



# Apuntes sobre la crisis en el Este de Asia

**Autor: Gustavo A. Girado**

En **Realidad Económica** N° 153,  
1° de Enero al 15 de Febrero de 1998

[www.asiayargentina.com](http://www.asiayargentina.com)  
E-mail: [contactenos@asiayargentina.com](mailto:contactenos@asiayargentina.com)

---

## APUNTES SOBRE LA CRISIS EN EL ESTE DE ASIA

No repetiremos aquí lo tratado ya en diversos medios con variado éxito. Este breve artículo intenta colaborar para entender los principales acontecimientos que, con origen en el Este de Asia, desparraman sobre el globo una serie de problemas conexos a gran velocidad, y supone que una serie de conceptos -mínimos- son conocidos y manejados por el lector. Luego de un abordaje general, focalizaremos la cuestión en Japón.

Se sostiene, y parece correcto entenderlo así, que la crisis económica -que voluntariamente no queremos llamar "financiera"- reestrena la de la década del 30, pero sobre una base regional, cobrando relevancia un debate pendiente -en toda su extensión- relativo al rol del estado y su función, en tanto el proceso conocido como "de globalización" aceita las repercusiones de la crisis en todos los países, con escasas excepciones, develando la carencia de instituciones supranacionales de regulación. Esto incluye obviamente las financieras. No es intención de este artículo explayarse sobre aquello, pero entendemos que es necesario reafirmar el sentido político de la economía, en tanto ciencia social.

Con sucesos que ponen de manifiesto una interdependencia creciente entre los países, los riesgos también son ahora mayores<sup>1</sup>. Esto da contenido al concepto de globalización: los capitales internacionales -sin distinción- y la versatilidad que han ganado los instrumentos financieros de inversión constituyen un flujo que aceita las transacciones comerciales crecientes y las operaciones de transferencia en todo el mundo<sup>2</sup>. Los problemas manifestados en julio en Tailandia, sin duda son el comienzo de una redistribución del poder e influencia regional; aún no puede decirse cuál será el escenario final diseñado. Por ejemplo, Japón tiene mucho que perder con la situación: en Tailandia es el principal prestamista y el principal inversor -no sólo allí, por cierto-, ya que éstas explican la mitad de la IED extranjera en ese país y el 54% de los préstamos externos recibidos provienen de bancos japoneses -por eso tratamos Japón específicamente más adelante-.

La necesidad del capital financiero de encontrar espacios de valorización cada vez mayores, tiene en algunas importantes economías -y regiones- lugares aptos para su expansión: si bien son conocidas algunas economías por la profesionalización de las actividades financieras y el desarrollo del sector servicios conexo (Hong Kong, Singapur), con alta productividad, hay otros lugares donde se han acumulado masas de ahorro doméstico aún no internacionalizado, más allá de lo que se conozca -y se imagine- popularmente acerca de ellos (Malasia, Indonesia, Tailandia, e incluso Corea). La crisis fuerza su disposición a intereses extraregionales, para quienes estaba vedado el acceso a esa masa de fondos -ahorro-.

Si bien exige un esfuerzo intelectual entender el porqué de la crisis, se hace más difícil comprender su virulencia<sup>3</sup>. Hasta hace pocos meses había un gran optimismo acerca del futuro de la región, y ahora cunde el pánico. El World Economic Outlook 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 compatibles con una fuerte actividad económica a largo plazo<sup>4</sup>. 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

<sup>1</sup> Recientemente, Robert Kuttner sostuvo que "... el dilema recurrente del capitalismo perdura: cómo hacer su fantástica destrucción creativa tolerablemente estable y socialmente soportable".

<sup>2</sup> El volumen de transacciones diarias de divisas se multiplicó por 80 en los últimos 17 años. El FMI calcula que los fondos especulativos pueden mover entre 600.000 millones y un billón de dólares diarios para especular con divisas y/u otros activos financieros.

<sup>3</sup> "Thailand opened a Pandora's box", sostenía el Far Eastern Economic Review el 24/7/97.

<sup>4</sup> Notas de la Economía Real, CEP, octubre de 1997.

economías al borde del "default". Respecto de las advertencias de Greenspan, también se ha escrito bastante.

Puede escucharse con asiduidad hablar de "megacorrección" en las economías afectadas, sobrevolando la que parecía ser la pelea de fondo: la lucha por la hegemonía económica entre Japón y los EE.UU. en el Este de Asia. En un primer momento, como respuesta a la crisis asiática, se apreció la necesidad (autoridades de Malasia, de Japón, de fuerte peso político en la región) de alejar la influencia occidental (léase norteamericana) de los mercados regionales, así como acelerar las reformas estructurales. La nueva virulencia del descalabro desde la segunda semana de enero -luego de la presentación del presupuesto para 1998 en Indonesia-, fuerza a las autoridades japonesas a negociar directamente con la Reserva Federal el sostenimiento de la moneda japonesa -que es fuerte en Asia, al punto que hay mucha deuda emitida en yenes-, lo que diluye aquella apreciación exclusivamente geopolítica.

En algunos medios orientales<sup>5</sup> se encuentra parte de la explicación del ataque desde figuras políticas a lo que dieron en llamar comportamiento cuasidelictivo de operadores occidentales. La crisis da pie aceleradamente a la reaparición de virulencia verbal -por ahora-, que fustiga lo que llaman "venganza" de occidente por la envidia acumulada frente a tantos años de éxito del modelo asiático. Se percibe la necesidad de despegar el origen de la crisis de los valores asiáticos, compartirla con occidente y, quizás lo más llamativo, señalar al comportamiento individualista y especulativo de los valores occidentales como los culpables de la exacerbación de los problemas que se manifiestan en la región.

