



Coyuntura en Asia: La economía del Este en Asia.

Autor: Unidad Analítica Asia Pacífico

Director: Lic. José Bekinschtein
Coordinadora: Dra. Nélide Mairal
Consultor Senior: Lic. Gustavo Girado
Cons. Jrs.: Cecilia Todesca Bocco, Francisco Ou
y Pablo Losoviz
Personal de Apoyo Adm.: Susana Celemín.

En Biblioteca del Ministerio de Economía
Unidad Analítica Asia Pacífico.
Subsecretaría de Comercio Exterior
Secretaría de Industria Comercio y Minería
Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos

Enero 1998

www.asiayargentina.com
E-mail: contactenos@asiayargentina.com

. Introducción¹.

Cuando se analizan las cifras del comercio exterior argentino, pareciera que la crisis en los mercados asiáticos estuviera lejana y no sólo en términos geográficos: nuestros embarques al área no superan el 11% mientras que se adquieren allí el 12,5% de las importaciones. Si bien no es un área marginal en la dirección del comercio argentino, está lejos de tener la importancia del MERCOSUR, los Estados Unidos o la Unión Europea. La agudización de la crisis desde fines del año pasado puede provocar sin embargo, efectos comerciales más generales.

En primer término, una caída en precios de distintas materias primas como efecto de disminuciones en la demanda o interrupciones en las operaciones debido a dificultades en los bancos en destino. Esta situación es nueva: la previsión hasta hace pocas semanas era que por sus características de relativa inelasticidad, nuestras exportaciones de alimentos primarios, insumos para manufacturas de exportación y combustibles, que constituyen la base del perfil exportador argentino a la región, no debían sufrir variaciones fundamentales. Este escenario podría volver a estar vigente, si la crisis se solucionara rápidamente, un hecho incierto a la fecha. El resultado final combinado sobre los términos del intercambio, de caídas en precios de exportación y de los de muchas manufacturas importadas, es por el momento difícil de determinar.

El segundo efecto general es sobre el comercio global: el Pacífico Asiático representaba hasta 1996 una cuarta parte del comercio internacional, bajo una conducta pocas veces destacada: cuando se excluye a Japón, las importaciones de la región estaban creciendo más rápidamente que sus exportaciones -lo cual explica el incremento reciente en sus déficits corrientes-. La tendencia al equilibrio en la cuenta corriente, que ya se insinúa en varias de las economías afectadas, se realizará a expensas de las importaciones, sobre todo del resto del mundo, y en una presión exportadora sobre las economías que crecen: los Estados Unidos, la Unión Europea y América Latina. Existen coincidencias acerca de que por su relevancia, los dos primeros deberían estar dispuestos a absorber crecientes volúmenes de productos asiáticos como uno de los requisitos para restablecer la estabilidad en Asia. Pero no debieran descartarse presiones aislacionistas o proteccionistas que afectarían a terceros actores.

El tercer efecto general a considerar es "bueno": debería esperarse, al final de la crisis, más transparencia en las políticas comerciales de la región, mayor apertura a productores más eficientes que los locales, sobre todo en materia de productos agrícolas, y mayor acceso a los canales de distribución interna, como resultado de desregulaciones y competencia. Si se suma a ello el hecho de que los fundamentales reales de esas economías deberían ser capaces de restablecer en el mediano plazo -uno a tres años- condiciones de actividad más que razonables, estrategias comerciales "contracíclicas" -de "estar cuando todos huyen"- no deberían ser descartadas.

En este contexto, el presente documento pretende describir la situación en la región a principios de 1998, para lo cual se ha efectuado un trabajo de selección y conciliación de los indicadores más relevantes.

¹ El presente es un documento de trabajo: su contenido no refleja necesariamente la posición de la Secretaría de Industria, Comercio y Minería. Los datos contenidos en este trabajo pueden ser reproducidos total o parcialmente siempre que se mencione la fuente. Los cuadros estadísticos anexos han sido actualizados utilizando las versiones de diciembre de 1997 de las fuentes indicadas en cada caso. En el informe se citan indistintamente "países" o "economías". Tales citas no implican reconocimiento de soberanía o de límites respecto a los territorios mencionados.

2. El papel del Pacífico Asiático en el comercio internacional.

¿Cuán importante es el conjunto de las economías del este de Asia en la producción y el comercio mundiales? ¿Qué impacto pueden tener la caída en la producción y en la demanda en el conjunto de la actividad mundial? ¿Cómo puede verse afectada nuestra región?, son preguntas usuales básicas acerca de los acontecimientos actuales.

Las economías del Este asiático² habían crecido en promedio en los últimos siete años el 6,8%. Este ritmo de crecimiento es relativamente alto si se lo compara con el 3,5% de crecimiento del producto mundial y con el 1,9% de los principales países industrializados.

Su participación en el producto mundial³ era hasta 1996 del orden del 28% que se reduce al 20% cuando se excluye a Japón. En 1970 la región sólo concentraba el 11% del comercio mundial, participación que en 1996 había pasado al 25%, con exportaciones de us\$ 1,32 billones - aproximadamente el doble de las exportaciones de los Estados Unidos-.

Estos porcentajes no dan cuenta sin embargo de los delicados equilibrios y divisiones del trabajo establecidos en el comercio dentro de la región y de la región con el mundo. Se trata de una estructura sostenida en el excedente de la balanza comercial del Japón con los Estados Unidos y también con Europa, explicado en gran parte por la incapacidad o según otras interpretaciones -a su falta de voluntad política- de incrementar sus importaciones. Pero al mismo tiempo Japón mantiene también un excedente comercial con el resto de Asia que es prácticamente equivalente al excedente comercial de la región con el resto del mundo. Este triángulo de excedentes que finalmente son absorbidos por los Estados Unidos, es el que está en juego⁴.

Durante 1996 los Estados Unidos destinaron el 29,1% (27% en los primeros diez meses de 1997) de sus exportaciones a la región AP, de donde provino a su vez el 37,3% (36%) del total importado. Si se excluye Japón, la proporción de las exportaciones dirigidas al área se reduce al 18,2%, mientras que la participación en las importaciones totales alcanza el 22,9%.

El déficit comercial de los EE.UU. fue durante 1996 de us\$ 194.000 millones, del cual 123.000 millones se explican por el comercio con Pacífico Asiático (64% del total del déficit). Si se excluye Japón, el déficit se reduce, alcanzando los us\$ 73.000 millones y explicando un 38% del saldo negativo de la balanza comercial. Gran parte de las importaciones norteamericanas provenientes del Asia se explican por el comercio intra-firma de las casas matrices y sus filiales en el área.

Entre enero y noviembre de 1997, el déficit comercial de los EE.UU. con la región superaba los us\$ 117.000 millones, lo que explicaba el 65% del total. China está alcanzando rápidamente a Japón como generador de ese desequilibrio (us\$ 45,8 mil millones contra us\$ 50,5 mil millones de Japón), con tendencias crecientes, explicadas hasta fines del año pasado no tanto por las devaluaciones en la región sino por el sostenido fortalecimiento del dólar en los meses anteriores⁵.

En el caso de la Unión Europea, la importancia del Pacífico Asiático en sus flujos de comercio internacional es menor. La proporción de las exportaciones dirigidas al AP es del 8,2% mientras que las importaciones se acercan al 10%. Si se excluye Japón, el porcentaje se reduce: las exportaciones representan el 6% y las importaciones explican el 7%.

Japón destina el 43% de sus exportaciones a sus vecinos asiáticos, que a su vez explican 36% de sus importaciones.

² El Este de Asia incluye: Brunei, Cambodia, R.P. China, Corea, Filipinas, Hong Kong (China), Indonesia, Japón, Laos, Malasia, Myanmar, Singapur, Tailandia, Taiwan (Taipei China) y Vietnam.

³ L' économie mondiale 1997 en base a datos del CHELEM, CEPII. El producto está calculado de acuerdo con la paridad del poder adquisitivo.

⁴ Ver Stephen S. Cohen, "Le commerce mondial, otage de la Chine", Le Monde Diplomatique, enero 1998.

⁵ Morgan Stanley estima un déficit comercial total entre los EE.UU. y el Pacífico Asiático de 143 mil millones de dólares para 1997 y 192 mil para 1998.

En el caso de América Latina las participaciones son más reducidas, con la excepción de Chile. Las exportaciones de los países de América Latina hacia la región Pacífico Asiático son apenas el 8,4%, mientras que las importaciones desde la región explican el 14%. Cuando se excluye Japón, el total exportado a la región disminuye hasta el 4,8% y las importaciones al 7,6%.

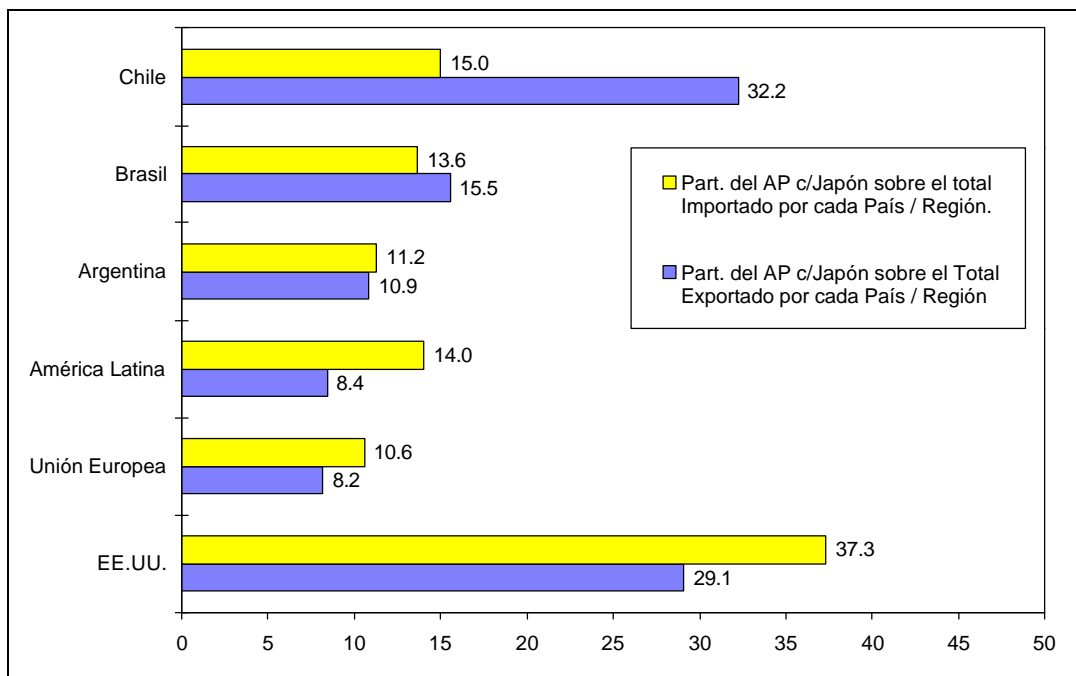
La Argentina destinó -durante 1996- el 10,9% de sus exportaciones al Pacífico Asiático, y del total de sus importaciones, el 11,2% provino de dicha región. En los primeros once meses de 1997 esta participación alcanza el 11,4% y el 12,5%, respectivamente. Excluyendo Japón, los porcentajes disminuyen al 8,7% en el caso de las exportaciones y al 8,1% en el caso de las importaciones.

