

Quadernos del Sur

Año 14 - Nº 26

Abril de 1998

Tierra
del Fuego

Crisis bancarias y conmociones monetarias en Asia: ¿una vulnerabilidad generalizada?

Diana Hochraich

Resumen

La crisis financiera que, desde principios de 1997, afecta a los países emergentes de Asia, podría sorprender a los observadores que, desde hace años decían que estos países habían encontrado un camino de crecimiento rápido y equilibrado. En efecto, las privatizaciones y la desregulación financiera habrían permitido a estos países conocer un crecimiento a partir de las exportaciones y financiado por entradas de capitales extranjeros que, en última instancia, financiaban la inversión. El ahorro interior era otra fuente de financiamiento. Pero al cabo de una decena de años, se hizo evidente que este modelo estaba marcado por considerables debilidades. En efecto, las mismas características que parecían ser sus puntos fuertes –o sea la tasa de ahorro y de inversión elevadas y un fuerte flujo de capitales extranjeros– se volvieron los puntos débiles ya que una parte de esa liquidez había sido invertida en actividades especulativas.

La actual crisis muestra que la entrada masiva de capitales extranjeros, –en la que se incluye también las inversiones directas, que se consideran más estables–, es una fuente de inestabilidad financiera a través del sistema bancario, si a ella no se la acompaña por la puesta en marcha de reglas muy estrictas de control. Y aún en este caso, la imposibilidad de esterilizar los capitales, a mediano plazo, conduce a desequilibrios difícilmente manejables. El aumento de crédito interior, más rápido que el aumento del producto bruto interno, alienta las actividades especulativas que terminan por desestabilizar al sistema bancario.

Por otra parte, habiendo la desregulación permitido a los agentes privados interiores de endeudarse con instituciones financieras de los países desarrollados, la deuda ha aumentado de manera considerable. Una vez más, la disponibilidad de crédito barato ha dado nacimiento a una crisis como aquella que, en los comienzos de los años 80, provocó la “crisis de la

deuda”, esencialmente en los países de América Latina. En Asia, el servicio de la deuda plantea actualmente problemas reales, en razón de la disminución brutal de las exportaciones, provocadas por una pérdida de competitividad del aparato productivo de estos países.

Hoy, la crisis tailandesa desemboca en tales problemas de financiamiento, que no se ha podido evitar recurrir al Fondo Monetario Internacional. Con él, las medidas de rigor permitirán a lo sumo reembolsar la deuda, pero no conducirán a reencontrar la competitividad exterior basada en la mejora del nivel tecnológico. Los otros países de la región se encuentran en una situación análoga y no escapan al “reajuste” que amenaza abrir un período de crecimiento lento, con débiles progresos en la productividad. Esto significaría, en resumen, el fin del “milagro asiático”.

Los países de Asia atraviesan actualmente un periodo de crisis bancaria y financiera, a continuación de una disminución del crecimiento y del deterioro de su posición exterior. Este último está ligado al sensible cambio en la progresión de sus exportaciones, y de manera más general, a una pérdida de la competitividad de su industria.

Durante mucho tiempo los países de Asia fueron considerados como estando en el polo opuesto de los países de América Latina, pero comienzan a acercarse a ellos a razón de la puesta en evidencia de su fragilidad financiera. El efecto de contagio no es despreciable y la confianza financiera del conjunto de la región está afectada por los acontecimientos que se han observado desde comienzo del mes de julio.

Este artículo busca poner en evidencia los mecanismos en acción: más allá de los fenómenos más aparentes, se tratará de mostrar los factores que actúan a largo plazo, tales como el efecto desestabilizador de la entrada de capitales sobre el equilibrio monetario y real de una economía emergente y la pérdida de las ventajas comparativas. *En particular, se observa que la inestabilidad financiera y la vulnerabilidad del sector bancario aumentan como consecuencia de la entrada masiva de capitales, si esta no se acompaña por una gestión muy rigurosa del sistema bancario implementada a través de reglas de control estrictas.*

En la mayoría de los países emergentes, la liberalización de la cuenta de capital —que ha dado lugar a la llegada masiva de capitales extranjeros— no ha sido acompañada por este rigor. La abundancia de crédito en los años pasados —cuya colocación no ha seguido los necesarios criterios de eficacia— ha dado lugar hoy en día a bolsones de sobreproducción y a la formación de burbujas especulativas en ciertas esferas de la actividad, como la inmobiliaria.

En un contexto donde los sistemas bancarios de estos países deben de más en más soportar la competencia de los bancos extranjeros, el saneamiento de esta situación se vuelve imperativo. Sin embargo, el desenfreno por la disminución económica y la pérdida de la competitividad de la industria complica considerablemente la tarea. La situación se agrava por el hecho de que la región asiática no está integrada a nivel monetario. Si bien existe una cierta solidaridad financiera que ya se manifestó a través de la cooperación de los bancos centrales de estos países, no es seguro que el Japón pueda jugar, con respecto a los países asiáticos, el mismo papel que los Estados Unidos jugaron con relación a México después de la crisis de diciembre del 1994. Tres razones apoyan esta hipótesis: Japón atraviesa hace muchos años una crisis de la misma naturaleza, el crecimiento de este país es lento y el yen no es reconocido totalmente como moneda de reserva, al contrario de lo que sucede con el dólar.

En lo que sigue, nosotros presentaremos el encadenamiento que desemboca en la formación de burbujas financieras (parte 1), las dificultades para manejar las consecuencias de la llegada de capitales (parte 2). Las diferentes etapas de la crisis tailandesa se presentan en la parte 3, y una breve presentación de los riesgos existentes en cada país de la zona constituye la última parte.

Marco de referencia: algunos indicadores de la crisis

Después de una crisis bancaria los factores interiores se combinan generalmente con los factores exteriores. Factores financieros y reales también se encuentran asociados. Por naturaleza, la actividad bancaria es vulnerable a la pérdida de confianza, ya que su intención básica es la de convertir los depósitos a corto plazo en préstamos de largo plazo. La volatilidad es uno de los principales factores de fragilidad del sistema bancario (Golstein y Turner, 1996).

a) Factores que conciernen a las relaciones con el exterior

La volatilidad de los términos del intercambio, a los que son muy sensibles los ingresos por exportaciones, sobre todo cuando los bienes exportados son muy diversificados. La volatilidad de los precios hace difícil la previsión de ingresos y expone a estos países a riesgos de déficits comerciales y déficits corrientes importantes, pudiendo ser una de las principales causas de la crisis de pagos.

La fluctuaciones de la tasa de cambio nominal y/o real. Una alta variabilidad de la tasa de cambio puede afectar la actividad financiera de los

agentes interiores que hayan tomado préstamos en el extranjero, y una devaluación se traduciría con un aumento de la deuda expresada en moneda local. Una revaluación también es igualmente perniciosa en la medida en que ella hace que los precios de exportación dejen de ser competitivos y favorecen las importaciones con relación a la producción local. El balance comercial tiende a degradarse.