Incluso se sostiene que la crisis es producto del intento de disciplinamiento de los capitales asiáticos por parte de aquellos especuladores, pero su virulencia y posterior desmadre -que no habrían sido calculados en la dimensión adecuada- obligaron al gobierno norteamericano a tomar cartas en el asunto ante la perspectiva de deflación mundial. Si bien esta caracterización parece caprichosa, estimamos que debe atenderse con precaución, ya que creemos pueden encontrarse en ella ricos elementos de análisis.

En el mismo sentido, permítannos un paréntesis de dos párrafos. La participación de las calificadoras de riesgo y consultoras occidentales quizás sean el motivo principal del cuestionamiento: Salomon Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley y otras instituciones de similares características tienen fuertes compromisos económicos con las economías de Asia. ¿Puede alguien sinceramente sostener que no tienen nada que ver con el exacerbamiento -siendo conservadores- de la crisis? Si las mismas organizaciones que califican los papeles de las deudas públicas de estos países, y con ello hacerlas asequibles para ser comerciados en determinados segmentos de los mercados de capitales internacionales, son también quienes los comercian, es muy difícil despegar esa actividad de la conocida intención de Merrill Lynch de comprar el control de la Yamaichi Securities japonesa, una vez que quebró. ¿Cómo puede pensarse que una y otra actividad de la consultora no están vinculadas? *En setiembre de 1997, la UBS Economic Research aún sostenía que la economía coreana iba a crecer en 1998 aún más que en 1997 -para alcanzar el 6,7%-, que la inflación en 1997 será menor que en 1996 y que las importaciones en 1998 ... crecerán un 10%.*

Si la reducción de la calificación de la deuda de países y empresas de Asia que realizaron las consultoras internacionales se llevó a cabo ya bien entrado el proceso devaluatorio, ¿porqué dicha recalificación es posterior?, ¿porqué cabalgan detrás de los hechos?, ¿negocian títulos de deuda pública y privada aprovechando información confidencial? ¿Venden títulos antes de recalificar hacia abajo, y compran antes de recalificar hacia arriba?

Institucionalmente, sectores de peso (EPA, MITI) en Japón están advirtiendo sobre la necesidad del ajuste económico regional -más allá de lo que sostengan respecto al frente interno-, pero impulsando el alineamiento con las pautas del FMI, incluso si éstas implican la desaparición de instituciones financieras, atendiendo a las virtudes del período post-ajuste, cuando todos se vean beneficiados por

<sup>5</sup> Este breve trabajo tiene variadas fuentes, pero entre los diarios orientales deseamos distinguir: Nikkei Weekly -Japón-, South China Morning Post -Hong Kong- y Business Time -Singapur-.

la mejor administración de las finanzas regionales. La actitud cooperativa es de envergadura, si el mercado que se encuentra bajo presión es uno sólo; si todos son presionados, cada banco central intentará defender su patrón de cambio antes de acudir en defensa de los mercados vecinos. Esta actitud hace a las monedas de la región más vulnerables.

La cadena de lógica social y económica que durante años dió sustento a un modelo de desarrollo con resultados inigualados hasta hoy, al momento de romperse suele hacerlo por su eslabón más débil: el sistema financiero. No porque éste lo sea intrínsecamente, sino porque en el Asia del Pacífico sí constituía -y lo es todavía- un sector donde no hay regulaciones que impidan o al menos permitan prever el descalabro, aunque más no sea en parte. Nos animamos a decir que, con las limitaciones del caso, el hecho de que esas regulaciones no tuviesen similar envergadura de las que conocemos en occidente (carencia de instituciones de supervisión confiables), o su relajamiento allí donde existiesen, ha contribuído al llamado "milagro"<sup>6</sup>: los créditos preferenciales a los Chaebol coreanos, que posibilitaron la sobreexpansión productiva en sectores cuya demanda estaba cayendo -dando lugar a un proceso de evidente sobreproducción-, puede constituir el mejor ejemplo; la caída -posterior- de los precios internacionales de muchos de esos productos dió el empujón restante hacia la barranca.

Con un crecimiento anual promedio del 20% durante la década, la inversión creció unas 3 veces más rápido que la economía en su conjunto. Nos encontramos frente a un caso de sobreinversión. Se mide hoy una subutilización de la inversión nueva en China del 60%, en Corea del 70% y en Taiwan del 72%. Taiwan y Corea tienen un gran stock en inventarios<sup>7</sup>, mientras la IED sigue fluyendo a varios de esos países como producto de estrategias de largo plazo -el ejemplo clásico es China; habrá que ver el desempeño de esa IED en un futuro cercano, luego del "turmoil"-.

Hay visiones restringidas que al comienzo del descalabro ponían exclusivamente el acento en las fotografías del sector externo que representa una balanza de pagos, quizás por la necesidad intelectual de establecer diferencias con el modelo de acumulación vigente en nuestro país.