Sin embargo, las exportaciones a Japón, China y Hong Kong -economías que no ha devaluado su moneda- representan el 59% del total exportado a la región. Por lo tanto, si se excluye el comercio con estos países la participación de las exportaciones a la región sobre el total se reduce al 4,7%.

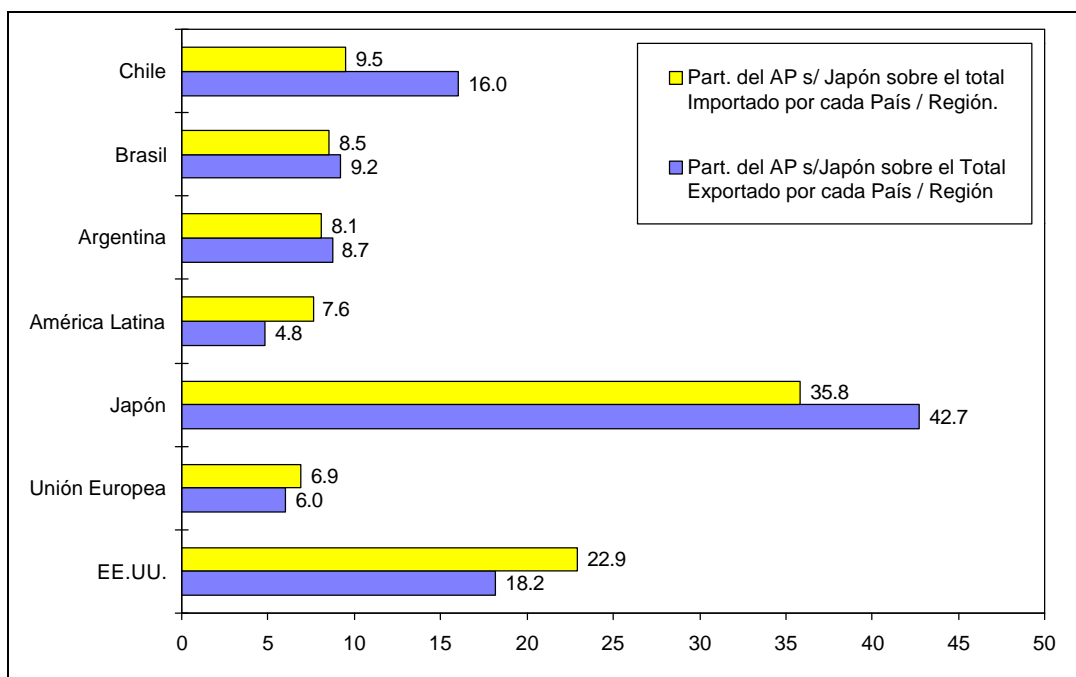
Brasil destina el 15,5% de sus exportaciones al área, e importa desde allí el 13,6% del total. Si se excluye Japón las participaciones decrecen al 9,2% en el caso de las exportaciones y al 8,5% en las importaciones.

En el caso de Chile la proporción de las exportaciones dirigidas al área es mucho más importante que en el caso del resto de los países de América Latina. El 32,2% de las exportaciones chilenas se dirigen a la región, mientras que el 15% de las importaciones provienen de la misma. Si se excluye Japón las cifras disminuyen significativamente pero siguen siendo altas si se las compara con otros países: las exportaciones representan el 9,5% y las importaciones el 16%.

Participación del Comercio con el Pacífico Asiático -incluido Japón- en los totales importados y exportados durante 1996



Participación del Comercio con el Pacífico Asiático -excluido Japón- en los totales importados y exportados durante 1996

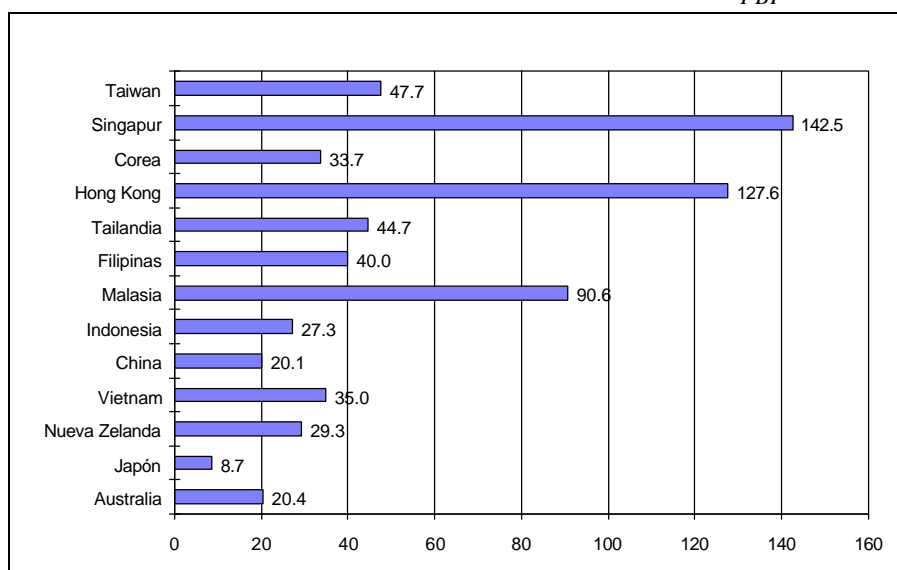


Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

3. Fluctuaciones en los tipos de cambio.

Las interpretaciones más recientes acerca de la gestación de la crisis, de las cuales probablemente una de las más relevantes sea la de Krugman⁶ apuntan a resaltar el papel del sistema bancario antes que la del sector externo y el nivel y los regímenes cambiarios en el inicio y desarrollo del proceso en curso. Sin embargo, la evolución de los tipos de cambio merece al menos alguna observación. No olvidemos que, salvo en el caso de Japón estamos hablando de economías con grado importante de apertura externa, en las que el tipo de cambio repercute en la evolución del comercio y por lo tanto en del producto.

Grado de Apertura de la economía (1995): $\frac{1}{2} * \frac{(X + M)}{PBI}$



Fuente: Pacific Economic Outlook (PECC) en base a FMI, Estadísticas Financieras y ADB, Key Indicators.
Las cifras pueden no coincidir con las citadas en los capítulos por país por diferencias en las fuentes utilizadas.

Tipo de cambio nominal Moneda doméstica por 1 us\$.

	Jun-97	14-Ene-98	Devaluación 14 ene-98/ jun-97	Var %
Hong Kong	7,7	7,7	0,1	
Singapur	1,4	1,8	23,8	
Corea del Sur	884,9	1.764,0	99,3	
Taiwan	27,9	34,4	23,2	
China	8,3	8,3	-0,1	
Indonesia	2.431	8.650	255,8	
Malasia	2,5	4,6	82,2	
Filipinas	26,4	43,6	65,1	
Tailandia	25,6	55,7	117,7	
Japón	114,8	131,8	14,9	
Promedio simple	-	-	68,2	
Promedio ponderado (1)	-	-	40,3	

(1) Ponderado por la participación del comercio de cada país en el total de la región durante 1996.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Financial Times.

⁶ Paul Krugman, "What happened to Asia?", MIT, Enero de 1998.

Durante los últimos seis meses, la crisis financiera en la región ha producido una devaluación promedio ponderada de los tipos de cambio nominales cercana al 40%. El promedio simple arroja un resultado superior al 68%.

En el caso del tipo de cambio real también se observan devaluaciones significativas dado que hasta el momento las devaluaciones nominales han sido muy poco compensadas por el aumento de los precios domésticos. Esto no significa que repentinamente estas economías se hayan vuelto "infinitamente" competitivas. En realidad variaciones en los tipos de cambio como las registradas, se ven acompañadas por alzas en las tasas de interés, interrupciones en la financiación y rupturas en las cadenas comerciales, que tienen profundos efectos de dislocación en la actividad⁷.

Hasta cierto punto (noviembre de 1997?), los movimientos producidos en el tipo de cambio real no hicieron sino compensar las revaluaciones respecto al dólar que se produjeron en la región a partir de la revaluación del yen bajo los acuerdos del Plaza (1985). Sólo a partir de ese momento se pasa a un escalón sin precedentes.

Tipo de cambio Real (1) - 1989/1997 Índice 1990/1992=100

	1985	1986	1989	1990	1993	1994	1995	1996	1997*
Hong Kong	156,2	148,6	111,6	107,2	88,5	83,6	79,1	76,8	75,9
Singapur	141,1	145,4	113,4	103,3	99,3	90,2	88,0	88,7	108,0
Corea del Sur	166,0	153,8	96,8	99,1	101,6	95,6	92,4	98,7	197,3
Taiwan	159,0	138,1	91,5	100,1	109,9	109,7	118,0	123,0	155,0
China	89,8	94,6	83,2	95,0	95,9	118,2	101,4	96,3	97,6
Indonesia	88,3	119,7	97,2	100,5	95,6	94,1	90,7	90,1	193,7
Malasia	103,8	108,7	99,3	102,0	99,6	94,8	92,8	91,2	137,7
Filipinas	120,5	126,9	101,8	117,5	92,5	76,5	78,2	74,5	110,5
Tailandia	133,2	126,2	103,0	100,8	98,8	94,8	92,5	91,4	161,3

* Parcial (Diciembre 23, 1997). (1) Nominal fin de período deflactado por IPC Índice promedio 1990/1992 = 100, Fórmula: Tipo de cambio (Moneda Local / us\$) * IPC de EE.UU. / IPC Local.