La volatilidad de las tasas de interés (o la brecha entre las tasas internas y las de mercado mundial) provoca movimientos de capitales de corto plazo con el extranjero que pueden ser considerados la fuente de las dificultades de pago externos, con ataques especulativos contra la moneda y una excesiva ampliación de la base monetaria. En efecto, cuando las tasas de interés no son suficientemente remunerativas, los capitales tienen tendencia a irse, planteando problemas de financiamiento en la base de pago. Si las tasas son muy elevadas, atraen capitales que no pueden ser nunca totalmente esterilizados y que favorecen así una expansión demasiado importante de la base monetaria. Muy bajas, favorecen la abundancia de crédito y las actividades especulativas, cuyo riesgo se evalúa mal. Si la actividad se reduce, estos prestamistas pueden volverse insolventes. Los agentes interiores están tentados a endeudarse en divisas, frecuentemente sin respaldo. Ellos apuestan a la estabilidad de la tasa de cambio, mientras que ésta puede sufrir presiones a causa del endeudamiento exterior y de los déficit corrientes.

b) Pueden actuar muchos factores de naturaleza interna

Una disminución de la actividad, que provoca una disminución de la velocidad de circulación del dinero, puede crear una crisis de liquidez. El alza de las tasas de interés que seguiría a ella, provocarían la disminución del precio de los valores inmobiliarios. Esta disminución del precio de los valores inmobiliarios es tanto más grave dado que ellos en general son caución de los préstamos. Sigue lo mismo para las propiedades inmobiliarias cuya caída de precios acompaña frecuentemente la crisis de liquidez.

Un aumento demasiado rápido de la masa monetaria ($M2$) puede también ser uno de los signos que anuncian una crisis bancaria, a través de la reducción de la calidad de los créditos acordados y la fiabilidad de los tomadores. Cuando la masa de créditos es demasiado importante en relación al mundo de las reservas, la solvencia bancaria es cuestionada y puede haber una corrida de depósitos.

Un desequilibrio de esta estructura de madurez del activo y del pasivo

puede ser también una fuente de crisis bancaria. Los países emergentes están más sujetos a este tipo de desequilibrio, ya que su acceso a las fuentes de financiamiento de largo plazo es más limitado. En efecto, el recurrir a la emisión de títulos no es muy frecuente, en razón de la menor profundidad de estos mercados y, cuando aparece la sobreproducción, las relaciones entre préstamos y valores es demasiado elevada cuando las garantías no son títulos sino exclusivamente valores inmobiliarios.

Una intervención excesiva del Estado en el sector bancario es un factor de fragilidad. En efecto, los objetivos del gobierno en materia de política de créditos pueden alejarse sensiblemente y durablemente de la rentabilidad y del rigor de la gestión. Es frecuente, en los países subdesarrollados, que los riesgos financieros de grandes proyectos de política industrial sean asumidos por el gobierno a través de un sistema bancario nacionalizado. En este caso, el sistema bancario, sería apoyado por el banco central ante una orden del gobierno. Este modo de funcionamiento deja de ser viable cuando el sistema bancario está sometido a la competencia internacional. La ausencia de una gestión rigurosa, que haga intervenir el rendimiento del capital como objetivo esencial de funcionamiento, hace que este sistema sea incompatible con la apertura.

I. De la llegada de capitales extranjeros, a la formación de una “burbuja especulativa”

La entrada masiva de capitales extranjeros debida a la desregulación practicada después de mediados de los años 80, contribuyó a acelerar el crecimiento de los países asiáticos. Estos capitales se los considera habitualmente como un factor de progreso, no sólo porque ellos eliminan la restricción financiera, sino también porque se considera que traen progresos tecnológicos. Pero al mismo tiempo, su llegada masiva está asociada a la expansión rápida del crédito y de la masa monetaria, a un cierto sobrecalentamiento y finalmente a presiones inflacionistas, que llevan al deterioro de la balanza corriente. Tienen tendencia a tener un importante impacto sobre el mercado de acciones y el mercado inmobiliario. Su efecto puede amenazar la estabilidad de estos mercados y del sistema financiero en su conjunto. (FMI, 1995).

En los años 90, los países de Asia han sido los principales beneficiarios de la llegada de capitales extranjeros. Este aporte se distingue, sin embargo, del flujo que predominó en el curso de los años precedentes a la crisis de la deuda, a comienzos de los años 80. La inversión extranjera directa se volvió predominante, seguida de inversiones de cartera, mientras que el

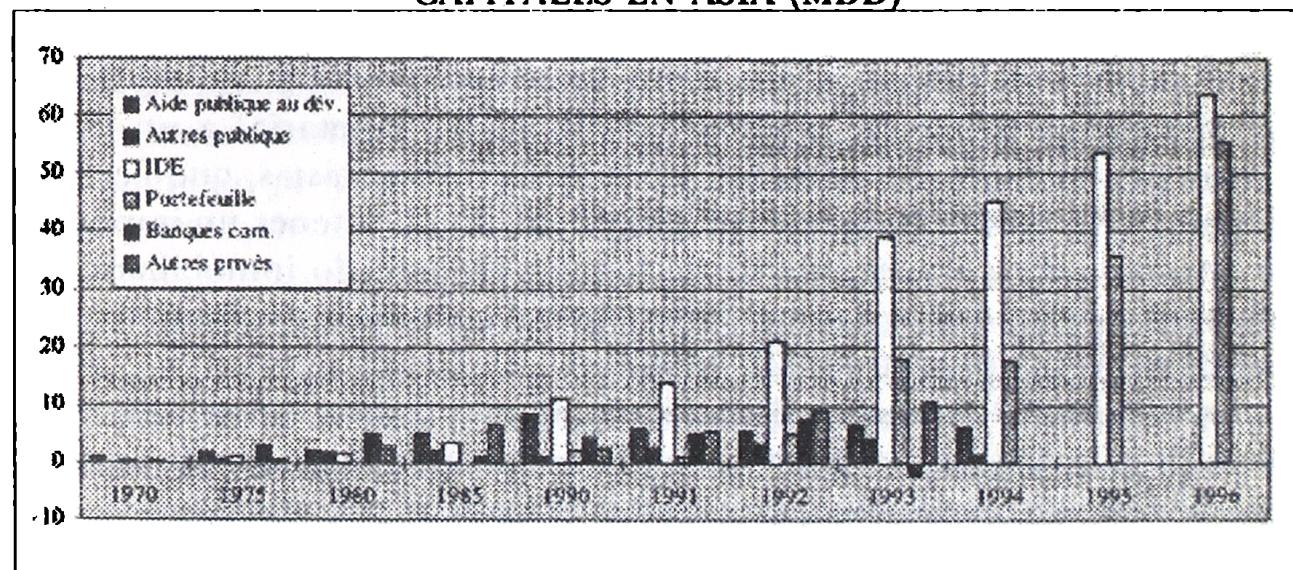
crédito comercial y la ayuda pública al desarrollo, que eran muy importantes antes, se volvieron casi despreciables actualmente. (Gráfico 1.)

En América Latina, la importancia de las inversiones de cartera obedeció a la recompra por los inversores extrajeros de empresas públicas, en el marco del Plan Brady que sirvió para enjugar la deuda que estos países habían contraído con los países industrializados. En Asia, estas inversiones provienen fundamentalmente de los fondos de pensión norteamericanos y británicos que están a la búsqueda de un rendimiento más elevado que el que ofrecen las plazas financieras de los países industrializados.

Así, la entrada masiva de capitales directos e indirectos llevó al aumento de la base monetaria y autorizó una progresión demasiado rápida del crédito. Para moderar estas tendencias, las tasas de interés se aumentaron sistemáticamente (Gráfico 2). La brecha entre las tasa practicadas en los países industrializados y en los países asiáticos aumentó desde el fin de los años 80.

Pero el alza de las tasas de interés atrajo capitales extranjeros y el crecimiento del crédito ha sido más rápido que el del PBI (Gráfico 3). Entre Tailandia y Malasia, la relación crédito/PBI a superado, en 1995 y 1996, el 100%. El diferencial de tasas atraía más a los capitales extranjeros, en gran parte volátiles (inversiones de cartera y crédito comercial, traídos por el balance de pagos). La expansión del crédito siguió, en razón de la abundancia de liquidez, sin que las decisiones de inversión hayan sido precedidas por un cálculo riguroso de su rentabilidad.