Estas economías contaban mayoritariamente con excedentes fiscales, muy altas tasas de ahorro -se encuentran aquí las más altas tasas respecto del PBI del mundo- que en algunos casos (Malasia) no ha alcanzado para fondear las aún mayores tasas de inversión -lo que motorizó el endeudamiento externo<sup>8</sup>-, déficits prolongados en cuenta corriente -sólo hay dos excepciones: Taiwan e Indonesia-, liberalización financiera con escaso grado de profesionalización sectorial y rápidos incrementos de la productividad como del salario -lo que ya no se desarrolló homogéneamente-, entre otras características más conocidas.

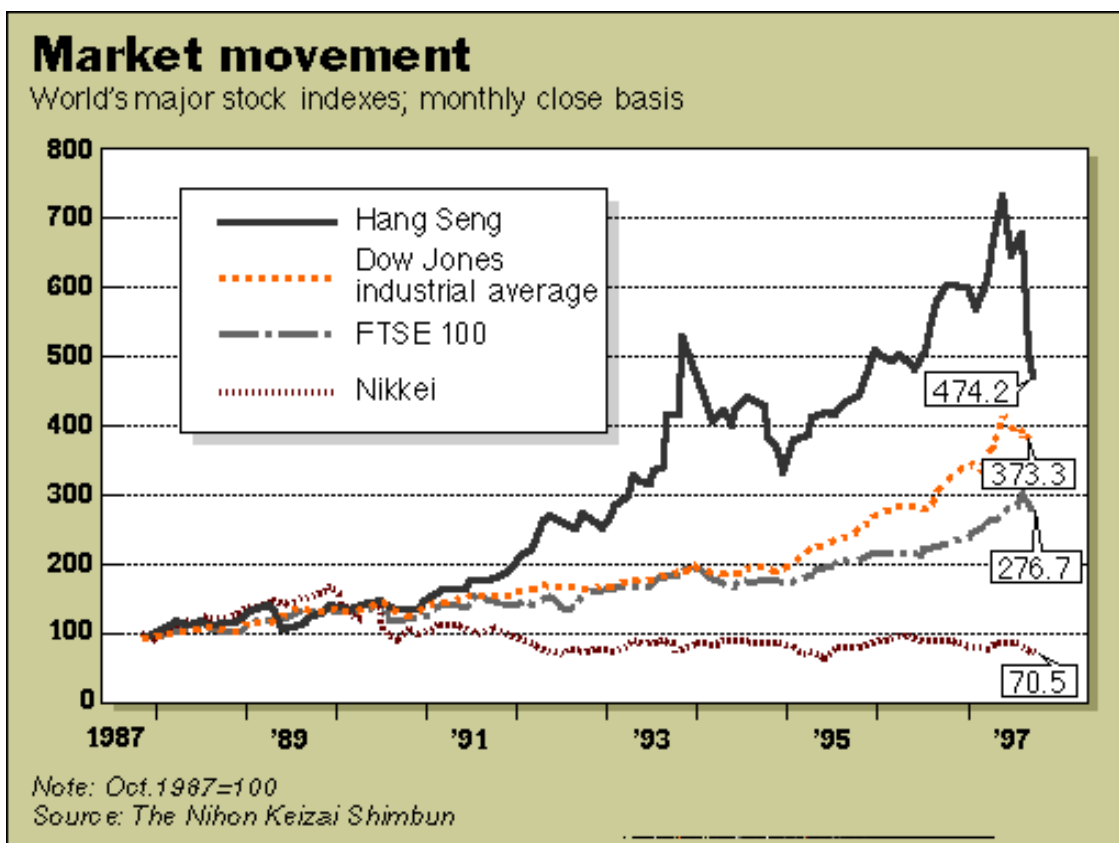
Estas turbulencias se manifiestan porque los acuerdos monetarios que han sido útiles a Asia durante años, ya no son más los apropiados<sup>9</sup>; para nosotros esta es una parte de la explicación, porque si no fuera así, ¿cómo es que los mismos países que fueron tan inteligentes y hábiles para desarrollar una política contra viento y marea por años, insistiendo con ella a pesar de los inconvenientes y de la tremenda pobreza, hayan aparecido incapaces de no saber salir a tiempo de una política que manifestaba deficiencias?

<sup>6</sup> Quizás pueda decirse, eso sí, que no haber reparado en ello puede constituir una falencia que para ese modelo no era inherente: ello depositaría todas las culpas en, o muy cerca, del mismo manejo de la política económica en las economías de Asia.

<sup>7</sup> Analistas occidentales desconfían de las estadísticas asiáticas por la falta de transparencia institucional.

<sup>8</sup> Vía capitales financieros, y no IED, que tenía y tiene fuertes restricciones al ingreso en el Asia del Pacífico. Un extranjero no puede aún comprar tierras en Tailandia y, si compra un departamento -por ejemplo-, lo puede hacer sólo donde la mayoría del consorcio (en realidad, más del 60%) se encuentre en manos de nativos. Un documento interno de la UAAP, elaborado por P. Losoviz, sostiene que "Este proceso provocó un crecimiento significativo de la entrada de capitales, y un nivel cada vez mayor de capitalización de mercado en relación a otros países emergentes".

<sup>9</sup> Tailandia, Filipinas, Malasia e Indonesia tenían una política monetaria relativamente estable basada en anclar su divisa a un conjunto de monedas, hegemotizado por el dólar.



Suele ponerse el acento en la emisión de bonos realizada para financiar el desarrollo que estimuló el ingreso de capitales financieros, de rápida multiplicación global -como vimos- y fácil acceso, lo que valoriza en demasía los activos líquidos más allá de su capacidad de remunerar su compra.