Fuente: UBS 4Q 1997 (incluye la proyección 1998); IFS (IMF, 1997) para Francia, Alemania y Japón 1989/1996 y cifras de 1985/1988; "The Economist", November 15th-21th 1997, para los datos parciales de 1997; y Asian Development Bank para tipo de cambio de Hong Kong y Taiwan (1985-1988).

Un cálculo estimativo del impacto "competitivo teórico" sobre el comercio argentino, recortando sólo los efectos puramente cambiarios y no incluyendo los efectos disruptores mencionados más arriba -probablemente más importantes- arroja un impacto devaluatorio durante 1997 del 3,7% según la canasta regional del intercambio argentino.

⁷ Al momento de redactarse este informe, se estaban produciendo ya movimientos de precios en algunas de las economías afectadas, aunque todavía lejos en su magnitud de los que afectaron a los tipos de cambio.

Impacto teórico de los movimientos cambiarios en el AP* Enero - Diciembre 1997

Pais	Variación tc nominal	Variación neta de precios	Variación tc real	Impacto ponderado por participación (1)
China	-0,24	1,10	0,46	0,02
Corea	93,49	4,30	89,19	1,90
Filipinas	53,99	6,50	47,51	0,04
Hong Kong	0,26	5,10	-2,94	-0,00
Indonesia	135,82	11,00	124,85	0,47
Japón	12,07	2,10	9,96	0,36
Malasia	53,75	2,60	51,62	0,32
Singapur	20,00	2,30	18,06	0,09
Tailandia	82,88	7,60	75,60	0,28
Taiwan	18,55	-0,50	19,14	0,25
Promedio Asia Pacífico	47,06	4,21	43,35	3,71

Fuentes: INDEC, The Economist, Financial Times.

(*) Cifras positivas implican devaluación mientras que las cifras negativas demuestran revaluación.

(1) Impacto ponderado por la participación en el comercio de la Argentina.

Otro factor determinante en la crisis que afecta la región ha sido el nivel de endeudamiento y la composición del mismo. El crédito bancario internacional alcanzó un volumen récord en el primer semestre de 1997 superando el billón⁸ de dólares. Esta financiación bancaria se dirigió principalmente a América Latina y Asia y en su mayoría tenía vencimientos en el corto plazo (un 56,3% tenía un vencimiento menor al año). También hubo un crecimiento en la participación de los bancos europeos, aunque existe cierta selectividad en el grado de exposición de acuerdo al país.

Distribución por plazos y sectores del crédito bancario en Asia Pacífico Julio 1997 - Miles de Millones de us\$ y porcentajes

Pais	Total (Miles de Mill. de us\$)	Distribución de los vencimientos (%)		Distribución por sectores (%)		
		Hasta 1 año	Más de un año	Bancos	Sector Público	Sector Privado No Bancario
Total	389,4	62,2	29,8	44,0	7,4	48,5
Corea del Sur	103,4	67,9	19,8	65,1	4,2	30,6
Tailandia	69,4	65,7	30,4	37,6	2,8	59,5
Indonesia	58,7	59,0	35,0	21,1	11,1	67,7
R.P. China	57,9	52,0	40,0	42,6	13,2	44,1
Malasia	28,8	56,4	30,8	36,4	6,4	57,1
Taiwan	25,2	87,3	11,3	61,6	1,6	36,8
Otros	46,0	51,1	41,6	32,3	13,5	54,1

Fuente: Bank for International Settlements, First Half 1997, January 1998.

En el caso de la región Asia Pacífico la financiación bancaria alcanzó casi los 390 mil millones de us\$ durante el primer semestre de 1997. Un 62% de la misma se acordó con vencimientos en el corto plazo. Este endeudamiento estuvo estimulado en parte por los mecanismos de fijación del tipo de cambio en la región (fijos o administrados), las altas tasas de interés y las facilidades en muchos casos interpretadas como garantías implícitas, otorgadas por los gobiernos regionales para que sus empresas accedieran a líneas de crédito de corto plazo.

⁸ Notación castellana: 1 billón = 1 millón de millones.

La banca de Japón como economía individual, aparenta ser la más expuesta ya que ha financiado el 32% de la deuda total de los países del Pacífico Asiático. Los bancos europeos en su conjunto explican un 43,8% y son los bancos alemanes los que presentan un mayor grado de exposición, con préstamos principalmente dirigidos a Malasia y la R.P. China, mientras que los franceses se han concentrado relativamente en Corea. Los bancos norteamericanos representan tan sólo un 10% del total de crédito bancario a la región.

Préstamos Bancarios según país de origen a la región Asiática

País	Total	Bancos Europeos	Bancos EE.UU.	Bancos Japoneses	Otros Bancos
		Miles de Millones de us\$			
		Porcentaje			
Diciembre 1995	306,9	38,6	9,8	36,8	14,9
Julio 1996	337,8	40,4	10,5	34,2	14,8
Diciembre 1996	367,0	42,2	11,0	32,3	14,5
Julio 1997	389,4	43,8	10,1	31,8	14,3

Fuente: Bank for International Settlements, First Half 1997, January 1998.

4. Algunas consecuencias sobre el comercio.

Se prevé -y están ocurriendo- caídas en los niveles de actividad y como mínimo disminuciones importantes en el crecimiento esperado para 1998. Para Corea y Tailandia ya se pronostica una contracción del producto⁹.

La primera gran economía más afectada por la situación -que ve agravados problemas preexistentes en el sector financiero- es Japón. La economía de los EE.UU., podría verse afectada por la caída en la demanda para algunas de sus exportaciones (las de mayor elasticidad precio - ingreso) y por la disminución en las ventas y rentabilidad de las filiales de corporaciones norteamericanas en la región asiática, lo cual a su vez podría incidir en la cotización de sus acciones. La relativamente baja proporción del comercio internacional en la economía del país actúa no obstante como un amortiguador de los efectos directamente vinculados a esos intercambios. Por el momento, se han presentado casos individuales de firmas de tecnología de información, como Oracle, sufriendo especialmente la situación en los mercados asiáticos. Otras firmas del sector están compensando bajas en sus ventas allí por un inusitado fortalecimiento de la demanda europea.

En el caso de América Latina se podrían registrar efectos indirectos derivados de la contracción eventual del comercio mundial y se ha pronosticado un desaceleración en el aumento del PBI regional. La tasa esperada que antes de la crisis era del 4,5% se redujo al 3,5%¹⁰. Las exportaciones latinoamericanas a la región del Pacífico Asiático representan, como se ha dicho, un porcentaje relativamente pequeño de sus exportaciones totales -14%- bajo un perfil de oferta relativamente inelástica a efectos precio o ingreso.

La excepción es Chile que destina el 32,2% de sus embarques a la región. Durante los últimos dos meses la moneda chilena se ha devaluado un 12%, fundamentalmente como consecuencia de la caída de los precios de algunas materias primas e insumos intermedios de cobre con alta participación en la estructura exportadora chilena. Las exportaciones de cobre durante los primeros nueve meses de 1997 explicaron el 38,3% de las exportaciones totales chilenas y la mitad de los envíos al Pacífico Asiático, mientras que las exportaciones forestales a la región alcanzaron el 43,3%.

⁹ The Downside of Global Growth, Global Economic Forum, Morgan Stanley, 16 de diciembre de 1997.

¹⁰ Informe del BID.

En el caso de Brasil, los efectos son diversos por sector: según las empresas, las industrias más afectadas podrían ser las siderúrgicas, alimenticias y las de celulosa y papel. Brasil destina un 15% de sus exportaciones a la región (incluyendo Japón) lo que equivale a 8 mil millones de dólares. Como consecuencia de la crisis se espera una contracción del 10% en las exportaciones de concentrado de naranja y una reducción del 6% en el caso del pollo. Además se han comenzado a registrar algunas dificultades con la emisión y confirmación de instrumentos de crédito documentario¹¹.

Los datos disponibles para el comercio de la Argentina con la región muestran un leve aumento de las exportaciones: los once primeros meses de 1997 registraron un aumento del 10,8% sobre el mismo periodo de 1996. El principal destino de las exportaciones fue China, con marcadas disminuciones en las ventas a Filipinas, Singapur y Tailandia.

En cambio, las importaciones muestran un fuerte crecimiento: a noviembre de este año las importaciones desde la región alcanzaron us\$ 3.440 millones, con un incremento del 44,5% sobre los us\$ 2.380 millones importados en el mismo periodo de 1996. Los mayores aumentos se registran en las provenientes de China, Corea, Japón, Indonesia, Singapur, Tailandia y Malasia.

R. P. CHINA

La combinación de acontecimientos externos: crisis y caída en el crecimiento de la región, con otros domésticos: exceso de inventarios, capacidad excedente y la reforma de las empresas de propiedad estatal permite prever un horizonte de crecimiento menor que el acostumbrado (menor al 8%?) hasta fin de siglo.

En 1997 el índice de incremento de precios fue de sólo el 1%, lo cual puede tener dos lecturas paralelas:

el ingreso a un proceso deflacionario en momentos en que puede esperarse una caída en la demanda de por lo menos en varias economías vecinas. Al contrario de lo que sucedía en el área, las autoridades monetarias chinas, una semana antes de la caída de los valores en el mercado de Hong Kong, habían bajado la tasa de interés preocupados por reimpulsar la actividad. Esto evidentemente aún no ha dado resultado. Y probablemente sea un curso abandonado por otro de mayor prudencia en medio de las preocupaciones en la región.

un alivio a la presión potencial sobre el renminbi yuan (presión potencial porque hay coincidencias -y la evolución de las exportaciones así lo indica- en que la devaluación de 1994, sigue siendo suficiente). De todas maneras, el renminbi no es convertible en la cuenta de capital, y habrá que ver si el compromiso de total convertibilidad hacia el año 2.000 se mantiene.