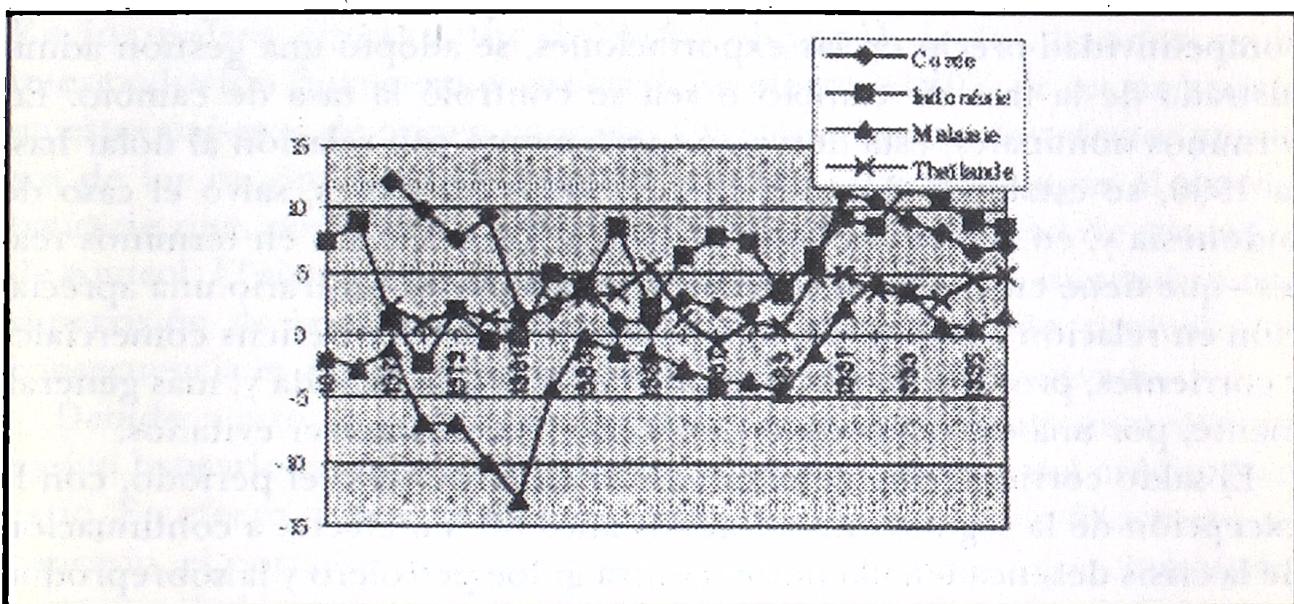
GRAFICO 1
CAPITALES EN ASIA (MDD)



Fuente: Banco Mundial.

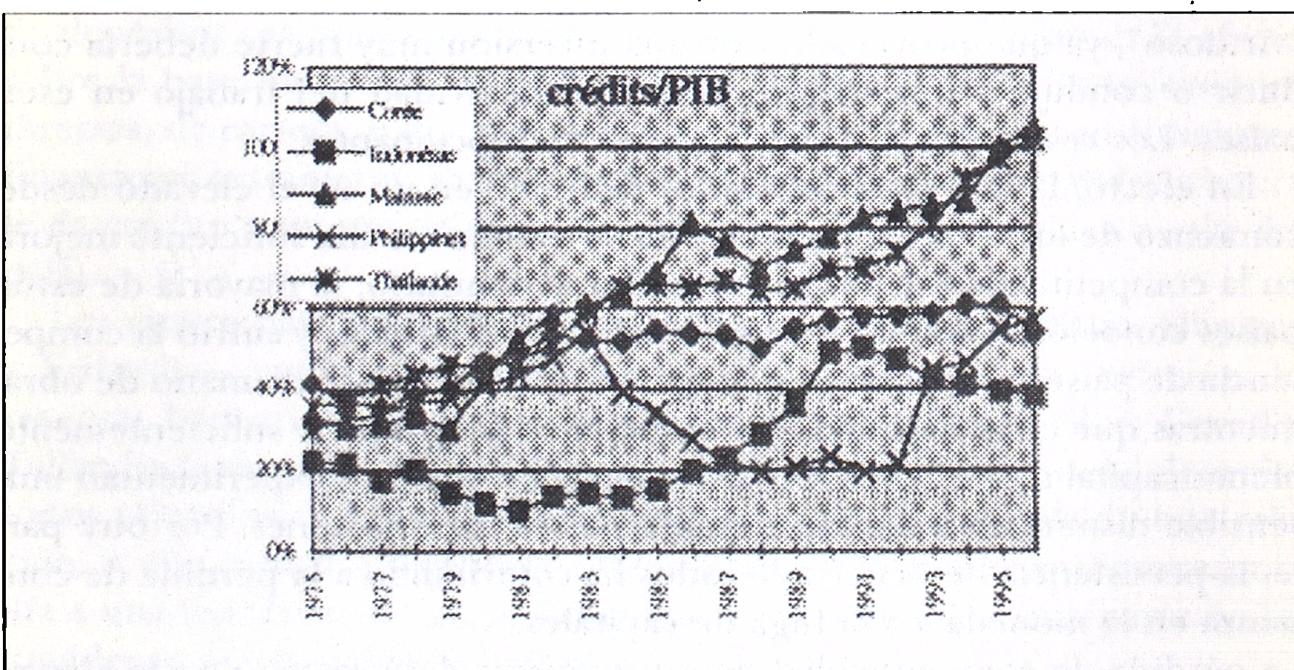
Así, después de la calma en la segunda mitad de los años 80 –que fue un período de reestructuración para estos países–, la entrada de capitales volátiles volvió a retomar, hasta 1995, año en el que una cierta pérdida de confianza en los países emergentes –consecuencia de la crisis mexicana y

GRAFICO 2
TASAS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO



Fuente: FMI.

GRAFICO 3
CREDITOS / PIB



Fuente: FMI.

la aparición de grandes déficits en Asia-, produjo un movimiento de repliegue (Indonesia, Filipinas). En el conjunto, la abundancia de liquidez empujaba a los bancos a otorgar fácilmente créditos para actividades cuya rentabilidad no estaba garantizada.

En la segunda mitad de los años 80, el aumento de las reservas de cambio ha sido muy importante –sobre todo en Corea y en Tailandia–, en razón de la apertura del mercado de capitales. Ella debería haber inducido un alza en la tasa de cambio. Pero, para evitar la pérdida de competitividad-precio en las exportaciones, se adoptó una gestión administrada de la tasa de cambio o sea se controló la tasa de cambio. En términos nominales, ésta decreció fuertemente con relación al dólar hasta 1990, se estabilizó después en casi todos los países, salvo el caso de Indonesia y, en menor medida, de Corea. La evolución en términos reales –que tiene en cuenta la inflación– señala por el contrario una apreciación en relación con la divisa americana. En total, los déficits comerciales y corrientes, provocados por una tasa de inversión elevada y, más generalmente, por una demanda final fuerte, no han podido ser evitados.

El saldo corriente fue deficitario a lo largo de todo el período, con la excepción de la segunda mitad de los años 80. En efecto, a continuación de la crisis desencadenada por el contra golpe petrolero y la sobreproducción electrónica, los países asiáticos vivieron un período de gestión macroeconómica más rigurosa. El déficit de los años 90 es sin embargo menos importante que el que se constató en el curso de los años 80, y ha sido considerado hasta ahora por la gran mayoría de los economistas como “virtuoso”, ya que provocado por una inversión muy fuerte debería conducir o condujo a una mejora de la productividad del trabajo en esos países. Los resultados son, actualmente, decepcionantes.