El cuadro que presentamos arriba es muy claro, si bien "outdated".. Mientras el índice que promedia la evolución de la cotización de las acciones en Japón -Nikkei- se ha deteriorado casi un 30% en los últimos diez años -en realidad, algo más desde el estallido de la burbuja especulativa, en 1989-, despegando a ese país de la sobrevalorización acumulada de ésta década, el índice hongkonés -Hang Seng- reflejó una valorización mayor del 600% en 10 años, hasta su espectacular caída de este año, junto al resto de los indicadores. No es necesario alcanzar el punto crítico en 1997 para darse cuenta que no hay patrimonios posibles que puedan ofrecer una rentabilidad semejante a lo que expresa la cotización del mercado de capitales. Eso es especulación pura. Las caídas son aún mayores al día de hoy.

Se ha dicho hasta el hartazgo que las espirales especulativas se cortan al momento que masivamente se intenta realizar la valorización financiera expresada en títulos y bonos, que son expresión de patrimonios reales (suele perderse de vista este elemento) y de la expectativa que exista acerca de su futuro que, al haber sido sobrevaluados generan el efecto autóctonamente conocido como "Puerta 12". La huída masiva no es una novedad para nosotros, pero sí lo es la estrecha vinculación política existente entre bancos comprometidos con deudas incobrables, el poder político y los grupos económicos y sus sucursales (filiales) extendidas por toda la región -ver Japón, más abajo-.

La gran expansión del llamado 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 m<sup>2</sup> a niveles insospechados. En Tailandia, Malasia y Filipinas hubo "booms" inmobiliarios financiados por créditos baratos del exterior, se sabe. Cuando esto sucede en mercados no muy desarrollados -inmaduros-, se exponen fieramente a que la salida masiva de capitales provoque un descalabro financiero.

Entonces, preferimos decir que el desbarajuste económico-financiero reconoce su origen en una serie de eventos para nada casuísticos<sup>10</sup>, de trascendencia (recordar si no todo lo escrito acerca del "milagro asiático")<sup>11</sup> y como producto de procesos históricos determinantes<sup>12</sup>. Esto ha dado al capital transnacional la oportunidad de hacerse de una masa -o de parte de ella- de recursos locales que les estaba vedada por regulaciones y prohibiciones que impedían su participación en esas economías de Asia. La mejor traducción del proceso lo constituyen las obligaciones que ha impuesto los EE.UU. a través del FMI<sup>13</sup> a diversas economías de la cuenca del Pacífico asiático (Corea, Tailandia, en menor medida Indonesia e indirectamente a Japón) para que abran sus mercados de capitales, fueren la eliminación de las restricciones que impidieron su participación en Asia, desregulen sus economías, implementen las reformas fiscales en un todo acorde con los requisitos que exigen los fanáticos de los "fundamentals" y eliminen las restricciones que aún existen para la libre repatriación de los beneficios de las corporaciones no-asiáticas<sup>14</sup>. Estamos hablando de economías que desde occidente son acusadas de corruptas, muy burocratizadas y reguladas, con serias y evidentes dificultades para administrar una crisis -J. Attali dice que son "economías de clanes" -.

Lo más probable es que una gran cantidad de empresas coreanas, competitivas estructuralmente, pasen a manos extranjeras en un futuro próximo: los precios de sus patrimonios se encuentran por el suelo, y no debe haber mejor horizonte para una empresa transnacional con estrategias globales que encontrarse con grandes competidores a precio de ganga. Tienen excelentes redes de distribución y mano de obra entrenada y calificada.

La frutilla de la torta estaría representada por el sistema de ahorro postal japonés y el sistema público de pensiones, que suman una masa de fondos impresionante: aparece en el centro de la escena política de ese país, producto del debate suscitado ante la posibilidad de que dichos fondos sean utilizados para sanear las finanzas de los bancos con problemas. Es el ahorro público que el gobierno estaría dispuesto a utilizar para salvar bancos. El hecho de que por primera vez en Japón estén dejando caer entidades que no pueden pagar sus préstamos es todo un precedente del todavía embrionario nuevo sesgo que deberá tomar su economía, acabando con el histórico salvataje gubernamental vía presupuestos suplementarios que, en el período post-burbuja especulativa, sólo consiguieron incrementar la deuda pública y alejar la resolución de los problemas financieros en el tiempo.

Desde ya, y adelantándonos un poco, cuando estamos escribiendo esto se produce en Japón un debate sin desperdicios acerca de cuál será el mecanismo elegido para seleccionar los bancos a ser salvados por las autoridades. Debe diseñarse un esquema para ello cuya arbitrariedad aparece en el centro de la escena. Hasta hace unos pocos años el Japón fue decidido políticamente por el llamado "triángulo de hierro", que era una efectiva unión entre los burócratas del gobierno, las corporaciones y el LDP<sup>15</sup>.

<sup>10</sup> Una versión "asiática", con consenso, sostiene que el problema con las monedas tiene origen en el sistema de vinculación -"linkage"- con el dólar: mientras las economías crecían, el dinero se llegó al área, pero desde 1995 las monedas asiáticas se aprecian por la disparidad entre las tasas de inflación en el Sudeste de Asia y EE.UU., y la devaluación del yen y del yuan. Todos estos factores hacen caer las exportaciones del SE de Asia causando los déficits de cuenta corriente de esos países. El mismo autor (Komine) sostiene que el ingreso excesivo de dinero desde fuera de la región se dirigió al sector inmobiliario. La crisis financiera siguió a las devaluaciones: se acumularon préstamos incobrables ("bad debts") por la devaluación y una aguda caída en los precios inmobiliarios. Nosotros sostenemos que esta visión es al menos restringida, al dejar de lado serio problemas estructurales.