Cuando se habla sobre la presiones sobre el yuan debe también recordarse que los costos laborales en China, aún después de las devaluaciones en las economías vecinas, siguen siendo mucho más bajos a niveles de productividad comparables. Al mismo tiempo se supone que las reformas en el sector estatal, podrían llevar los índices nominales de desocupación del 3% actual al 7%. (En ciertas provincias el desempleo abierto podría estar en cifras mucho mayores).

Pese a lo que generalmente se menciona, la superposición del perfil exportable chino con el de otras economías asiáticas, no es determinante.

En términos de corto plazo la situación de la economía china, no aparece como preocupante: controlado el viejo problema de precios y sobrecalentamiento, el crecimiento en 1997 del 8,8% fue algo inferior a las previsiones pero suficiente para abastecer los equilibrios macroeconómicos y, sobre todo mantener una aceptable generación de empleo. A la luz de lo ocurrido tanto en el Sudeste como

¹¹ Gaceta Mercantil, 14 de enero de 1998.

en el Nordeste de Asia, parece haber por parte del gobierno central una actitud prudente de no profundizar conductas de sobreinversión. Se puede deducir que se prefiere un crecimiento "moderado" y sostenible en torno del 8%, por debajo del cual se considera generalmente que puede haber problemas de absorción de desempleo.

Por otro lado, cuando se habla de la apertura china, debe tenerse en cuenta que, si bien el coeficiente de comercio/PBI es de más del 30% (y puede llegar al 50% según como se mida el producto), más de la mitad de las exportaciones son efectuadas por empresas de capital mixto, o extranjeras, con una amplia participación de insumos importados: es como si hubiera una relativamente pequeña economía muy abierta en un gran universo todavía muy poco conectado con los mercados externos.

El capital extranjero que ingresa es básicamente de inversión directa y préstamos de largo plazo. Los mercados de valores habilitados en Shanghai y Shenzhen, no pueden compararse a los desarrollados en Hong Kong y otros centros de Asia, y no tienen otro efecto sobre la economía real que las fortunas que se hacen y desaparecen en minutos.

Los problemas de China son de largo plazo. El primero, que se ha decidido enfrentar en la última reunión del Congreso del PC, es el proceso de privatización (cambio de tipos de propiedad, oficialmente) de gran parte del sector estatal deficitario: se trata de una tarea ciclópea, cuando se piensa en los valores (monetarios, políticos, culturales, involucrados)¹² y en el número de personas y unidades de producción: 110 millones de dólares y 40 o 100.000 empresas -según se tomen todas o solo las deficitarias-.

El segundo problema es la brecha de crecimiento y generación de riqueza y trabajo entre la costa y el interior, los movimientos migratorios, las pujas fiscales y políticas y la discusión acerca del control central involucrados. El tercer problema, el de la consistencia del poder político después de la muerte de Deng, parece haberse resuelto por el momento. En general se coincide en que no habrá decisiones mayores hasta marzo cuando Zhu Rongji asuma como nuevo primer ministro.

Para la Argentina, China es hoy el mercado más importante de Asia: desde 1997 ha superado a Japón en ese lugar. Las exportaciones argentinas, mayormente de *commodities* e insumos para procesamiento de exportación o generación de energía (granos, cueros, lanas, tubos) no están en cuestión (al menos en volumen). A ellas se ha sumado recientemente la provisión de combustible.

Puede haber sí desvíos de exportaciones chinas desde mercados más "defendidos" (con mecanismos aduaneros y extraaduaneros eficaces, reglamentaciones exigentes en materia de calidad, seguridad y standards), hacia los más vulnerables. Deberá vigilarse también el resultado de las presiones -que seguramente serán resistidas por el Vicepremier Zhu-, hacia la reposición de reintegros a la exportación, desmantelados en los últimos años. Por el momento el principal incentivo a las exportaciones seguirá siendo las rebajas sobre el impuesto al valor agregado.

En los once primeros meses de 1997, las exportaciones argentinas hacia China crecieron un 44%, mientras las importaciones lo hicieron un 42% (sin tener en cuenta reembarques). Para todo el año, el comercio directo total con China estaría cerca de los 2 mil millones de dólares nivel que se supera si se incluyen los flujos a través de Hong Kong.

¹² Un reciente informe de Dresdner K. Benson estima el costo del proceso en us\$ 750 mil millones, cuya fuente de fondos debería provenir fundamentalmente del ahorro de las familias.

COREA

"If you thought the south-east Asian crisis had hit global markets, just wait and see what the South Korean crisis does", Simon Kuper, Financial Times, 12 de noviembre de 1997.

Introducción: lo sucedido.

La República de Corea tardó treinta años en transformar su economía eminentemente productora de bienes primarios en una economía industrial moderna, con una excelente inserción en los mercados internacionales. Con un PBI de us\$ 500.000 millones y un comercio total que en 1996 superó los us\$ 280.000 millones de dólares, Corea es -o era- la décimo primera economía mundial, y ocupa el sexto lugar en el ranking del comercio mundial.

La crisis financiera y bancaria originada en Tailandia el 2 de julio agudizó una situación financiera precaria y puso de manifiesto algunas debilidades estructurales. Desde junio a la fecha, el won ha sufrido una devaluación nominal del 99% y al menos ocho de los 30 mayores *chaebol* coreanos¹³ han entrado en bancarrota.

Durante las primeras semanas de noviembre el gobierno coreano intentó diseñar un paquete de medidas de salvataje destinadas fundamentalmente al disciplinamiento del sistema financiero y al sostén del won. El día 17 el Banco de Corea dejó de defender la moneda doméstica, y la cotización del tipo de cambio superó inmediatamente los 1.000 won por dólar. El día 21, Seúl solicitó al FMI us\$ 20.000 millones en créditos especiales, y una cantidad similar a sus principales socios comerciales, Japón y EE.UU., los que condicionaron el respaldo a un compromiso previo con el organismo internacional.

El fracaso del salvataje -que incluyó el reemplazo del equipo económico- propició un rápido realineamiento político: el FMI y Corea del Sur firmaron el 3 de diciembre un programa de ayuda financiera, dejando de lado la idea del financiamiento vía cooperación regional.

El soporte del FMI suma us\$ 57.000 millones¹⁴, y es la tercer contribución del FMI a países del Pacífico Asiático. Tailandia recibió us\$ 17.200 millones y en el caso de Indonesia el monto fue cercano a los 40.000 millones. El salvataje de Corea es el más abultado de la historia, sobrepasando los us\$ 48.000 millones otorgados a México en 1995.

¹³ Chaebol = grandes grupos económicos. Algunos de los chaebol que han colapsado son: Hanbo (acero), Sammi (acero), Jinro (licores), Kia (automóviles), New Core (trader) y Hiatai (confitería y golosinas).

¹⁴ La suma total de us\$ 57.000 millones está compuesta por un aporte de créditos stand by de 21.000 millones por parte del FMI, 10.000 millones del Banco Mundial -para reformas estructurales específicas-, 4.000 del Banco Asiático de Desarrollo -destinados a financiar reformas institucionales-, 10.000 millones por parte del Gobierno japonés, 5.000 de los EE.UU., y otros 7.000 provenientes de Gran Bretaña, Alemania, Francia, Canadá y Australia.

Las causas de la crisis.

Los indicadores macroeconómicos básicos de Corea mostraron durante 1996 y los primeros seis meses de 1997 algunas señales preocupantes. La cuenta corriente (en % del PBI) fue negativa en más de 4 puntos (lo que equivale a un rojo de más de us\$ 23.000 millones) y la deuda de corto plazo representaba más del 60% (como % de la deuda total). A su vez, las reservas expresadas en meses de importaciones eran ligeramente inferiores a los tres, mínimo recomendado por el FMI (2,7 meses para 1996 y 2,8 para 1997).

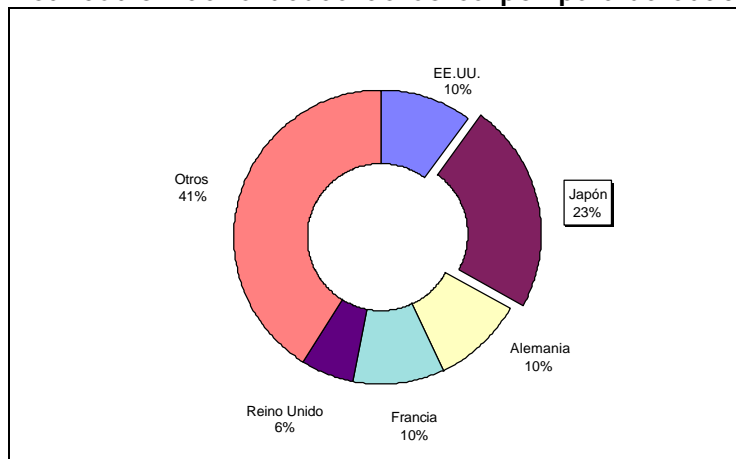
Sin embargo, la principal causa de la crisis en Corea está explicada por el manejo discrecional del crédito, el desempeño económico de los grandes grupos, -endeudados a corto plazo y en dólares- y un sistema financiero ineficiente y poco transparente.

La estrategia de penetración en los mercados internacionales de los *chaebols* (en sectores como el automotriz, metalurgia y semiconductores) tuvo éxitos en términos de su participación en el mercado mundial. La desaceleración en el incremento de la demanda mundial y los niveles de sobreinversión y endeudamiento aumentaron la exposición de los grupos que controlaban la mayor parte de las exportaciones y el producto de la economía coreana.

Los niveles de sobreinversión, la repentina iliquidez y desconfianza en la región, y una cartera de préstamos distribuida en forma discrecional crearon presiones agudas sobre el sistema financiero.

La deuda total de Corea¹⁵ -en junio de 1997- ascendía a 103,4 mil millones de dólares -a enero de 1998 asciende a us\$ 150 mil millones-. Su distribución de acuerdo con el origen de los fondos revela una mayor exposición de los bancos japoneses que son acreedores del 23% de la deuda total. Estados Unidos, Alemania y Francia en conjunto explican un 30% más.

Distribución de la deuda de Corea por país acreedor



FUENTE: Bank of International Settlements, First Half 1997, January 1998.

Uno de los indicadores más llamativos, y que una vez desatada la crisis explican la espiral de expectativas negativas, ha sido la alta proporción de deuda con vencimiento en el corto plazo: a julio de 1997, más del 68% de los préstamos vencían en menos de un año.