En efecto, la tasa de inversión se mantuvo en un nivel elevado desde comienzo de los años 90, pero ello no se tradujo en una suficiente mejora en la competitividad de la industria. Por el contrario, la mayoría de estos países conoció un alza de los costos salariales y sociales y sufrió la competencia de países más pobres en lo que se refiere al costo de mano de obra, mientras que ellos no están en condiciones de producir suficientemente bienes capital intensivos. En consecuencia estos países experimentan una sensible disminución del crecimiento de sus exportaciones. Por otra parte, la persistencia de déficits elevados ha contribuido a la pérdida de confianza en la moneda y a la fuga de capitales.

La pérdida de competitividad de estos países, el deterioro de sus mercados externos, la sobreinversión en sectores poco rentables (inmobiliarios)

y el endeudamiento de sus agentes interiores ante los bancos extranjeros sin seguro de riesgo de cambio (para evitar de esta manera las tasas de interés locales muy elevadas) explican, por lo menos tanto como la revalorización del dólar, la crisis que se manifiesta en casi todos los países de la región con una diferente amplitud en cada uno.

II. La llegada de capitales lleva a la inflación del crédito, que es difícil de neutralizar

En los países emergentes de Asia, el papel de los bancos en la intermediación financiera es esencial. En efecto, el 60% de los préstamos en estos países es de origen bancario. En consecuencia, los efectos perversos de los movimientos de capitales afectan en primer lugar al sistema bancario que, por otra parte se caracteriza por la debilidad de sus reglas de control. El sistema financiero no-bancario, que no está sometido a una supervisión de las autoridades monetarias, escapa a todo control y en consecuencia es portador de un riesgo de crisis aún más elevado.

Debido a esto, la entrada de capitales se traduce en un aumento del pasivo bancario en divisas, dando lugar a una expansión del crédito bancario. En efecto, cuando un no residente compra un activo financiero no bancario, el portador (que es un residente) recibe divisas que, cambiadas por moneda local, dan lugar a un depósito en un banco local. O bien, el mismo banco cambia las divisas al banco central, y la transacción provoca una elevación de la relación reservas/depósitos de la banca comercial, lo que genera una efecto multiplicador sobre el crédito sea por el aumento de depósitos sea por el de las reservas frente a la banca central. El efecto sobre la base monetaria es el mismo, ya sea que se trate de inversiones directas, de cartera, o de crédito bancario obtenido ante las instituciones financieras extranjeras. Existe una sola excepción que es cuando la banca le da crédito a un importador (en este caso las divisas vuelven a salir del país).

Los cuatro países tomados en consideración –Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia–, conocieron, a comienzos de los años 80, una relación de reservas bancarias/depósitos relativamente débil. Entre ellos, Corea y Tailandia tenían una relación inferior al 4%. Pero en el curso del decenio, todos salvo Tailandia, experimentaron un aumento sensible de esta relación. A ello contribuyó el alza de las reservas obligatorias, que correspondía a una tendencia de parte del gobierno de esterilizar una parte de las liquideces que entraban en el país.

Mientras que el crédito aumentaba rápidamente con relación al PBI, la

cantidad de crédito interior por unidad de la reserva bancaria disminuyó sensiblemente en todos los países considerados a partir de mediados de los años 80 lo que indicaría una consolidación del sistema bancario justamente después de la crisis constatada en esa época. Sin embargo, en Tailandia el movimiento es mucho menos pronunciado y más errático. Por el contrario, en la relación créditos/depósitos, este país se encuentra en el término medio y su situación mejoró al fin del período.

En todos los países de la región -con excepción de Indonesia-, una parte del crecimiento de las reservas de cambio tuvo como origen los préstamos de las instituciones financieras extranjeras (FMI, 1995). Así, el aumento de los depósitos de los agentes interiores y los empréstitos contribuyeron a la expansión del sector bancario.

El aumento de las reservas de cambio abre la posibilidad de un aumento del crédito acordado, por el sesgo del aumento de los depósitos bancarios, salvo cuando estas reservas se utilizan para pagar deudas al exterior. Si bien es cierto que en todos los países considerados el crédito aumentó bastante hay que diferenciar las situaciones:

—En Corea, la entrada neta de capitales fue del mismo monto que el déficit corriente; el reembolso anticipado de la deuda, alrededor de 1980, permitió evitar la acumulación de reservas.

—En Taiwán, las entradas se consagraron a la constitución de reservas y, desde fin de los años 80, se pudo constatar la salida neta de capitales de largo plazo provocada por las reubicaciones de industrias.

—En Filipinas las entradas netas han sido relativamente débiles hasta 1993, en razón de la desconfianza de los inversores respecto de un país que había sufrido una crisis de pagos en los comienzos de los años 1980.

En Corea, en Taiwan y en Filipinas, la entrada de capitales han sido de la misma amplitud que el déficit corriente. En consecuencia, la expansión del crédito fue moderada, al contrario de lo que se puede observar en Malasia, en Tailandia y en Singapur, países en los que la entrada de capitales ha sido muy superior al déficit corriente.

Diferentes políticas de esterilización

Los instrumentos utilizados para la esterilización son de naturaleza diversa; existen instrumentos directos e indirectos. *Entre los instrumentos directos el alza de las tasas de reservas obligatorias de los bancos es el más frecuente.*

Esta medida hace aumentar el costo de la intermediación financiera ya que la tasa a la cual son remuneradas las reservas obligatorias es más baja que la tasa de interés del mercado. Entonces, para conservar sus márgenes

nes, los bancos transfieren este sobrecosto a los que piden crédito, los que en consecuencia se alejan del sistema bancario. Dirigiéndose, ya sea a las instituciones financieras no bancarias –que escapan al control de las autoridades monetarias–, ya a bancos o mercados extranjeros. En estos mercados ellos pueden tomar créditos o bien emitir acciones u obligaciones. En Corea, como consecuencia de las medidas de esterilización que consisten en tener reservas no remuneradas en los bancos comerciales, el pasivo de los bancos no representa más que el 36% del pasivo total, contra el 70% en los años 70.

Entre los instrumentos indirectos, las operaciones de mercado abierto son las más frecuentemente utilizadas. Su eficacia está limitada por el objetivo de cambio y por la capacidad de los mercados monetarios locales y de los agentes interiores para absorber las emisiones de Bonos del Tesoro y los Certificados del Banco Central. En una palabra, estas emisiones chocan con el débil desarrollo de los mercados financieros locales, debido al hecho de que en estos países el presupuesto público es, desde fines de los años 1980, equilibrado. En Corea, los bonos de estabilización monetaria representan el 20% aproximadamente de M2 en 1992, contra 10% en 1986. Debido a la fuerte alza en el costo del crédito en estos países, estos bonos de estabilización, cuya tasa de interés es superior a la del mercado mundial, finalmente atrajeron a capitales extranjeros en lugar de servir para esterilizar los capitales que ya estaban presentes.

Debido a la débil capacidad de absorción de los mercados financieros de estos países, las autoridades de Malasia y de Singapur colocaron los excedentes de liquidez bajo la forma de títulos de los fondos de pensión locales, cuya finalidad es la de asegurar las jubilaciones de los asalariados. En Malasia, una parte de los depósitos y de los fondos de pensión ha sido transferida a una cuenta especial del Banco Central. Pero el aumento del pasivo de este banco entre 1989 y 1992 también tuvo un carácter inflacionista. Por esta razón, Malasia optó por consagrarse una parte de sus reservas al reembolso anticipado de la deuda externa. Corea y Tailandia hicieron lo mismo, mientras que Indonesia procedió a una consolidación fiscal, transformando una parte de los depósitos de fondos de pensión en certificados de depósito del Banco Central. Taiwán impuso la compra de Bonos del Tesoro a los bancos.