<sup>11</sup> Con todo lo discutible que tiene, el crecimiento regional no tiene parangón, y que el modelo ha sido capaz de elevar el nivel de vida de unos 500 millones de personas desde la pobreza absoluta.

<sup>12</sup> No nos detendremos en la particular relación entre el poder político y los grupos económicos más poderosos de cada economía. Ese aspecto en la región es clave.

<sup>13</sup> El FMI ya comprometió us\$ 40 mil millones en ayuda a Tailandia, Corea, Indonesia y Filipinas, los países más comprometidos en la crisis financiera. Cuenta con una cifra similar para casos de necesidad.

<sup>14</sup> Recién desde el 30 de diciembre pasado un extranjero puede comprar hasta el 55% de la propiedad de una compañía coreana que ofrezca sus acciones en el mercado de capitales.

<sup>15</sup> Ese sistema colapsó, y las corporaciones se distanciaron del LDP cuando éste perdió las elecciones en 1993. El Partido se dividió en fracciones, mientras que los burócratas -en especial del Ministerio de Finanzas- quedaron bajo fuego por acusaciones de corrupción y mala administración. SSCE - UAAP.

Uno de los aspectos aún no discutidos es lo que la crisis produce en términos de desarticulación productiva regional, como consecuencia de las secuelas que dejará este proceso, de final abierto. La competencia sectorial entre países se intensificará allí donde ya había disputas del mercado internacional (especialmente entre Japón y Corea, economías más competidoras que complementarias), y las devaluaciones precio-competitivas dejarán un tendal de problemas sociales que, no tengo dudas al respecto, tendrán su escenario principal en Corea. No menos de un millón de personas están al borde de perder su empleo en ese país, de densa historia política con manifestaciones populares, fundamentalmente signado por un alto nivel de autoestima y cruzados sentimientos nacionalistas. Esto Japón -su principal acreedor- lo sabe.

La popularización del proceso como de "devaluaciones competitivas" es, por lo menos, incompleto, si no manifiestamente equivocado. El término acuñado parece hacer el juego de publicaciones internacionales con serios intereses económicos en el Asia, que cotidianamente aparecen, al menos, tergiversando los sucesos. Decir que las devaluaciones son competitivas ignora la cantidad de hechos que la devaluación encubre: ese análisis simplifica abiertamente el debate, y pareciera forzado para presionar a que Brasil<sup>16</sup> se sume a la debacle devaluatoria.

La velocidad de las devaluaciones hace perder sentido técnico al intento de no perder competitividad internacional vía precios: si se sigue devaluando como hasta ahora -mediados de enero- lo más probable es que los pedazos de la estructura productiva que puedan recogerse en varios de los países de Asia -principalmente- no puedan competir con nadie por la incapacidad de pago de sus insumos, al cortarse la cadena de créditos. No estamos de acuerdo en pensar que el deterioro de cada moneda doméstica puede ser útil para ganar mercados, con el grado de internacionalización productiva existente hoy. Los pocos sobrevivientes de esta carrera, si el arma sigue siendo la devaluación, se encontrarán con pocos compradores -hay mucho comercio intraregional, especialmente interindustrial-.

Si Japón es ahora más competitivo porque el yen se devaluó un 11% en 4 meses frente al dólar, ¿a quién le venderá esos productos más baratos, si casi el 45% de sus exportaciones se dirigen a sus vecinos asiáticos? El razonamiento es perfectamente asequible para las restantes economías, y nunca debe perderse de vista que 4 de ellas juntas (Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas, o sea ASEAN-4) son equivalentes a la de otra: Corea. Cualquier similitud con la década del treinta no es pura casualidad.

La visión hegemónica de un sólo capitalismo posible -alentada desde centros académicos supuestamente reputados-, desde la victoria del paradigma ideológico representado por los EE.UU. a fines de la década pasada, observa una oportunidad única de imponer su lógica de funcionamiento -léase "acumulación"- en el Asia del Pacífico.

## JAPON:

Mientras una ola de devaluaciones se va extendiendo en los mercados de sus vecinos, la segunda economía y el principal exportador de capitales del mundo aparece atrapada entre fuerzas deflacionistas crecientes.

La economía japonesa prácticamente ha entrado en recesión -crecimiento cero o negativo para 1997-: la caída del PBI del segundo trimestre es la más grande en más en dos décadas, cerrando el semestre fiscal con un -1,4%. Esto incluye una inesperada caída en el último trimestre de las exportaciones (-1,8) y la inversión en viviendas (-10,5%), y una suba del consumo -60% del PBI- de sólo el 1,6%. Es la peor performance económica desde la crisis del petróleo. Con la economía sometida a diversas presiones, entonces, repasemos los factores determinantes:

<sup>16</sup> Las privatizaciones en Brasil siguen siendo la moneda de cambio frente al ataque al real. Puede pensarse que existe presión internacional para que Brasil acelere el proceso de ventas y/o concesiones públicas, que se han abaratado en dólares, y lo harán aún más si el real también cae.

