del crédito hasta el año pasado), la eliminación de las deudas "problematizadas" es vital: el cuadro muestra que ese costo será mucho mayor para Indonesia y Tailandia.

Relación deuda/patrimonio y costo bancario de la reestructuración

	Deuda neta/patrimonio			Costo de la recapitalización bancaria	
	1997	1998	1990-97	Miles de millones de us\$	Como % del PIB
Hong Kong	25.0	34.4	19.8	s/d	s/d
Indonesia	148.4	103.1	63.9	91.7	56.0
Corea	325.2	206.8	192.3	52.2	13.2*
Malasia	53.6	73.2	26.1	13.7	17.3*
Filipinas	73.3	74.2	46.1	s/d	s/d
Singapur	27.0	21.8	12.8	s/d	s/d
Taiwan	45.4	48.1	29.7	s/d	s/d
Tailandia	318.0	202.0	123.0	51.9	40.9

s/d: sin datos. (*) Corea 23,3% y Malasia 10,1% para el Bank of America. CEI en base a Morgan Stanley Dean Witter Research, Bank of America y Banco Mundial.

³² Se ha verificado alto nivel de discrepancia en la información disponible respecto de los niveles de préstamos en/con problemas -o "nonperforming loans"- . El Banco Mundial destaca que ello obedece a la falta de homogeneidad en los criterios contables que tiene cada país. De aquí que las inferencias posibles a partir de las cifras del cuadro deben ser consideradas como muy provisionarias.

En resumen, dejar los bancos de las cuatro economías más afectadas en condiciones tendrá un costo que va de casi el 20% del PIB a algo más del 55%, lo que llevarlo a cabo tomaría varios años³³; de no hacerse, los bancos serían técnicamente insolventes y podrían impulsar otra escalada de crisis.

A modo de conclusión

No puede decirse todavía cuál será el punto exacto en el que la carencia de crédito bancario se convertirá en el ancla que detenga la recuperación económica. Evidentemente dependerá de la fuerza con que se manifieste la demanda externa (que si no se sostiene o se reduce amplificará los problemas), el consumo doméstico y también dependerá del grado de desarrollo y maduración de los mercados de capitales (que son pequeños en términos relativos). La muestra de extraordinaria elasticidad regional para superar el duro trance de 1997/98 les otorga un ligero margen temporal, antes de cuestionar cuántas y cuáles economías requieren todavía de los bancos para seguir expandiéndose, al tiempo paulatinamente desarrollen aquellos mercados de capitales.

Además, hay una serie de elementos que deberían ser atendidos para que no se reproduzcan las condiciones económicas que llevaron a la crisis. Entre ellas se encuentra un derivado de las reformas bancarias y financieras, como son los mecanismos de control para que no se produzca un sobreendeudamiento de los grupos económicos en sus posiciones externas, así como para evitar que se reproduzca la misma -delicada- posición externa de las entidades bancarias y financieras, y su límite temporal. Posiblemente Asia pueda superar su estado crítico y salir del paso -quizás penosamente-, en la medida que la reforma bancaria se lleve a cabo lentamente. En ese caso podría esperarse que el fuerte crecimiento de este año no se logre ser sostenido y sea menor en el 2000, especialmente para aquellas economías donde 1999 finalice con fuerte crecimiento: Corea, Malasia y muy posiblemente Tailandia.

Entonces, si bien las respuestas acerca de la positiva *performance* económica difieren para cada economía, la recuperación parece haber sido encabezada por la expansiva política fiscal y en menor medida por el sector externo (apoyada en el aumento de la demanda de productos electrónicos, un área en la cual la región tiene ventajas comparativas)³⁴, más que por la reestructuración económica llevada a cabo en cada caso. Este aspecto persiste sobrevolando la región como tarea pendiente. En todo caso, lo que cabe destacar es que la inversión no constituye una variable de peso en el crecimiento económico reciente: un proceso de reestructuración económica obedece al positivo balance entre la eliminación de inversiones improductivas y el incremento de las productivas, que aún no ha tenido a lugar, ni en Japón ni en sus vecinos asiáticos. De allí que el proceso de recuperación vigente no debería atribuirse a las reformas, hasta ahora parciales. En el 2000 el escenario puede ser parecido, pero eso ya depende de la plausibilidad de las políticas fiscales, que no cuentan con mucho margen temporal para ser aplicadas.

El rol regional de Japón.

Hay un papel muy importante reservado para Japón, que tiene dificultades para salir de su relativo estancamiento -más allá de la evolución reciente de algunas importantes variables macroeconómicas-

³³ Encarar el problema comprometería más fondos públicos, lo que es monitoreado celosamente por instituciones internacionales; en el medio, los bancos deben ir a los mercados en búsqueda de fondos frescos (léase socios) para tener algún grado de capacidad operatoria (que podría revivir la capacidad prestable).

³⁴ Aquel resurgir de los electrónicos puede ser un cambio estructural, más que cíclico: la mayor demanda global de computadoras personales, modems, monitores y semiconductores, entre otros muchos artículos, se sugiere que está relacionada con la explosiva difusión de Internet. El precio de las PC's ha caído tanto que algunos interpretan que ya pueden ser tratadas como *commodities*.

Japón tiene en la región a sus principales socios comerciales -les vende el 45% de sus exportaciones-, los más importantes destinatarios de su ayuda oficial (ODA) y de sus inversiones, tanto manufactureras como financieras. Japón es el principal prestamista regional (sus acreencias a comienzo de la crisis eran de us\$ 213 mil millones)³⁵; en términos comerciales, las exportaciones de Japón a Tailandia³⁶, Indonesia, Malasia y Filipinas son el 12,4% del total de sus ventas externas que, si cayesen un 5% en conjunto, afectará el PBI japonés en un 0,1%. Por aquí pasa gran parte del interés mutuo en la rápida resolución de la crisis.