Para hacer que la esterilización fuera eficaz, estos países por otra parte respetaron el equilibrio presupuestario. En efecto, en tanto que las liquideces existentes sirvan, de manera directa o indirecta, a financiar un déficit presupuestario, no hay esterilización posible. La mayoría de estos

países por lo tanto cumplieron con esa condición y, en ausencia de una opción a favor de la educación y a la construcción de infraestructuras, los países del ASEAN quedaron atrasados en esos aspectos.

Así, por el sesgo de la entrada de capitales y en un contexto en el cual la esterilización se muestra difícil de realizar en razón del objetivo de cambio, la expansión del crédito bancario mal otorgado desemboca en la sobreproducción y en la aparición de déficits corrientes importantes que despiertan tanto más la desconfianza de los inversores internacionales en la medida que están asociados a una revalorización de esas monedas con respecto al dólar, y con relación a otras monedas de la zona (el yen y el yuan) y a las monedas de Europa.

III. La crisis tailandesa es de la misma naturaleza que la crisis que conoció México en 1994

Desde hace 18 meses, Tailandia estaba considerado como un país en el cual el riesgo de crisis financiera aumentaba. Sobre el fondo de la pérdida de competitividad de su economía, este país comenzó a tener un déficit corriente considerable (8% del PBI desde 1995). Una disminución de las exportaciones provocada por la crisis mundial de la informática y por la revalorización del dólar agravó el desequilibrio exterior y desencadenó una disminución del crecimiento, de dos puntos en 1996 con relación a las cifras registradas en los años precedentes, que era del orden del 9%.

La especulación inmobiliaria desencadenó la crisis

Desde fines de 1996, el sector sensible, en el cual la sobreproducción revestía un carácter especulativo –el sector inmobiliario–, entró en crisis abierta. En efecto, la inversión en este sector era muy intensa desde el comienzo del decenio, debido a la disponibilidad de dinero a bajo precio. La situación cambió a partir de 1993 cuando, para evitar la salida de capitales, las autoridades tailandesas levantaron las tasas de interés. A causa de esta alza de las tasas de interés y de la disminución coyuntural, el mercado inmobiliario se volvió desequilibrado: sobre los 800.000 departamentos disponibles a fines de 1996, la mitad quedó sin vender. Los promotores, que no disponían de liquidez, tenían dificultades para reembolsar sus deudas a los bancos y a las sociedades financieras.

Las sociedades financieras no bancarias, que tenían por lo menos el 25 % de sus créditos colocados en el sector inmobiliario, fueron fuertemente afectadas, a punto tal que una de las más importantes entre ellas (Finance One) no pudo evitar la quiebra a comienzos de 1997. Estas compañías, no

autorizadas a tomar depósitos, tienen como fuente de financiación los empréstitos de otras compañías financieras o la emisión de pagarés. La quiebra de una de ellas provocó la desconfianza en relación con el conjunto del sistema y vació las fuentes de financiamiento de estas sociedades, arrastrando en sus dificultades a los bancos, una parte de los cuales estaba vinculado a estas sociedades. La situación de la mayoría de ellas se volvió tan crítica que finalmente más de la mitad cerraron hacia el mes de agosto de 1997.

Leyendo sus balances; los bancos tenían oficialmente cerca del 8% de sus créditos dudosos ligados a créditos en el sector inmobiliario, pero esta cifra subestima ampliamente la realidad. Por una parte, muchos préstamos cuyo destino no estaba especificado también financiaron las inversiones en ese sector. Por otra parte, los lazos orgánicos entre bancos y sociedades financieras no bancarias hacen aumentar la parte de los riesgos inmobiliarios implícita en los balances bancarios. Además, la adopción de una definición de "créditos no performantes" más rigurosa (el retraso en el pago de los intereses pasaría a ser de 6 meses en lugar de 12) haría aumentar considerablemente la parte oficial de los créditos dudosos en el total de los créditos acordados.

El endeudamiento de los agentes interiores en divisas es considerable, y aumentó a 70.000 millones de dólares. La liberalización de la cuenta de capital condujo a la constitución de un mercado intercambiario offshore (BIBF, Bangkok International Banking Facility) que permitió a los bancos tailandeses endeudarse en divisas (principalmente en yens) a tasas menos elevadas, a cuenta de los inversores locales. Para no encarecer el costo de crédito, los empréstitos no tenían seguro de cambio, ya que la moneda tailandesa estaba "enganchada" a una canasta de monedas en la cual predominaba el dólar.

Baja sensible de los valores bursátiles, fuga de capitales, pérdida de reservas

Además del inmobiliario, la sobreinversión abarcaba a otros sectores. En efecto, el acero, la petroquímica y la electrónica también fueron igualmente afectados. Este conjunto de elementos ayudó a la baja en los valores en la bolsa, cuyo índice relacionado con el sector financiero había comenzado a caer hacia mediados de 1993, arrastrando hacia la baja al índice global que, entre enero de 1996 y setiembre de 1997, perdió el 55% de su valor.

Estos elementos, unidos al mal desempeño de las exportaciones, apo-

países por lo tanto cumplieron con esa condición y, en ausencia de una opción a favor de la educación y a la construcción de infraestructuras, los países del ASEAN quedaron atrasados en esos aspectos.

Así, por el sesgo de la entrada de capitales y en un contexto en el cual la esterilización se muestra difícil de realizar en razón del objetivo de cambio, la expansión del crédito bancario mal otorgado desemboca en la sobreproducción y en la aparición de déficits corrientes importantes que despiertan tanto más la desconfianza de los inversores internacionales en la medida que están asociados a una revalorización de esas monedas con respecto al dólar, y con relación a otras monedas de la zona (el yen y el yuan) y a las monedas de Europa.

III. La crisis tailandesa es de la misma naturaleza que la crisis que conoció México en 1994

Desde hace 18 meses, Tailandia estaba considerado como un país en el cual el riesgo de crisis financiera aumentaba. Sobre el fondo de la pérdida de competitividad de su economía, este país comenzó a tener un déficit corriente considerable (8% del PBI desde 1995). Una disminución de las exportaciones provocada por la crisis mundial de la informática y por la revalorización del dólar agravó el desequilibrio exterior y desencadenó una disminución del crecimiento, de dos puntos en 1996 con relación a las cifras registradas en los años precedentes, que era del orden del 9%.

La especulación inmobiliaria desencadenó la crisis

Desde fines de 1996, el sector sensible, en el cual la sobreproducción revestía un carácter especulativo –el sector inmobiliario–, entró en crisis abierta. En efecto, la inversión en este sector era muy intensa desde el comienzo del decenio, debido a la disponibilidad de dinero a bajo precio. La situación cambió a partir de 1993 cuando, para evitar la salida de capitales, las autoridades tailandesas levantaron las tasas de interés. A causa de esta alza de las tasas de interés y de la disminución coyuntural, el mercado inmobiliario se volvió desequilibrado: sobre los 800.000 departamentos disponibles a fines de 1996, la mitad quedó sin vender. Los promotores, que no disponían de liquidez, tenían dificultades para reembolsar sus deudas a los bancos y a las sociedades financieras.

Las sociedades financieras no bancarias, que tenían por lo menos el 25% de sus créditos colocados en el sector inmobiliario, fueron fuertemente afectadas, a punto tal que una de las más importantes entre ellas (Finance One) no pudo evitar la quiebra a comienzos de 1997. Estas compañías, nc

autorizadas a tomar depósitos, tienen como fuente de financiación los empréstitos de otras compañías financieras o la emisión de pagarés. La quiebra de una de ellas provocó la desconfianza en relación con el conjunto del sistema y vació las fuentes de financiamiento de estas sociedades, arrastrando en sus dificultades a los bancos, una parte de los cuales estaba vinculado a estas sociedades. La situación de la mayoría de ellas se volvió tan crítica que finalmente más de la mitad cerraron hacia el mes de agosto de 1997.