Al momento de redactarse este informe, las autoridades coreanas y los bancos extranjeros buscan una alternativa para extender los plazos de vencimiento. Entre las propuestas se incluye la de garantizar por medio de bonos del Estado una parte de la deuda privada coreana con vencimientos en el corto plazo.

¹⁵ Fuente: Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, "The maturity, sectoral and nationality distribution of international bank lending", First Half 1997, Enero de 1998.

La crisis ha coincidido con las elecciones presidenciales que se desarrollaron el 18 de diciembre. El resultado favoreció a la alianza opositora¹⁶ liderada por Kim Dae Jung quien durante la campaña electoral propuso llevar adelante una administración más confiable, tomando distancia de escándalos vinculados con la corrupción y de las acusaciones al gobierno actuante de manejo discrecional del crédito a los grandes grupos.

El traspaso del mando se realizará el próximo 25 de febrero. Sin embargo, y teniendo en cuenta la particular situación económica, las reuniones con las autoridades de los organismos internacionales y el diseño de la política económica está siendo administrada por las nuevas autoridades en compañía del gobierno saliente.

Consecuencias.

El acuerdo firmado con el FMI implicó la firma de un paquete de medidas que Corea deberá ir cumpliendo de acuerdo con un cronograma. Entre las primeras acciones se autorizó la participación de los capitales extranjeros hasta el 50% y la aprobación de una nueva legislación financiera que entrará en vigencia el 1 de abril de este año, y que crea un organismo que aglutina a las autoridades supervisoras del sistema bancario, de seguros y accionarios en una única institución dependiente directamente del gabinete del Primer Ministro. Además, se le otorgó más independencia al Banco Central en el control de la política monetaria, mientras que las tareas de fiscalización del sistema bancario pasan a manos del nuevo órgano supervisor. Durante 1998 se esperan otras medidas económicas de gran importancia. Entre ellas la autorización para el establecimiento de filiales de los bancos extranjeros, la contratación de especialistas para desarrollar un plan de privatizaciones y la ampliación de la participación extranjera -hoy en 50%- al 55%, entre otras.

Se pronostica un aumento de la tasa de desempleo de cuatro puntos y medio, pasando del 2,4% a una cifra cercana al 7%, lo que implica que más de un millón y medio de trabajadores podrían perder su empleo. Algunas empresas ya anunciaron despidos masivos. Haitai (un *chaebol* dedicado a la confección de indumentaria) anunció el despido del 30% del plantel, mientras que Daewoo (automotriz) explicó que su estrategia de ajuste será diferente: aplicarán un recorte de salarios del 15% a los ejecutivos, mientras que garantizan -por el momento- la estabilidad del plantel de trabajadores. Dong Ah Construction -la cuarta empresa constructora coreana- anunció el despido del 20% de sus gerentes, y además, reducirá su plantel en el extranjero en un 10%.

La situación política es uno de los mayores interrogantes. Kim Dae Jung logró el triunfo como líder de la alianza opositora entre dos partidos con heterogeneidades políticas importantes. Como consecuencia de la profunda crisis económica y del acuerdo con el FMI, durante los próximos años será necesario implementar una serie de medidas muy drásticas, y para ello habrá que lograr el consenso de la población. La devaluación de la moneda local, sumada al endeudamiento de las corporaciones locales, permite prever un importante cambio en la propiedad de los activos. Cuál será el grado de resistencia a una inédita penetración extranjera en la economía coreana en un marco recesivo, es aún un interrogante abierto.

Indicadores Macroeconómicos Básicos Estimados por las autoridades coreanas y el FMI En % y en miles de millones de dólares.

	1995	1996	1997	1998*
Crecimiento real del PBI	8,9	7,1	6,0	2,5
Deficit / Superavit Fiscal	0,3	0,3	-0,5	0,2
Cuenta Corriente	-8,9	-23,7	-13,8	-2,3
Deuda Externa	78,4	104,7	101,5	126,8

¹⁶ Alianza del National Congress for New Politics y el United Liberal Democrats.

HONG KONG

El desafío de una mayor competencia regional; y la solvencia, y saneamiento del sistema de financiación.

“What Asia lacks, and Europe and the US have, is a deep, liquid and mature debt market.” (Donald Tsang, Hong Kong Financial Secretary)¹⁷

Convertibilidad

A partir del 17 de octubre de 1983, y para restaurar la confianza en el dólar de Hong Kong luego de las sucesivas devaluaciones desde que se adoptara un sistema de tipo de cambio flotante entre 1974 y 1983, Hong Kong retomó la paridad fija de su moneda con respecto al dólar norteamericano.

La emisión de moneda está en manos de tres bancos comerciales -el Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, el Standard Chartered Bank y el Bank of China- que deben depositar a favor de la Autoridad Monetaria la cantidad de dólares necesaria para respaldar la emisión de moneda local (los bancos comerciales descuentan Certificados de Deuda a la paridad establecida por la autoridad monetaria).

La ruptura del triángulo en Hong Kong.

El modelo de Hong Kong se asienta en lo que se denomina el “triángulo de oro”¹⁸: capital barato, mano de obra barata y altísimos valores de la propiedad inmobiliaria que servían como respaldo de los valores bursátiles y los activos bancarios.

En los últimos años Hong Kong se ha enfrentado a una mayor competencia regional tanto en la industria *hi-tech*¹⁹ como en el área de servicios comerciales y financieros.

En un escenario de tipo de cambio fijo (convertible), creciente inflación y baja tasa de interés nominal los bancos otorgaban préstamos a tasas reales muy bajas e incluso negativas, estimulando el endeudamiento de las empresas. Una oferta de tierras restringida deliberadamente por el gobierno para mantener elevados niveles de precios inmobiliarios²⁰, contribuyó a la sobrevalorización de los activos.

De hecho no es sorprendente que el gobierno de Hong Kong procurando salvar la estabilidad monetaria -que ya sufría ataques luego de desatarse la crisis en el Sudeste Asiático- a través de la suba del tipo de interés de corto plazo haya provocado un derrumbe en los valores de los activos.

El nuevo gobierno de la Región Administrativa Especial anunció al transferirse la soberanía una política -muy popular- de incrementar la oferta de tierras para reducir los valores inmobiliarios. Esto redujo los márgenes de beneficios para los préstamos en *real estate* y provocó caídas en los valores de las garantías, gatillando la exigencia de repago y aumentando los niveles de morosidad.

Si bien los Bancos en Hong Kong están muy capitalizados tienen que enfrentarse con dificultades como préstamos incobrables, especialmente en el sector inmobiliario y financiero, retiros

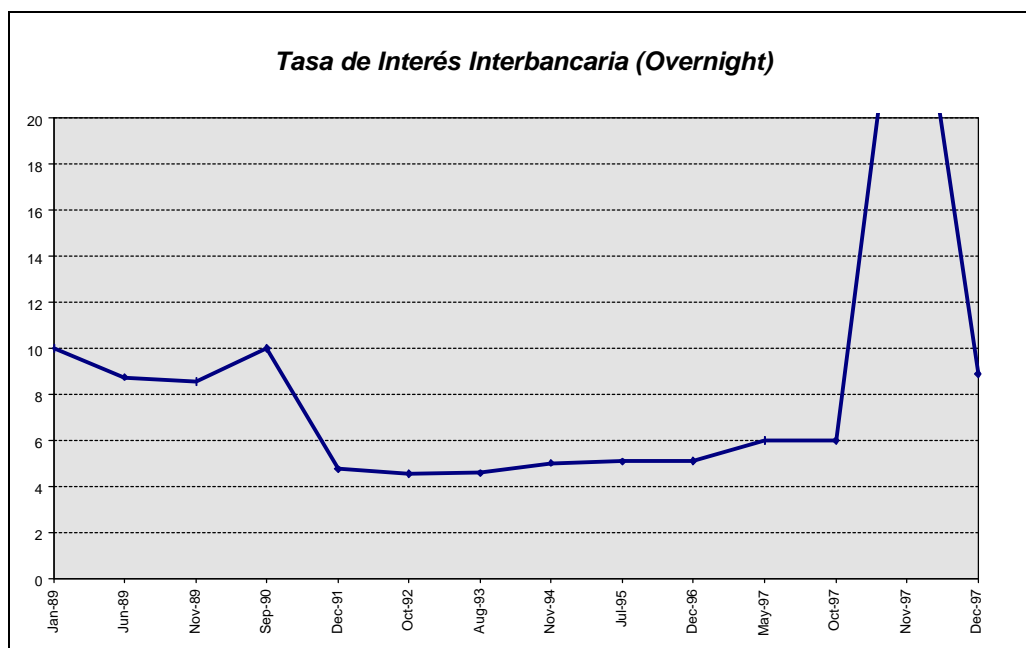
¹⁷ Financial Times 3/12/1997.

¹⁸ “Hong Kong’s Troubles Aren’t Over”, David Roche. TIME ASIA, November 3, 1997 Vol. 150 N° 18.

¹⁹ La industria manufacturera tiene escaso peso en la economía (8,8% del PBI) ya que hubo una significativa orientación de la inversión a las “Zonas Económicas Especiales” del Sur de la R.P. China, que ofrecían incentivos gubernamentales pero fundamentalmente mano de obra barata. En la actualidad, a pesar de la devaluación en el Sudeste, los costos laborales chinos son aproximadamente la mitad de los de Tailandia.

²⁰ “47% of bank loan are tied to property”. (South China Morning Post - “The Cost of Pegged Dollar” by J. Sprague, Hong Kong.).

de depósitos debido al pánico especialmente en los bancos chicos²¹ y falta de liquidez que se acentúa en la región.



Los indicadores de Hong Kong muestran que no hubo prolongados ni profundos deficits en cuenta corriente (apenas un deficit del 1% del PBI en 1996), altos niveles de reservas (alcanza los us\$ 85 mil millones en 1997), una base monetaria que es un 15,5% del nivel de reservas y una creación secundaria de dinero muy amplia tomando en cuenta el valor de $k_1=2,44$ (38% del nivel de reservas), y el de $k_2=20,02$ (3 veces superior a las reservas)²².