Pero además, el impacto de la crisis también afectó y afecta las estrategias de globalización adoptadas por las empresas japonesas: mientras cae la demanda doméstica en los países donde se instalaron, también se vieron afectadas sus utilidades en la medida que se contrajo su principal mercado de exportación: Japón. Este cuadro hace de este país un problema significativo para la economía mundial, por la incidencia regional que tiene su política económica. El fracaso en reactivar la demanda interna junto a la debilidad de su sistema bancario, ha exportado algunos problemas³⁷.

En los últimos 15 años se ha registrado una fuerte y positiva relación entre el valor del yen respecto del dólar y el superávit comercial japonés con sus socios de la región. La revaluación del yen que siguió a los Acuerdos del Plaza (1985), al tiempo que las restantes economías asiáticas ataban sus monedas al dólar, impulsó las exportaciones de éstas a todo el mundo. Los exportadores japoneses hicieron fuertes inversiones en sus economías vecinas (proceso conocido como "*hollowing out*") para aprovechar los diferenciales de costos, exportando entonces desde sus filiales. Esto también impulsó las exportaciones desde Japón de bienes de capital a esas economías. Pero durante los dos años que siguieron al pico de revaluación del yen en 1995, el valor absoluto del superávit comercial japonés vis a vis las restantes economías asiáticas, los EE.UU. y la UE, cayó.

Con la apreciación actual del yen, mientras las exportaciones y las compras a sus vecinos están aumentando, caen a los EE.UU. y a la UE. Las estimaciones señalan que el efecto neto futuro consistiría en una contribución negativa al crecimiento de Japón, si el yen se aprecia aún más. Sin embargo, el superávit comercial permanece alto y no se espera que cambie drásticamente a corto plazo. Los analistas sostienen que a menos que Japón alcance una recuperación autosostenida a partir del impulso de su demanda doméstica, su crecimiento seguirá dependiendo de las exportaciones, lo que implica que en el sendero actual el superávit comercial no se reducirá rápidamente. Y aquí es importante no perder de vista el aspecto central: las exportaciones de Japón son apenas el 9,1% de su PIB (promedio 1991-1999); como el consumo explica el 60% del producto, lo que determinará su crecimiento futuro y lo hará consistente con su fase expansiva, son factores internos. De aquí la importancia que tiene su recuperación y ya no sólo para sus socios regionales. En suma, el límite estaría dado por la elasticidad de las exportaciones de Japón con respecto al tipo de cambio³⁸. Los

³⁵ Según K. Courtis, Director Estratégico del Grupo Asia Pacífico del Deutsche Bank, us\$ 330.000 millones, más de la mitad de las cuales están relacionadas con el sector inmobiliario.

³⁶ Los bancos japoneses habían dado préstamos a Tailandia por us\$ 37,5 mil millones para fin de 1996. Ninguna otra nación en desarrollo recibió tantos préstamos de Japón.

³⁷ L. Thurow sostiene que los japoneses están desorientados porque les es difícil adoptar soluciones imaginativas, porque allí es difícil conseguir consenso, que es como toman las decisiones. En años no han hecho progresos significativos en sanear el sistema financiero, según Thurow.

³⁸ En promedio, el yen se cotizó en 1998 a 131 por dólar. Asumiendo que finalice 1999 a 105 yenes por dólar, el promedio alcanzaría los 115 yenes en 1999, es decir una apreciación del 12% -que en términos reales se aproximaría al 9,4%-. Esa apreciación entre 1998 y 1999 es mayor a la verificada entre 1994 y 1995, que impulsara las exportaciones de las economías vecinas. Aunque parte de esa apreciación fuese recortada por la de algunas monedas de la región, el punto es que la fuerza del yen sobre las monedas vecinas puede ser al menos como en aquella oportunidad. Las implicaciones más importantes serían las siguientes: si bien un fuerte yen puede ser conveniente para las restantes monedas regionales, éstas mejorarían su performance posiblemente a expensas de Japón. Pero Japón también puede prosperar si los efectos positivos de la mayor

analistas coinciden en que podría haberse alcanzado un piso de revaluación, ya que un tipo de cambio más bajo obligaría a intervenir a las autoridades monetarias.

En lo que va de 1999, el incipiente crecimiento japonés es lento y no tiene muchas perspectivas de mejorar en la medida que el yen se mantenga en el actual nivel: de marzo a setiembre (semestre fiscal japonés) el tipo de cambio promedio alcanzó los 118 yenes por dólar, mientras que en el mismo período del año anterior promedió los 137 yenes por dólar. Consistente con ello, el superávit comercial japonés de octubre de 1999 cayó un 14,4%, reduciéndose tanto las importaciones (un 1,9%) como las exportaciones (un 5,8%). La dirección de ese comercio sugiere que las economías vecinas de Asia han sido el motor del crecimiento japonés³⁹.

Nº 54**Blanco sobre negro sobre la crisis asiática:
¿recuperación regional o sólo en algunas economías?****Autor: Gustavo A. Girado****Inédito****www.asiayargentina.com****Editor General: Gustavo A. Girado****E-mail: contactenos@asiayargentina.com**

demanda de electrónicos impulsa sus exportaciones de bienes de capital, superando los efectos negativos de la revaluación del yen.

³⁹ Las exportaciones de Japón tanto a la UE como a los EE.UU. cayeron un 12,7% en octubre, mientras aumentaron a las economías restantes de Asia 9,3%, especialmente a Corea, Tailandia, China y a las economías de reciente industrialización. EE.UU. sigue siendo el principal destino individual de las ventas de Japón, ya que explica el 31% de las exportaciones totales; los vecinos asiáticos, en conjunto, explican el 37,4%.