Leyendo sus balances, los bancos tenían oficialmente cerca del 8% de sus créditos dudosos ligados a créditos en el sector inmobiliario, pero esta cifra subestima ampliamente la realidad. Por una parte, muchos préstamos cuyo destino no estaba especificado también financiaron las inversiones en ese sector. Por otra parte, los lazos orgánicos entre bancos y sociedades financieras no bancarias hacen aumentar la parte de los riesgos inmobiliarios implícita en los balances bancarios. Además, la adopción de una definición de "créditos no performantes" más rigurosa (el retraso en el pago de los intereses pasaría a ser de 6 meses en lugar de 12) haría aumentar considerablemente la parte oficial de los créditos dudosos en el total de los créditos acordados.

El endeudamiento de los agentes interiores en divisas es considerable, y aumentó a 70.000 millones de dólares. La liberalización de la cuenta de capital condujo a la constitución de un mercado intercambiario offshore (BIBF, Bangkok International Banking Facility) que permitió a los bancos tailandeses endeudarse en divisas (principalmente en yens) a tasas menos elevadas, a cuenta de los inversores locales. Para no encarecer el costo de crédito, los empréstitos no tenían seguro de cambio, ya que la moneda tailandesa estaba "enganchada" a una canasta de monedas en la cual predominaba el dólar.

Baja sensible de los valores bursátiles, fuga de capitales, pérdida de reservas

Además del inmobiliario, la sobreinversión abarcaba a otros sectores. En efecto, el acero, la petroquímica y la electrónica también fueron igualmente afectados. Este conjunto de elementos ayudó a la baja en los valores en la bolsa, cuyo índice relacionado con el sector financiero había comenzado a caer hacia mediados de 1993, arrastrando hacia la baja al índice global que, entre enero de 1996 y setiembre de 1997, perdió el 55% de su valor.

Estos elementos, unidos al mal desempeño de las exportaciones, apo-

yaron la idea de que la moneda estaba sobrevaluada. Desde comienzos de 1997, el baht sufrió tres ataques; con relación a esto las autoridades levantaron por escalones sucesivos las tasas de interés día a día, llegando hasta el 25% a fines de julio. Las intervenciones masivas del Banco Central en el mercado de cambios condujeron a una pérdida de reservas de cambio para Tailandia del orden de 9.000 millones de dólares en un año, sin por ello poder evitar la flotación de la moneda, a pesar del apoyo de los bancos centrales de los países vecinos (Hong-Kong, Singapur).

Las reservas se elevaban, a fines de julio, a cerca de 29.000 millones de dólares, o sea el equivalente de 5 meses de importaciones. Si bien representan una cifra honorable, estas reservas son fungibles. Ellas fueron constituidas por medio de empréstitos de corto término en el mercado internacional y 23.000 millones de ellas deberán ser reembolsadas en los próximos meses. Por esta razón, frente a esta situación que se volvía insostenible, finalmente las autoridades dejaron flotar el baht.

La devaluación ha sido importante

La amplitud de la devaluación a continuación de la flotación decidida el 2 de julio, fue considerable, del orden en 35 %, fijándose la paridad aproximadamente de 35 bahts por dólar. Si, en un contexto internacional más apoyador, se podía esperar que las exportaciones retomaran un crecimiento más rápido, la amplitud de la devaluación significó la ruina de los inversores locales endeudados en divisas fuertes.

En efecto, el monto de la deuda exterior creció rápidamente; ella llega actualmente a 90.000 millones de dólares, contra 75.000 en 1995 y 20.000 solamente en 1992. Se debe esta deuda de los agentes privados en un 80% a los bancos japoneses, contrariamente a lo que sucedía en los países de América Latina después de la explosión de la crisis de la deuda. La deuda a corto plazo significa el 50% de la deuda total.

El plan de “salvamento” del FMI está lleno de condiciones estrictas

Dada las dificultades del reembolso de la deuda y la pérdida de confianza de los inversores internacionales, Tailandia debió recurrir al FMI que puso en marcha un plan de financiación por un monto de 16.000 millones de dólares, al que se agregarían unos 3.000 millones más del BRI. ¡Esta institución puso como contribuyentes a los mismos países asiáticos que quizá en algunos meses más también serán llevados a solicitar créditos al FMI!

Japón y el FMI adelantaron 4.000 millones de dólares cada uno, Australia, Malasia, Hong-Kong y Singapur acordaron 1.000 cada uno mientras

que Corea e Indonesia participaron con 500 millones cada uno. El Banco Mundial, el Banco de Desarrollo Asiático y China deberían participar con 1.000 millones cada uno.

El préstamo del FMI está lleno de condiciones estrictas. Si bien el conjunto de las medidas no se conoce más que en sus grandes líneas, dos elementos se destacan. Primero, la condición de cerrar las 42 sociedades financieras insolventes –además de las 16 ya cerradas–, en las cuales el gobierno ha metido el equivalente a 19.000 millones de dólares, aproximadamente, lo cual representa el 10 % del PBI. Esta medida, que parece de sentido común, está lejos de ser evidente ya que muchos miembros del gobierno tienen intereses en esas compañías.

En segundo lugar, el FMI “aconseja” una apertura acrecentada de los bancos a los capitales extranjeros. Hasta ahora, la participación extranjera en los capitales bancarios se limitaba al 25 %. Por otra parte, Tailandia deberá aplicar estrictamente las consignas del FMI en el tema de la gestión de la deuda de los organismos financieros y de los bancos, bajo la supervisión de la institución internacional. En los hechos el banco central tailandés conservaría como sola atribución la gestión administrativa de la política monetaria.

Otras medidas están destinadas a aumentar los recursos del Estado para asegurar el equilibrio presupuestario, que por primera vez en 10 años no será respetado. A este respecto se producirá el alza del IVA –que pasaría de un 7 a un 10%– y un recorte en los gastos del orden de los 2.000 a los 3.000 millones de dólares.

A pesar de la importancia de los medios puestos a disposición de Tailandia y de las condiciones estrictas que acompañan el préstamo, la crisis no ha terminado. A diferencia de lo que sucedió después de la crisis mexicana, en diciembre de 1994, donde la puesta en marcha del plan bastó para parar la caída de la paridad monetaria, el baht no se ha estabilizado. Todavía todo sucede como si los mercados no le creyeran demasiado a este plan. Dos razones pueden explicar esta situación. Por una parte, la operación financiera hace que los países de la zona que se encuentran igualmente implicados en la crisis deban contribuir para resolverla. Por otra parte –al contrario de lo que hicieron las autoridades mexicanas–, las autoridades tailandesas no han anunciado claramente las medidas que ellas piensan tomar para satisfacer las condiciones del FMI; posiblemente debido a las incertidumbres políticas que reinan actualmente en Tailandia.

La economía tailandesa sufre una pérdida de competitividad

La pérdida de competitividad de la economía tailandesa reside en el alza del costo salarial, tres veces más elevado que el de Indonesia, Filipinas, Vietnam y China, como resultado del pleno empleo del cual disfruta la población desde hace 10 años. Para restablecer su competitividad, debería hacer un gran esfuerzo en el tema de infraestructuras y de educación que le permitiera cambiar de especialización. En efecto, las necesidades de mano de obra calificada no son satisfechas nada más que en un 40%. Pero estas necesidades requieren inversiones y gastos públicos supplementarios.