Las últimas cifras disponibles indican que la tasa de interés interbancaria de 3 meses descendió al nivel más bajo desde el 20 de Octubre (8,9%), el volumen negociado en el mercado bursátil es el más bajo de los últimos 8 meses y el valor de la propiedad inmobiliaria continúa su tendencia bajista -descendió 20% desde el comienzo de la crisis y se espera un 20% adicional en los próximos meses-

Entre las reformas que se están impulsando se destacan la titularización de hipotecas, el desarrollo de un sistema obligatorio de pensiones que estimule la demanda de títulos con ingresos fijos y el desarrollo de un sistema regional de compensación - "*clearing and settlement system*" - a través de acuerdos bilaterales con países de la región que tengan un sistema "aceptable" de compensación bancaria.

²¹ "The move was seen as an attempt to quell a potential domino effect with depositors seeking a flight to quality and transferring funds from smaller banks to the larger ones" (Financial Times, November 11, 1997).

²² Son valores ex-post (1996) siendo $k_1= M1/Base Monetaria$ y $k_2=M2/Base Monetaria$.

INDONESIA

La situación

Con 200 millones de habitantes, Indonesia fue considerada como un poder capaz de contrabalancear en la región el rápido crecimiento de la República Popular China. Su gobierno es apreciado por el papel moderador que ejerce entre los países del sudeste asiático y el Grupo de los No Alineados. Desde la perspectiva de los inversores externos, se considera que la aún deficiente infraestructura y las dificultades burocráticas se compensan por la abundancia de mano de obra barata, precios bajos de la tierra e incentivos tributarios para los proyectos oficialmente aprobados, configurando hasta el desencadenamiento de la crisis, una de las propuestas más atractivas para inversores en la región.

Con el PBI creciendo a una tasa igual o superior al 6,5% desde 1989, lo que significó la duplicación del producto per capita hasta 1997, Indonesia presentaba hasta julio de ese año un cuadro de sólidos indicadores macroeconómicos. Alta tasa de ahorro e inversión, inflación mantenida en un dígito, equilibrio fiscal y comercio externo que se triplicó desde 1989, con un consistente superavit comercial.

La tasa de desempleo es baja, pero el subempleo se calcula en el 40%. Si, como consecuencia de la crisis, el crecimiento cae a menos del 5%, lo que parece altamente probable, se espera una fuerte disminución en la creación de puestos de trabajo. Ya a partir de julio se han comenzado a producir despidos. Esta situación se suma al retorno de trabajadores indonesios desde otras economías de la región, que como consecuencia de la crisis han perdido sus empleos y están volviendo a Indonesia.

Los datos mencionados como coadyuvantes de la crisis, además del efecto contagio de las devaluaciones de la región son:

el estado de cuenta corriente, constantemente deficitario, y con valores crecientes desde 1995 y proyecciones en el mismo sentido para el año en curso y 1998: -3,6 en 1995, -3,9 en 1996, -4,3 en 1997 y -4 en 1998. Esta situación de alto deficit en cuenta corriente la comparte Indonesia con Tailandia, Filipinas, Malasia y a partir de 1995 con Hong Kong.

* el sistema bancario oficial tiene una gran cantidad de créditos incobrables (el 20% aprox).

* un sistema de comercio plagado de barreras no arancelarias y promociones a proyectos *hand picked*. La OMC ha sido sistemáticamente crítica de estas prácticas.

En la coyuntura se están produciendo fuertes subas de precios internos, debido tanto al aumento de los precios de importación como a una severa sequía. El sector empresario tiene us\$ 100.000 millones de deuda en moneda extranjera: 60.000 millones contabilizados y 40.000 millones estimados como *off the balance sheet loans*. La deuda privada a largo plazo sobre acciones en manos privadas es del 71 % -muy alto pero menor que Malasia, Filipinas y Tailandia. El valor de la rupia ha caído fuertemente desde junio, debido en parte al abuso de préstamos en dólares por la diferencia entre el interés internacional y el interno. La paridad pasó de 2.431 rupia por dólar en junio del 97 a un promedio de 9000 al 13 de enero de 1998, en un mercado muy fluctuante, en el que las oscilaciones diarias fueron de 7.750 a 10.200 rupia por dólar.

El rescate

Ante la crisis, el FMI y el Gobierno de Indonesia acordaron un paquete de rescate como forma de enfrentar reformas de "segunda generación". El programa, que suma más de us\$ 38.000 millones, está conformado por aportes del FMI, el Banco Mundial, el Banco Asiático de Desarrollo y ocho países,

entre los cuales los Estados Unidos, Singapur, Japón y Malasia. Presentado como un compromiso de largo plazo, comprende tres partes:

1) política monetaria y fiscal: destinada a restaurar la confianza de los mercados financieros, que implique alcanzar un presupuesto equilibrado y limitar el déficit en cuenta corriente a un máximo del 3% del PBI en un plazo de 2 años. Se planean fuertes recortes presupuestarios para evitar el crecimiento del déficit, principalmente a través de la demora de proyectos de infraestructura.

2) reestructuración del sector financiero: el Banco Central ha anunciado que se liquidarán bancos "insalvables" y anunció una posible ola de adquisiciones y fusiones. 16 bancos se cerraron en la semana del 3 al 7 de noviembre.

3) desregulación y reformas comerciales: el gobierno anunció la rebaja de algunas tarifas de importación, incluyendo el anuncio de liberación del comercio de productos agropecuarios (trigo, soja y ajo) del anterior sistema monopólico de licencias de importación, y la eliminación de beneficios impositivos a un ambicioso proyecto automotriz.

Un principio de conflicto permanece latente, ya que el gobierno de Indonesia no ha confirmado aún públicamente todos los aspectos del programa, incluyendo el compromiso de establecer un Consejo independiente para las privatizaciones y un programa de liberalización de inversiones. La incertidumbre pública sobre la magnitud de los compromisos asumidos llevó a nuevas bajas de la Bolsa desde el anuncio parcial del programa, y Moody's Investors Service alertó sobre la posible pérdida de confianza de los inversores extranjeros en la deuda privada indonesia de corto plazo, lo que tendría un serio impacto, ya que el 70% de la deuda privada está en manos extranjeras.

El 12 de noviembre, M. Camdessus director gerente del FMI informó que durante el próximo mes de marzo Indonesia deberá someterse a una revisión substancial del cumplimiento de los compromisos asumidos antes de que el Fondo desembolse el segundo tramo de us\$ 3.000 millones, parte de su aporte por 10.000 millones. En esa oportunidad Camdessus reconoció que algunos aspectos del plan, que no llegó a especificar, no eran todo lo definitivos que el Fondo hubiera deseado, pero informó, luego de una reunión con Suharto, que el presidente está firmemente decidido a aplicar el programa convenido, agregando "esta crisis va a ser una especie de bendición disfrazada e Indonesia va a emerger de ella con más fortaleza que la que tenía antes de la crisis".

Sin embargo, a partir del anuncio del acuerdo con el FMI el mercado de valores ha continuado desplomándose: El Jakarta Composite Index llegó a 350,2 el 13 de enero del corriente año, de un nivel de 740,8 en julio de 1997, la mayor caída porcentual del Este de Asia. Aún se esperan ajustes derivados de la modificación del tipo de cambio y de la caída en la actividad económica. Las mejores perspectivas están en empresas con costos en rupia (sin insumos importados) y ventas en dólares, como los productores de madera, mármoles, pesca y otras producciones primarias.

La falta de transparencia, incluyendo la falta de certeza sobre la magnitud del endeudamiento de las empresas, dificulta la toma de decisiones de los inversores, que en general parecen estar esperando los balances anuales que se hacen públicos en el primer cuatrimestre del año, antes de decidirse a invertir.

La incertidumbre en el seguimiento de las metas comprometidas con el FMI, sobre todo después del anuncio del presupuesto a principios de enero, en el que se mantenía una expectativa de crecimiento del 5,1%, llevó a una nueva serie de tratativas con el Fondo. Entre el 10 y el 14 de enero, Stanley Fisher y M. Camdessus del Fondo, y Larry Summers, subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos, se reunieron con el equipo económico de Indonesia, alcanzando acuerdos para profundizar y acelerar el programa de reformas previamente acordado, lo que en forma inmediata produjo un efecto tranquilizador en el mercado. Entre las expectativas figuran la creación de un mecanismo que permita la reestructuración de las deudas empresarias, imposibilitadas de asumir sus compromisos en divisas al tipo de cambio actual.

Es generalmente aceptado que la situación política frente a elecciones presidenciales en marzo de este año jugará un papel importante en el ritmo que adquiera la estabilización de la economía.

JAPÓN

La economía japonesa a los efectos prácticos ha entrado en recesión -crecimiento cero o negativo para 1997-: caída del PBI del semestre fiscal del -1,4%, una inesperada caída de las exportaciones en el último trimestre y de la inversión en viviendas, y una ligera suba del consumo - 60% del PBI-. Es la peor *performance* económica desde la crisis del petróleo. Esto obedece a diversos factores:

Los internos:

- * caída de la demanda, alimentada por el comportamiento procíclico del gasto de los trabajadores, que reciben parte del salario en bonos;
- * alto déficit fiscal -alcanzó el 7,4% del PBI en 1996, el mayor entre los países desarrollados-, que dificulta el uso del gasto público para estimular la demanda;
- * reforma estructural sometida a un lento proceso de consenso político;
- * plazos muy largos para la implementación de la reforma financiera;
- * escándalos por la caída de importantes casas de bolsa con denuncias de corrupción, renuncias, despidos y cierres, y quiebra de grandes instituciones bancarias y financieras²³;

Los que tienen origen fuera de Japón:

- * la crisis de sus principales socios comerciales -cuyas compras ascienden casi al 45% de las exportaciones japonesas-:
- * Las exportaciones a Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas son el 12,4% del total. Si caen un 5% afectará el PBI en un 0,1% (unos us\$ 5 mil millones);
- * Japón es el principal prestamista regional: sus acreencias son de más de us\$ 200 mil millones;
- * Sus socios son los más importantes destinatarios de las inversiones;
- * la devaluación del won coreano, lo que afecta las exportaciones japonesas²⁴;
- * la reestructuración coreana acordada con el FMI se traducirá en una caída del producto japonés;
- * el impacto se sentirá en las estrategias adoptadas por las empresas japonesas;
- * presión política norteamericana para detener el crecimiento del superavit comercial en favor de Japón.