Los domésticos:

- caída de la demanda interna, como producto del aumento del IVA, alimentada por el comportamiento procíclico del gasto de los trabajadores, que reciben parte del salario en bonos.
- déficit fiscal -alcanzó el 7,4% del PBI en 1996 (EEUU 2,8%, Alemania 4,1%)-, lo que dificulta el uso del gasto público para estimular la demanda<sup>17</sup>;
- reforma estructural sometida a un lento proceso de consenso político;
- plazos muy largos para la implementación de la reforma financiera, popularizada como "Big Bang" -se calcula ponerla en marcha para el primer trimestre de 1998-;
- escándalos por la caída de importantes casas de bolsa -Nomura, Daiwa y Nikko-, con denuncias de corrupción, renuncias, despidos y cierres;
- quiebra de grandes instituciones bancarias y financieras<sup>18</sup>;
- caída del índice Nikkei en más de un 30% desde junio de 1996. Por debajo de 15.000, ING Barings estima que 18 de los 20 principales bancos registrarán pérdidas sobre sus posiciones en acciones<sup>19</sup>.

Los que tienen origen fuera de Japón:

- la crisis económico-financiera de sus principales socios comerciales -cuyas compras ascienden casi al 45% de las exportaciones japonesas-:
  1. Las exportaciones a Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas son el 12,4% del total. Si caen un 5% afectará el PBI japonés en un 0,1%<sup>20</sup>;
  2. Japón es el principal prestamista regional: sus acreencias son de más de us\$ 200 mil millones, más del 50% de los cuales están relacionados con el sector inmobiliario<sup>21</sup>;
  3. sus socios son los más importantes destinatarios de las inversiones;
    - la devaluación del won coreano, que afecta directamente las exportaciones japonesas<sup>22</sup>;
    - la reestructuración coreana acordada con el FMI -que, entre otras medidas, limita el crecimiento de su producto al 3%- se traducirá en una caída del producto japonés;
    - aunque el efecto comercial es pequeño (las exportaciones representan sólo el 8,4% del PBI), el impacto sobre la rentabilidad de las firmas con filiales en Asia puede ser mucho mayor;
    - presión política norteamericana para detener el crecimiento del superavit comercial en favor de Japón.

En este complicado escenario la política monetaria tiene poco espacio de maniobra y actuar por el flanco fiscal es políticamente dificultoso, amén de que no hay resultados garantizados. Los 21 bancos más grandes de Japón tienen un 60% de los préstamos incobrables, coletazo del estallido de la "burbuja" especulativa. Sostener el sistema -fondearlo- tal como está tendría un costo para el gobierno de por lo menos us\$ 500 mil millones (11% del PBI)<sup>23</sup>. Siete de los veinte bancos de más capital del mundo son japoneses, y ocho entre los veinte con más activos.

El sistema financiero que surgió en Japón después de la II GM era muy regulado, impedía la competencia entre bancos y agentes bursátiles, y aquellos estaban muy vinculados a los clientes a través del cruce de posiciones accionarias y la formación de familias corporativas. Así, los accionistas bancarios y grupos bursátiles no pedían a las compañías información ni rendición de cuentas sobre su

<sup>17</sup> Las ventas minoristas cayeron un 2,7% set.97/set.96 -6° mes consecutivo- y la venta de autos un 13% en octubre de 1997.

<sup>18</sup> En noviembre quebraron el 7° agente bursátil, Sanyo Securities, el Hokkaido Takushoku (10° banco comercial), Yamaichi Securities -de la familia Fuji Bank- y más de 12 pequeños grupos. El Yamaichi recibió us\$ 6.316 millones para enfrentar sus problemas de corto plazo. Reconocieron tener deudas por us\$ 23.600 millones, así como también pérdidas ocultas de al menos us\$ 2.000 millones.

<sup>19</sup> J. P. Morgan estima que con un Nikkei en 16.300, cinco de los 20 bancos más grandes de Japón tendrán pérdidas en sus inversiones y ocho de las 15 aseguradoras más grandes.

<sup>20</sup> Equivalente a casi us\$ 5 mil millones.

<sup>21</sup> Los bancos japoneses prestaron a Tailandia us\$ 37,5 mil millones para 12/96. Ninguna otra nación en desarrollo recibió tantos préstamos de Japón. Gran parte fue a compañías financieras no-bancarias. Esto representa el 1% de los préstamos otorgados por bancos japoneses del total de préstamos en o fuera de Japón. Mucho dinero fue a filiales de empresas japonesas establecidas en Tailandia.

<sup>22</sup> Japón destina el 7% del total de sus exportaciones a Corea, con preeminencia de bienes de capital: maquinaria para semiconductores e industria automotriz. SBC Warburg sostiene que si Corea importase un 10% menos, eso implica una caída de las compras externas del 30% de bienes de capital, que para Japón son menores exportaciones por us\$ 5,6 mil millones.

<sup>23</sup> Los créditos "problematizados" llegarían a us\$ 607 mil millones (79 trillones de yenes), según el Nihon Keizai Shimbun. El número es 3 veces mayor que el anunciado públicamente.



performance -al estilo occidental-, y esas firmas financiaban a sus clientes sin aplicar controles de crédito como los que conocemos en occidente.

Los resultados del primer semestre fiscal de 1997, para las principales entidades bancarias han sido magros, fuertemente comprometidas con aquellos créditos. Tres de ellas (entre las que se encuentra el banco más grande del mundo) revelaron pérdidas netas<sup>24</sup>, y los pocos resultados positivos, son muy inferiores a los de un año atrás.