La fuerte devaluación de la moneda ha permitido restablecer, a corto plazo, la competitividad de la economía tailandesa, mientras que la paridad de las monedas de los países vecinos menos desarrollados no se modifique. Sin embargo, la mejora de la competitividad no puede ser durable más que si los costos salariales se contienen, lo que significa que la población soportará lo esencial de los costos ligados a la depreciación de la moneda y al pago de la deuda. Aún en esta hipótesis, la devaluación no permite controlar las consecuencias de una especialización cada vez más inadecuada. Ese es el aspecto esencial, ya que la experiencia ha mostrado que esta ventaja comparativa basada en los bajos costos de la mano de obra se diluye a lo largo del tiempo con el pleno empleo y con la competencia creciente de los países menos desarrollados. Por otra parte, los efectos favorables de la devaluación sobre las exportaciones están limitados por el hecho del contenido muy elevado en importaciones de las exportaciones tailandesas. En efecto, se trata de productos cuyo valor agregado sobre el territorio es débil, del orden del 15 al 20%.

El paralelismo con la crisis mexicana de 1994 y con la crisis de la deuda de 1982 es golpeante. Un exceso de liquidez en divisas, bajo la forma de capitales volátiles, ha sido utilizado en actividades de riesgo elevado. El endeudamiento abarcó a todo el sector privado, a diferencia de la crisis de la deuda de comienzos de los años 1980, en la cual el endeudamiento de largo plazo ha estado constituido por empréstitos soberanos. Pero a fin de cuentas el resultado es el mismo, ya que el sobreendeudamiento desemboca en una crisis caracterizada por la fuga de capitales.

La respuesta que se ha dado -bajo la forma de un plan de salvataje, sometido a condiciones de reformas- apunta a restablecer la solvencia de Tailandia. El plan de austeridad tendrá repercusiones negativas a corto plazo sobre el crecimiento y sobre los ingresos. Pero las medidas impuestas para saldar la deuda, no permiten superar el retraso de la productividad de la economía.

IV. La crisis tailandesa no es un caso aislado

El conjunto del sistema bancario asiático está sufriendo una pérdida de confianza.

En todos lados el crecimiento rápido, la abundancia de liquidez frecuentemente alimentada por entrada de capitales de corto plazo insuficientemente esterilizados, se han traducido en inversiones especulativas cuya rentabilidad era dudosa. En resumen, la débil rentabilidad de las inversiones ha sido la consecuencia de una mala evaluación del costo del capital.

En todos lados, las reglas de control han sido insuficientes y los bancos no han pedido las garantías necesarias en lo que se refiere al reembolso de los préstamos. Como un ejemplo las garantías utilizadas para caucionar los préstamos fueron en general bienes inmobiliarios que actualmente están en plena desvalorización. En consecuencia, los bancos han sido afectados por ello, ya que los intereses de una parte considerable de esta deuda no han sido pagados.

Desde 1996, todos los países de la región han sufrido además las consecuencias de la sobreoferta en el sector inmobiliario, como también en el sector de la informática y del alza de la paridad del dólar. Estos factores han provocado una reducción drástica del crecimiento de las exportaciones, y un agravamiento de su déficit corriente. La pérdida de competitividad de las exportaciones, que apareció en todos estos países, es provocada por el alza de los costos salariales no compensada por progresos en la productividad, por el retraso en materia de infraestructuras y por la competencia de China.

En Corea, la disminución del crecimiento que, en el primer semestre de 1997 fue del 5% aproximadamente en tasa anualizada, estuvo acompañado por la de la inversión, que provocó la quiebra de dos grandes conglomerados relacionados con la fabricación del acero (Hanbo y Sammi) cuya situación financiera era extremadamente frágil. Por otra parte, algunos grandes proyectos coreanos –como la creación de algunas empresas en el extranjero, compañías de navegación y la ampliación de la capacidad de producción en la siderurgia– que estaban incluidos en el programa de Racionalización del Gobierno, han fracasado.

Debido a la facilidad con que se les acordaban los créditos, los grandes chaebols se endeudaron fuertemente, y su pasivo exigible representa, en promedio, más del 400% de sus fondos propios. Las deudas ocasionadas representan un tercio de los créditos dudosos de los seis principales bancos. Estos bancos, que abarcaban el 70 % del mercado de crédito banca-

rio, tendrían, a comienzos de 1997, el 37% de sus acreencias como dudosas, o sea el 19% del PBI. La mitad de esas acreencias tendrían por origen los proyectos gubernamentales fracasados.

En efecto, los bancos coreanos, aunque privatizados, están siempre bajo el control informal del gobierno que interviene para que ellos acuerden créditos a los chaebols. Por esta razón éstos han podido, hasta una fecha reciente, contar incondicionalmente con los bancos para satisfacer sus necesidades de liquidez. Debido a esto, el sistema bancario es extremadamente vulnerable, no solamente a causa del endeudamiento de las empresas, sino también debido a la utilización simultánea de las mismas garantías para garantizar empréstitos diferentes, como lo hacen los bancos japoneses. El saneamiento de todo el sistema no puede hacerse rápidamente, ya que produciría quiebras en cascada. Se considera que la reabsorción de las pérdidas de los dos conglomerados a comienzos de 1997 tomaría más de 10 años.

Después del comienzo del año, otras chaebols se han encontrado al borde de la quiebra (Jinro, fabricante de bebidas alcohólicas y Kia que sufre grandes dificultades en la rama automotriz). Considerando que estas quiebras significarían la eclosión de una crisis financiera abierta, el gobierno coreano decidió, con la participación de los bancos, la constitución de un fondo de 1.700 millones de dólares para encarar el problema de los créditos dudosos de los bancos comerciales, cuyo monto se eleva a 90.000 millones de dólares.

Esto no resuelve el problema de los bancos, cuyas ganancias han sido recortadas por la falta de pagos de sus clientes, por la necesidad de aumentar las provisiones que tengan en cuenta ese riesgo y que, además, deben participar en ese fondo de caución de las empresas que están al borde de la quiebra. En efecto, 25 bancos comerciales perdieron más de 100 millones de dólares y 34 bancos de inversores afirman haber perdido más de 500 millones de dólares entre marzo de 1996 y marzo de 1997. La situación debería agravarse más a partir del mes de setiembre, si el gobierno decide, como se convino en el marco de mejora de las relaciones de competencia, la abolición de la comisión fija sobre la acciones, que representan actualmente un tercio de las ganancias bancarias.

En Filipinas, el PBI creció un 5,5% anual en el primer semestre de 1997, lo que no significa una disminución con respecto al año pasado. El crecimiento de las exportaciones, superior al 20% en el primer semestre de 1997, es uno de los más rápidos de la región. El déficit de la balanza corriente es del orden del 4% del PBI, lo que se considera como aceptable.

ble. La inflación está bajo control, con un crecimiento medio de los precios del orden del 5% anual. En este país, la tasa de inversión representa el 25% del PNB, o sea cerca de la mitad de la tasa de los países vecinos. La tasa de ahorro llega al 20% del PNB contra 35% en Tailandia y 40% en Malasia. En consecuencia, si ha habido sobreinversión, ella no afecta nada más que a un número limitado de sectores.

La posición bancaria parece más sólida que la de Tailandia, con una relación crédito/PBI del orden del 60% (contra más del 100% de Tailandia). Pero algunas quiebras de firmas importantes, entre ellas una fábrica de azúcar, ha fragilizado al sistema bancario. Los bancos estarían sobreexpuestos en el sector de la propiedad inmobiliaria. Aparentemente, la sobre oferta en este sector no tienen nada en común con las que se constataron en otros países de la zona, y se limita a un 2% de la superficie destinada a oficinas.

Según un informe oficial, los bancos estarían involucrados en el sector inmobiliario no más que el 10% y las compañías financieras habrían financiado sus inversiones en este sector mediante la emisión de títulos. Pero un informe de la Unión de Bancos Suizos mostraría que estarían involucrados en un orden del 50% si se incluyen los préstamos no específicos a los conglomerados y que en los hechos habrían sido utilizados para la financiación inmobiliaria.