Los 21 bancos más grandes de Japón tienen un 60% de préstamos incobrables. Fondar el sistema tal como está tendría un costo para el gobierno de por lo menos us\$ 500 mil millones (11% del PBI)²⁵.

Si el mercado accionario cayera aún más, los bancos podrían liquidar sus posiciones internacionales: los títulos del Tesoro de EE.UU. y acciones de empresas norteamericanas. En los últimos doce años, Japón compró us\$ 1,3 billones de dólares en stock y bonos extranjeros.

El fondo del debate político en Japón es cómo sostener el sistema financiero y qué efectos tendría su salvataje; cuál será el origen, destino y mecanismos de utilización de los recursos públicos

²³ En noviembre quebraron la 7ª bursátil, Sanyo, el Hokkaido Takushoku (10º banco comercial), Yamaichi Securities -del Fuji Bank- y más de 12 pequeños grupos. El Yamaichi recibió us\$ 6.316 millones para enfrentar el corto plazo. Reconocieron deudas por us\$ 23.600 millones, así como pérdidas ocultas de al menos us\$ 2.000 millones.

²⁴ Japón destina el 7% 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.

²⁵ Los créditos "con problemas" llegarían a us\$ 583 mil millones (76 trillones de yenes).

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*²⁶.

En el flanco externo hay dos factores en primer plano: el rol de Japón como prestamista en el Asia, y la fricción comercial con los EE.UU.

Para junio del 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%-.

La pérdida de valor del yen frente al dólar aumenta la fricción comercial con EE.UU. ante el creciente superavit comercial, que ya era conflictivo aún antes de las devaluaciones. Para octubre del 97 el superavit con EE.UU. fue un 55,6% mayor que un año atrás. Lo que el gobierno japonés 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 desregulación²⁷. Fruto de haberse considerado insuficiente y por presión internacional²⁸, se anunció posteriormente otro -de reducción impositiva-, por us\$ 77,5 mil millones, *aún 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 impagos²⁹;
- * el recorte en los impuestos a las corporaciones y sector financiero;
- * un aumento del gasto público;

²⁶ Esquema de seguros industriales financiado con un impuesto sobre depósitos bancarios.

²⁷ La EPA estimó que el paquete de 120 medidas incrementarán el PBI en us\$ 48.000 millones.

²⁸ En el Foro de APEC, EE.UU. reclamó que Japón asuma un rol más destacado en la restauración económico-financiera de Asia. Posteriormente Rubin reforzó la idea con un reclamo similar.

²⁹ Ese monto tiene origen en el Japan's Fiscal Investment and Loan Program, que están financiados por el sistema de ahorro postal y los fondos de pensión estatales.

Efectos sectoriales en Japón de la crisis coreana:

Corea tiene una estructura productiva que compite con la japonesa, más que ser complementaria de ella.

Como producto de la depreciación del won y de la caída de la demanda doméstica en Corea, las acerías japonesas serán de las industrias más afectadas. Salomon Brothers estima que los productores coreanos de acero pueden exportar un 20% más barato que los japoneses, al cambio de 1.700 won y 130 yenes por dólar.

Corea hasta ahora era el destino del 16% de las exportaciones de acero japonés. Se cree que será imposible mantener esa participación. Los productores de electrónicos, autos y las constructoras de barcos japonesas son otros sectores seriamente afectados por la pérdida de competitividad-precio.

La mayor competencia se da en la fabricación de barcos, sector donde las órdenes de producción toman un largo tiempo. Japón tiene el sector ocupado con órdenes por 2,5 años más, mientras que Corea trabaja casi sin capacidad ociosa, por lo que si bien no se cree que éste último país consiga mayor ventaja respecto de Japón con la devaluación³⁰, sí puede sentirse la mayor competencia por la posible caída de los precios sectoriales, más que en la pérdida de participación en el mercado: un won más débil reducirá el precio justo donde la producción japonesa es apenas rentable -marginalmente- ya a los niveles de precio actuales.

Respecto del cemento, el mayor productor coreano, en diciembre estimaba exportar a Japón 5 veces más en 1998, debido a la mayor competitividad/precio del producto³¹ y el creciente saldo exportable, ante la caída del mercado doméstico.

El resultado global para Japón de las futuras disputas comerciales con Corea resultará en, como mínimo, una reducción del PBI del 0,4%, sostiene el IBI. Considerando la caída futura de la demanda de productos manufacturados japoneses, distintas estimaciones ubican la caída del PBI japonés para 1998 en entre 0,2% y 0,5%, y de hasta 2% para los próximos dos años.

MALASIA

Luego de nueve años de crecimiento ininterrumpido con tasas superiores al 8% anual, la economía malaya comenzó a mostrar signos de desaceleración en 1996: aunque UBS³² estima que el producto crezca un 7,4% en 1997 y un 6,8% en 1998, las cifras reales serán probablemente muy inferiores. La mala *performance* de las exportaciones de productos electrónicos -que concentran más del 30% de las exportaciones totales- agravaron la ya precaria situación de la cuenta corriente que registró constantes déficits desde 1990.

Las perspectivas de su profundización en 1997 presionaron sobre el tipo de cambio -que en los últimos dos años se había mantenido entre 2,5 y 2,6 ringgit por dólar- y sobre el mercado de valores. Desde el inicio de la crisis financiera y bancaria desatada en Tailandia el 2 de julio, el ringgit malayo se depreció un 38,5%, mientras que el mercado accionario cayó un 60%. La intervención de la autoridad monetaria tuvo como prioridad impedir el incremento de la tasa de interés para evitar un excesivo enfriamiento de la economía.

La debilidad de la economía malaya se encuentra en la alta expansión del crédito del sector financiero a las empresas locales -durante 1996 el crédito total alcanzó el 160% del PBI- y en la subóptima asignación de los recursos a actividades poco productivas o incluso la financiación de obras

³⁰ SBC Warburg dice que el efecto competitivo de la devaluación no se sentirá antes del 2000.

³¹ Del 3 al 5% más barato que el cemento japonés. Algo similar ocurre con las láminas de acero, acero crudo y productos petroquímicos. Estos menores precios de importación en Japón fueron detectados en diciembre, esperándose que más productos sufran caída de precios.

³² UBS, New Horizon Economies, 4th quarter 1997.

de infraestructura consideradas como "económicamente insostenibles"³³. Esto ha determinado que las entidades bancarias y financieras presenten una mala cartera de créditos que ponen en peligro la sustentabilidad del sistema financiero. En el corto plazo se espera una depuración del sistema bancario y financiero a través de fusiones y de la quiebra de aquellas entidades más expuestas.

Ante la fragilidad del sistema financiero y el importante volumen de créditos de baja calidad, los operadores creen que Malasia tendrá que obtener finalmente -como ha ocurrido con Tailandia, Indonesia y Corea- algún plan de ayuda supervisado por el FMI³⁴. Sin embargo, Mahatir planteó la posibilidad de obtener un crédito bajo condiciones "asiáticas" más flexibles y no atadas a las condiciones más duras del Fondo. Un acuerdo con el FMI obligaría a una apertura del sistema financiero que según Mahatir implicaría un control del mismo por parte de los bancos extranjeros.

A esto deben sumarse las propias ineficiencias que generó el sistema utilizado por el gobierno para llevar adelante los proyectos de infraestructura de mayor envergadura, conocido como "licitación negociada". Por este sistema el gobierno seleccionaba en forma discrecional al conglomerado o empresa que iba a realizar la obra y luego negociaba con ésta el precio del contrato, en la mayoría de los casos superior al precio que hubiera surgido de un proceso competitivo de licitación pública. De esta forma se asegura el apoyo de las corporaciones en caso de una crisis.

La licitación negociada forma parte de lo que se conoce como Malaysia Inc., un sistema mediante el cual ciertos empresarios son designados por el gobierno para adjudicarse las empresas privatizadas y a través del cual las empresas estatales o funcionarios del gobierno poseen el 51% de las acciones con derecho a voto de las grandes corporaciones malayas. De esta manera el gobierno controla una gran parte de las empresas "privatizadas" y grandes conglomerados a través de los que administra la economía.

De acuerdo con los indicadores macroeconómicos, las mayores debilidades aparecen en el déficit de cuenta corriente que alcanzó el 5,3% para 1996, la baja relación reservas/importaciones totales -sólo se pueden financiar cinco meses de importaciones según los datos para 1996- y un déficit fiscal cercano al 1%.

SINGAPUR

Esta ciudad-estado es un gran puerto y prestador de servicios que cuenta con un sistema educativo eficiente pero rígido, con fuerte contenido autoritario (o "asiático") en sus instituciones. Es un país pequeño donde la riqueza se encuentra en la calidad de sus recursos humanos y en sus políticas para alentar el comercio exterior, orientación inevitable para un país de escasos recursos naturales.

Con una tasa de crecimiento real superior al 7% anual durante las dos últimas décadas, su sesgo externo hace que dependa de la vitalidad de las economías de sus tradicionales mercados regionales, los EE.UU. (su principal socio comercial) y la U.E.

A diferencia de muchos de sus países vecinos, la caída en el precio internacional de algunos de sus productos de exportación no ha afectado tan severamente sus exportaciones, y su pequeño déficit comercial se ha ido reduciendo hasta hacerse prácticamente nulo. Hoy goza de equilibrio comercial con volumen de comercio creciente y una impresionante masa de ahorro doméstico que no está en condiciones de utilizar totalmente (tasa de ahorro alta y en ascenso -50%- y muy por arriba de la de inversión, estabilizada en un 33%).

³³ Como por ejemplo la construcción de una represa en el medio del selva de la isla de Borneo o la construcción de un aeropuerto internacional con un costo cercano al 25% del PBI de Malasia para 1996.

³⁴ "Mahatir tones down his criticism of IMF" Financial Times, December 2nd. 1997.

Ha variado la estructura y composición de su comercio: a su papel de centro de almacenaje y redistribución regional de mercaderías, ha sumado una fuerte corriente de exportación de manufacturas domésticas y la prestación de servicios internacionales bancarios, financieros, de seguros, transportes y comunicaciones.

El cuello de botella principal es su escasez crónica de mano de obra. Esto ha acentuado la exportación de capitales, explotando las ventajas comparativas locales de experiencia en la prestación de servicios y capacidad para la producción de bienes de alta tecnología.