En perspectiva, para marzo de 1998 ocho grandes bancos<sup>25</sup> deberán reservar us\$ 43,2 mil millones para enfrentar los créditos incobrables:

- Los más fuertes llegarán con tasas de reserva de entre 80/100% sobre los préstamos incobrables; los restantes cubrirán sólo el 53%. Esto resultará en pérdidas netas para siete de ellos.
- Sólo uno piensa que podrá cerrar el ejercicio fiscal con beneficios un 74,6% inferiores a los del año pasado<sup>26</sup>.

Si el mercado accionario cayera aún más, los bancos podrían liquidar sus posiciones internacionales: los títulos del Tesoro de EE.UU. -son sus principales tenedores- y acciones de empresas norteamericanas -Japón tiene el 25,1% de acciones de empresas de EE.UU.-, lo que generaría una presión desestabilizante sobre todos los mercados. En los últimos doce años, Japón compró us\$ 1,3 billones de dólares en stock y bonos extranjeros.

*Cómo sostener el sistema financiero constituye el debate político en Japón:* cuál será el origen, destino y mecanismos de utilización de los recursos públicos para hacerlo. El partido gobernante se ha pronunciado en favor del uso de bonos con garantía del gobierno y el sistema fiscal y de inversiones para apuntalar el Deposit Insurance Corporation<sup>27</sup>.

En el flanco externo, dos cosas son importantes: el rol de Japón como prestamista en el Asia, y la fricción comercial con los EE.UU.

Para junio/97, un 32% de los préstamos internacionales a los países de Asia fue otorgado por bancos japoneses (us\$ 123,8 mil millones). Japón es el principal acreedor de: Tailandia, con us\$ 37,7 mil millones, equivalentes al 54% del total de los créditos otorgados a ese país, de Indonesia -us\$ 23,1 mil millones, un 39%-, de Malasia, us\$ 10,4 mil millones -36%- y de Corea, us\$ 23,7 mil millones - un 23%-.

Gran parte de esos préstamos han sido dirigidos a empresas filiales japonesas. Los concedidos con anterioridad, fueron utilizados masivamente para financiar la instalación de filiales en los vecinos países del Asia para relocalizar sus bases de producción (proceso conocido como de "hollowing out"), intentando aprovechar la más económica mano de obra, derivar industrias polucionantes que no podrían operar en Japón por cuestiones legales y acercarse a la fuente de materia prima. Fuentes industriales japonesas han informado que mucahs de las filiales fuera de Japón intentarán proveerse desde ahora más de insumos locales, para reducir la dependencia de divisas de cada sucursal japonesa en el exterior, para compensar la debilidad de las monedas locales.

La pérdida de valor del yen frente al dólar aumenta la fricción comercial entre Japón y EE.UU. ante el creciente superavit comercial, que ya era conflictivo aún antes de las incesantes devaluaciones. La bajísima tasa de interés doméstica en Japón impulsa un flujo hacia afuera de los yenes en busca de mayor rentabilidad, lo que alimenta la depreciación del yen. Para octubre el superavit comercial con EE.UU. fue un 55,6% mayor que un año atrás (13º mes consecutivo de incremento y 5º consecutivo de suba del de cuenta corriente).

<sup>24</sup> El más grande, Bank of Tokyo-Mitsubishi, anunció pérdidas netas por us\$ 7,35 mil millones.

<sup>25</sup> Dai-Ichi Kangyo, Sumitomo, Sakura, Fuji, Tokai, Asahi, Daiwa y Tokyo-Mitsubishi.

<sup>26</sup> El que en 1996 fue el banco con mayor tasa de reserva entre los bancos "ciudadinos".

<sup>27</sup> Esquema de seguros industriales financiado con un impuesto sobre depósitos bancarios (recolectará us\$ 21,3 mil millones en los próximos 5 años).

Mientras la economía estadounidense aparecía creciendo el superavit japonés se diluía como problema político, pero en la medida que la crisis haga crecer menos a la economía norteamericana - ya se calcula un 0,5% menos para el próximo año- mientras crecen las exportaciones japonesas a EE.UU, el superavit pasará a primer plano. Ya han aparecido roces sectoriales y amenazas cruzadas<sup>28</sup>, aún antes de que esta situación se plante como el definitivo nuevo escenario bilateral. En él aparecen aquellas presiones -hoy ostensibles- para que las autoridades intervengan y no permitan que el yen se deprecie aún más.

Lo que Hashimoto pueda hacer difícilmente tenga un efecto inmediato sobre el superavit en particular, o la economía en general. El primer paquete de medidas comprendió la realización de dos megaproyectos de obra pública y acelerar el proceso de desregulación en casi todos los sectores -en especial telecomunicaciones y uso de tierras-<sup>29</sup>.

Fruto de haberse considerado insuficiente y por la presión internacional<sup>30</sup>, se anuncia un segundo paquete de medidas fiscales -de reducción impositiva-, de us\$ 77,5 mil millones, hasta este momento no aprobado. El partido gobernante propone financiar parte del plan con la venta de acciones en manos del gobierno de NTT. Incluye:

- el recorte de us\$ 26,6 mil millones en el impuesto a los ingresos personales;
- una inyección de dinero en el sistema bancarios japonés, en forma de bonos públicos para el Deposit Insurance Corporation;
- fondos para que las instituciones públicas de crédito -como el Japan Development Bank y la Small Business Corporation- puedan afrontar los créditos impagos<sup>31</sup>;
- el recorte en los impuestos a las corporaciones y sector financiero;
- un aumento del gasto público.