Por otra parte, los beneficios bancarios estarían gravados por la competencia de los bancos extranjeros.

Sin embargo, la gestión de los bancos filipinos parece ser más rigurosa que la de los otros países de la región, con excepción de Singapur. Las reglas de control –copiadas del modelo norteamericano–, conducen a relaciones como las del banco Metrobank, cuyo capital representa el 17% de los activos, los préstamos representan el 70% de los depósitos y el retorno del capital es del 19%, o sea tres veces más que el de las bancas japonesas.

Las reservas de cambio están constituidas en alrededor del 50%, por inversiones de cartera y los valores bursátiles están en manos de los extranjeros en más de un 40%. Desde comienzo de año, el índice bursátil ha perdido más del 20% de su valor, indicando una cierta fuga de capitales, y, en consecuencia, una pérdida de reservas, a continuación de los ataques contra la moneda. Así, algunos días después de la flotación del baht, el peso filipino también ha sido puesto en flotación y habría perdido más del 20% a fines de setiembre con relación a su valor de hace tres meses. Para evitar la fuga de capitales, la tasa de interés del mercado monetario ha sido subida al 30%

La situación tiene algunos elementos de riesgo: por una parte, tasas de interés tan elevadas pesarán sobre el crecimiento; por otra parte, la depreciación de la moneda puede hipotecar las financiación del déficit corriente. En efecto, este país tiene un déficit comercial importante –del orden del 8% del PBI–, en parte compensado por los envíos de fondos de los trabajadores emigrados.

Pero si los riesgos de devaluación son importantes, éstos podrían ser parcialmente suspendidos o postergados, ya que los trabajadores expatriados querrían preservar el poder de compra de su dinero.

La situación parece más mitigada en Malasia. El crecimiento se ha mantenido en la primera mitad de 1997, a una tasa anual del 8% aproximadamente, con exportaciones que crecen en el primer semestre a un ritmo anual del 7,5%, y las exportaciones al 8%; el déficit comercial llega a 1.000 millones de dólares en los primeros seis meses del año 1997 y el déficit corriente es del orden del 4% del PBI. Pero hay signos de sobreproducción, tanto en la industria manufacturera como en el sector de construcción, y las perspectivas de crecimiento para el año próximo no superarían el 5%.

La sobreproducción en el ramo inmobiliario sería menos importante que en Tailandia, y la superficie de oficinas desocupadas no supera el 3%, y el financiamiento de la construcción está asegurado por fondos locales. Sin embargo, los empréstitos ligados al ramo inmobiliario representan más del 20% del total de los créditos bancarios. Por otra parte, la relación crédito/PBI pone en evidencia una progresión demasiado fuerte, que muestra signos de fragilidad bancaria. En julio, a insinuaciones de Tailandia, el Banco Central ha puesto límites a los préstamos acordados a ese sector, a pesar de que Malasia es menos dependiente que Filipinas y Tailandia de las inversiones extranjeras de cartera, el ringgit, moneda local, ha sido atacado. El 14 de julio de 1997, se lo puso en flotación al igual que el baht y el peso. A continuación de esta decisión, la moneda se depreció en un 9% con relación al valor de tres meses antes.

Para evitar la pérdida de reservas que, en los primeros 15 días del mes de julio fue del 9% del total, la tasa de interés ha sido elevada al 50%. El nivel de reservas representa tres meses y medio de importaciones y 23.000 millones de dólares.

El riesgo de Malasia parece estar más que todo en las perspectivas del crecimiento y de la productividad más que en el sistema bancario. El aumento de la productividad ha tenido, desde comienzos de los años 90, un crecimiento anual del 2,2% en promedio, inferior al objetivo anual del

3,5%. Sin embargo, este ritmo más sostenido habría sido necesario para la conservación de las ventajas comparativas de un país que, débilmente poblado, sufre aún más que sus vecinos, las consecuencias del pleno empleo sobre el nivel de los salarios.

En Indonesia, la tasa de crecimiento en 1997 es similar a la de 1996, o sea el 7,5%. La inflación supera el 5% y muestra una disminución de más de un punto porcentual con respecto al año precedente. Los intercambios comerciales han sido excedentarios en 9.000 millones de dólares entre junio de 1996 y el mismo mes de 1997 pero el déficit corriente representa el 8% del PBI en el segundo trimestre del 1997. Indonesia es el proveedor de Japón en el rubro de materias primas; si bien registra progresos importantes en materia de exportaciones industriales su comercio de productos primarios le permite diversificar los riesgos de sobreproducción y de deterioro de los términos del intercambio. Las reservas de cambio aumentaron 4.500 millones de dólares en un año. En abril estaban cerca de 20.000 millones de dólares, o sea casi seis meses de importaciones.

A pesar de estas bases aparentemente tranquilizantes, la inversión extranjera está en retirada. En el primer semestre de este año, las autorizaciones de inversión representaban un total de 16,000 millones de dólares, o sea casi 25% menos que en el primer semestre de 1996.

Un excedente de superficie de oficinas del orden del 12% y un sistema bancario considerado como uno de los menos seguros en Asia, constituyen los elementos de fragilidad que hacen que Indonesia sea considerado como un país de riesgo. En efecto, el gobierno no descarta la posibilidad de que una crisis de la misma naturaleza que en Tailandia también explote en este país. Los créditos dudosos representan un 10% de los créditos acordados, con una tasa de provisión tan débil como la de Tailandia y México; la mitad de esos créditos corresponde a créditos inmobiliarios. El sistema bancario público ha sido profundamente afectado: el 68% de los créditos considerados hoy como dudosos fueron acordados por bancos estatales.

Para evitar el agravamiento del problema, el gobierno decidió, después del 14 de julio último, prohibir a los bancos los préstamos destinados a la compra de terrenos. En realidad, la especulación inmobiliaria ha sido facilitada por los préstamos bancarios. Hoy en día, esos terrenos no encuentran comprador.

Como sus vecinos, Indonesia ha visto que su paridad monetaria perdió, en agosto, alrededor del 9% de su valor desde comienzos del mes de

julio. La tasa del mercado monetario era de alrededor del 14%. Al contrario de los otros países de la región, el índice bursátil se encontraba en una pendiente ascendente desde hace 12 meses, pero ha sufrido una caída del 10% aproximadamente durante el mes de agosto

Conclusión

Después de un año 1996 en el que la sobreproducción y la sobrecapacidad en el campo informático habían gravado el crecimiento de los países asiáticos, los problemas en ese sector parecían estar en un buen camino de resolución a partir de la primavera de 1997. Una vez absorbidos los stocks, habría podido esperarse una retoma de las exportaciones que habría asegurado una retoma honorable del crecimiento.

Pero la explosión de la crisis en el sector inmobiliario, puso en evidencia una mala asignación de recursos y una gestión riesgosa del crédito bancario, lo que ha afectado la confianza de los inversores internacionales en este país, de manera que los capitales muestran tendencia a retirarse y dirigirse a otros países. En esas condiciones, es elevado el riesgo de un bloqueo del crecimiento a corto término y de una transición delicada a mediano plazo.

París, 30 de septiembre de 1997.

Bibliografía

- Goldstein, M. and Turner, P. (1996): *Banking crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options*. BIS, BIS Economic Papers, N 46, October 1996, Basle.
- Khan, M., Reinhart, C. editors (1995): *Capital Flows in the APEC Region*. IMF. Washington D.C., Occasional Paper N 122, March.
- Lakhoud, F. (1997): "La crise financière thaïlandaise". In: *Risques Emergents. Caisse des Dépôts et Consignations*, Supplément au N° 5, Juin. Paris.