Hasta el presente, el impacto de la crisis que atraviesa el Este de Asia ha sido menor, incluso con subas en su mercado de valores en los momentos de mayor agitación de los mercados bursátiles mundiales. En cierta medida, su mercado de valores parece un pequeño refugio para los capitales que se van de los otros mercados del Este de Asia.

El mercado inmobiliario está fuertemente regulado. Para evitar el movimiento especulativo con los inmuebles, propio de una economía con estas características -sus vecinos son un buen ejemplo-, se tomaron medidas en mayo de 1996 cuando los precios llegaron a un pico: desde ese momento el precio de las casas cayó un 16%, el de los departamentos un 15,4% y el de los condominios un 12%.

Desde el comienzo de la crisis el dólar de Singapur se ha depreciado un 23,8%, que es un porcentaje inferior a la devaluación sufrida por las monedas vecinas.

Consultores internacionales esperan un crecimiento del PBI para el tercer trimestre del orden del 8/9,8%, en cualquier caso superior al trimestre anterior. También un incremento de las reservas, que ya son superiores a las de agosto e incluso a las estimaciones previas -us\$ 118.200 millones-.

TAILANDIA

Cambio de autoridades y plan de ajuste monitoreado por el FMI.

“The country is in crisis now and it is more severe than some Thais may think” Chuan Leekpai - (Nuevo Primer Ministro de Tailandia).

Anatomía de la crisis.

Tailandia ya venía arrastrando serias deficiencias estructurales que desembocaron en la crisis “gemela” (en el balance de pagos y el sistema financiero) el 2 de julio de 1997.

Entre estas dificultades se encuentran:

Altos déficits en cuenta corriente que alcanzaron un nivel del 8% del PBI (provocadas principalmente por una balanza comercial desfavorable en los últimos años), agravado en el año 1996 por la apreciación del dólar y la desaceleración de la demanda de los productos de exportación tailandés.

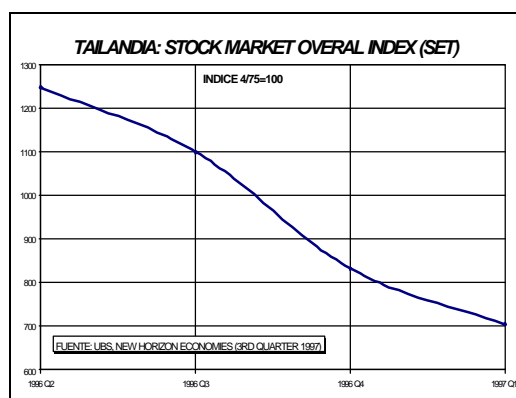
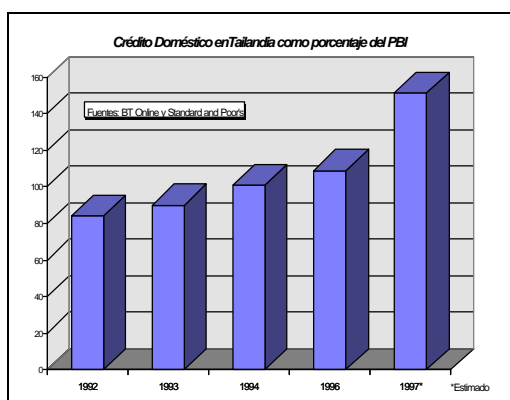
Un crecimiento de la entrada de capitales de corto plazo superior al de los flujos de inversión extranjera de largo plazo (que fue la preponderante a finales de la década del '80 y principios de los '90) debido a reforma financiera, las altas tasas de interés, el tipo de cambio fijo y la creación del Bangkok International Banking Facilities (BIBF) en 1993 que facilitaba a los residentes el acceso al crédito extranjero, todo esto bajo una débil supervisión del sistema financiero.

Costos estructurales crecientes, frutos de una infraestructura inadecuada y sobrevalorada; y escasez de oferta de trabajo que cualitativamente y cuantitativamente se ajustara a las necesidades empresarias.

Finalmente, un contexto de mayor competencia regional, especialmente con la R.P. China que se ha convertido en los últimos años en la más importante receptora de Inversión Extranjera Directa (IED) de los países emergentes.

En suma, la reforma financiera con una regulación muy poco eficiente en un marco de una situación macroeconómica y estructural frágil, estimuló la entrada de "capital caliente" o de corto plazo que sobrefinanció³⁵ a algunas actividades y sectores (como por ejemplo el sector inmobiliario y el financiero)³⁶ e infló también algunos valores.

La sobreexpansión del crédito, la caída de los valores bursátiles e inmobiliarios y las corridas contra el Bath fueron los prolegómenos de la crisis, que se desencadenó finalmente cuando las autoridades del Bank of Thailand (BOT) dejaron flotar el tipo de cambio.



Situación actual y perspectivas.

Desde el 2 de julio de 1997, el Bath se ha depreciado un 63,7%³⁷, se han suspendido efectivamente a 54 instituciones financieras y 7 de los principales bancos comerciales han decidido duplicar la autorización de capital comprometido para hacer frente a las necesidades de liquidez.

	Capital autorizado		Prestamos con dificultades	Recapitalización
	Viejo	Nuevo	Proyección Máxima	Necesaria*
	Miles de Millones de BT		%	Miles de Millones de BT
Siam city	6,0	12,0	29,1	8,3
First Bangkok	10,0	20,0	27,5	12,2
Bangkok Metropolitan	9,8	15,0	40,1	n/a
Union Bank	0,8	1,8	36,5	n/a
Krung Thai	14,9	19,9	29,3	35,5
Siam Commercial	3,8	10,0	26,1	29,7
Thai Military	5,1	12,0	30,0	12,6
Lam Thong	3,5	6,9	37,4	n/a

* Asumiendo un 30% de prestamos con dificultades con un 30% de incobrables.

Fuente: (BT 14/11/97) Deutsche Morgan G., Jardine Fleming, Dresdner Kleinwort Benson

³⁵ De hecho antes de desatarse la crisis la deuda externa alcanzó un 50% del PBI de la cual un 40% era de corto plazo

³⁶ "Fixed rate encourages firms and banks to borrow heavily in foreign currency at cheaper interest rates than on domestic funds. This money can then inflate speculative bubbles, especially in property. The result of all this is that the economy overheats and the financial sector is left dangerously exposed." ("Getting Out of a Fix". The Economist - September 20th, 1997)

³⁷ Entre el 1 de julio (25,6) y el 2 de diciembre (41,9) de 1997. Es decir el poder de compra de los EE.UU. aumentó un 25% sin tomar en cuenta la inflación en ambos países (Fuente: JP Morgan, en el Financial Times).

El FMI extendió una línea de crédito de us\$ 17,2 mil millones con la condición de monitorear y asesorar en el paquete de reestructuración de la economía Tailandesa. Este paquete en líneas generales tiene por objeto en el corto plazo controlar el balance fiscal y la oferta monetaria, y restablecer la confianza en el sistema financiero a través de un paquete de reestructuración y monitoreo de las instituciones crediticias. En el mediano plazo el objetivo es de índole estructural, la mayor participación de la bancas e instituciones financieras internacionales liberadas de las trabas y regulaciones que imponía el gobierno³⁸, privatización de varias empresas públicas en los sectores del transporte (como la línea nacional de aviación), energía, electricidad, gas y telecomunicaciones, reformas en los sistemas de seguridad social y de pensión y el desarrollo de programas de entrenamiento y calificación de la mano de obra.

Es esperable un escenario contractivo en el corto plazo³⁹, debido a las políticas monetarias y fiscales restrictivas y a la menor entrada de inversión extranjera mientras no se estabilice la economía y la región asiática. Por lo tanto habrá un escaso crecimiento del PBI, con una tendencia descendente en los niveles de inflación y un leve crecimiento de las exportaciones pero con un decrecimiento aún mayor en las importaciones⁴⁰ -aunque se considera que el déficit en cuenta corriente disminuirá a un ritmo menor ya que hay que tener en cuenta el crecimiento de los servicios financieros-.

Por último, la crisis tuvo fuertes repercusiones políticas provocando la renuncia del Primer Ministro, reemplazado por Chuang Leekpai (el 10 de Noviembre). Chuang pertenece al partido demócrata, y ya ha manifestado su intención de trabajar y cooperar con el FMI en el plan de reestructuración⁴¹, aunque el Ministro de Finanzas Tarrin Nimmanahaeminda está a la cabeza de una negociación para flexibilizar algunas condiciones del FMI, especialmente lo referido al superávit fiscal en un ámbito de contracción más acelerada de la economía que la prevista⁴².

³⁸ El gobierno de Tailandia anunció, el 4 de diciembre de 1997, un proyecto de reforma en el sector financiero que permite a los inversores extranjeros poseer el 100% de los activos de los bancos y compañías financieras del país. También anunció medidas para facilitar el acceso de liquidez al sector exportador, a través de empréstitos con el extranjero, que se encuentra paralizado debido a que necesita "cash" para adquirir materias primas.

³⁹ La información oficial estima que será de un 0,6%, mientras que algunos economistas y expertos la estiman en un 3%. (South China Morning Post, December 26 1997).

⁴⁰ En términos de US\$.

⁴¹ "My government will continue co-operating more closely with the IMF so as to smooth tasks ahead and to restore confidence which will have impacts on the baht and foreign debts owned by the private and public sector" Chuang Leekpai (Financial Times, November 10, 1997).

⁴² Financial Times, January 6 1998.

N° 14

Coyuntura en Asia: La Economía del Este en Asia.

Autor: Unidad Analítica Asia Pacífico

Director: Lic. José Bekinschtein

Coordinadora: Dra. Néida Mairal

Consultor Senior: Lic. Gustavo Girado

Cons. Jrs.: Cecilia Todesca Bocco, Francisco Ou y Pablo Losoviz

Personal de Apoyo Adm.: Susana Celemin.

En Biblioteca del Ministerio de Economía

Unidad Analítica Asia Pacífico.

Subsecretaría de Comercio Exterior

Secretaría de Industria Comercio y Minería

Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos

Enero 1998

www.asiayargentina.com

Editor General: Gustavo A. Girado

E-mail: contactenos@asiayargentina.com