## A MODO DE CONCLUSION

La salida parece estar muy lejana. No es novedoso sostener que los coletazos de la crisis se verán por largo tiempo. Su dimensión es muy superior a la crisis del tequila. La inexistencia de una entidad rectora de las finanzas internacionales, que para el capital financiero no era necesaria en tanto la crisis no se manifestase, hará más difícil encontrar la salida. Desde nuestro punto de vista -13/01/98-, insinuamos que una situación donde la inmensa cantidad de papeles representativos de patrimonios devaluados, junto a las garantías entregadas por los tomadores de préstamos -inmobiliarias- que han perdido su capacidad como garantes por la caída violenta de sus precios, que arrastra a los bancos prestatarios, tiene muy pocas vías de escape. A esto se suma que los aparatos productivos de varias economías quedarán muy dañados, la pobreza se extenderá en promedio<sup>32</sup>, crecerá el desempleo violentamente y se desnacionalizarán las economías asiáticas, lo que tiene fuerte efecto psicológico allí donde los nacionalismos suelen exacerbarse.

Esto es avezado, pero aparecerá algún bono lanzado con ingeniería financiera de los organismos financieros internacionales -fundamentalmente FMI, esto es EE.UU.-, una vez que los gobiernos asiáticos tengan real dimensión de la crisis y se avengan a aceptar las recomendaciones del FMI. Esos

<sup>28</sup> En setiembre el vicesecretario del Tesoro de EE.UU se quejó de los pocos esfuerzos japoneses por incrementar la demanda de exportaciones de EE.UU.; en octubre, los puertos de EE.UU amenazaron cerrarse para los buques japoneses por las prácticas restrictivas aplicadas en puertos de Japón a barcos norteamericanos.

<sup>29</sup> La EPA estimó que el paquete de 120 medidas incrementarán el PBI en us\$ 48.000 millones.

<sup>30</sup> En el reciente Foro de APEC, EE.UU. efectuó un reclamo para que Japón asuma un rol más destacado en la restauración económica y financiera de Asia (Japón como destino principal de las exportaciones asiáticas). Rubin reforzó la idea con un reclamo similar, donde también se lo alentó para que estimule su demanda doméstica reduciendo impuestos, aumentando el gasto público y comprando más fuera del país. Hashimoto intentó aclarar en Vancouver que la naturaleza de los problemas de Japón son diferentes de los de los restantes países: tiene baja tasa de desempleo, alta tasa de ahorro y de productividad, gran superavit de cuenta corriente y reservas superiores a los us\$ 230 mil millones en moneda extranjera.

<sup>31</sup> Ese impresionante monto tiene origen en el Japan's Fiscal Investment and Loan Programme, que están financiados por el sistema de ahorro postal y los fondos de pensión estatales.

<sup>32</sup> Se notará especialmente en Indonesia, Tailandia y Filipinas.

nuevos papeles podrían reemplazar las deudas incobrables, pero para lo que previamente habría que realizar una auditoría que permita separar "la paja del trigo" en los bancos caídos y en los que están en situación crítica -aquí Japón es el mejor ejemplo-, asumiéndose responsabilidades por las deudas. El paso siguiente sería ver qué garantías ofrecerán los estados asiáticos por la emisión de esos bonos.

Puede sospecharse el final del comentario: los activos públicos. En la medida que los grupos privados fueron cayendo con deudas insostenibles, varios estados se hicieron cargo de los activos que antes eran privados; también hay gran cantidad de activos públicos que pueden ser muy interesantes para sus competidores internacionales, que seguramente comprarán los bonos garantizados con esos activos. Esos bonos podrían ser utilizados como moneda de cambio en los procesos de privatización que se avecinan. En suma, una especie de "Brady" con estilo oriental -aquí ni se me ocurriría hablar de los cupones "zero" de garantía norteamericana-, a prueba primero en donde más fácil se alinearon las políticas oficiales domésticas a las requeridas por los "bomberos" internacionales -Tailandia, por ejemplo- para, dependiendo de ese resultado, seguir con las restantes economías -en algún caso, como Indonesia, dependerá más de la evolución del conflicto político doméstico-. La evolución y recomodamiento del caso coreano, fuertemente dependiente de la situación de Japón, marcará el paso.

Si el conflicto político en los países del noreste de Asia -Corea y su nuevo presidente, Hashimoto y su liderazgo en el LDP- es resuelto relativamente rápido, creo que el diseño de las políticas de salida del "turmoil" tendrán mucho del sesgo señalado antes. Ahora, todo esto podría ser posible siempre que las devaluaciones no fueren a China a entrar en el juego de precios hacia abajo para disputar mercados con sus vecinos<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> En este momento estamos realizando un trabajo en la UAAP de comparación de productos de exportación: en qué productos y dónde compiten China y sus vecinos.

**N° 3**

## **Apuntes sobre la crisis en el Este de Asia**

**Autor: Gustavo A. Girado**

Publicado en "Realidad Económica" N° 153,  
1° de Enero al 15 de Febrero de 1998.

**[www.asiayargentina.com](http://www.asiayargentina.com)**

Editor General: Gustavo A. Girado

E-mail: [contactenos@asiayargentina.com](mailto:contactenos@asiayargentina.com)