

*Ajustes macroeconómicos y la economía
real en Corea y Malasia:
la respuesta a la crisis asiática*

ZAINAL-ABIDIN MAHANI
KWANHO SHIN
YUNJONG WANG*

INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que se desató en Tailandia en julio de 1997 y se propagó hacia otras partes del Este de Asia ocasionó una profunda recesión, que derivó en una aguda declinación en los estándares de vida; un aumento del desempleo; un colapso industrial, y costos sociales en toda la región (Park y

Manuscrito recibido en marzo de 2005; aceptado en junio de 2005.

* Zainal-Abidin Mahani, es Profesora de la Universidad de Malasia <mahani@epu.jpm.my>; Kwanho Shin, es Profesor de la Universidad de Corea <khshin@korea.ac.kr>; y Yunjong Wang, es Investigador del Instituto Coreano de Política Económica Internacional (KIEP) y del SK Research Institute de Seúl <yjwang@sktecom.com>. Los autores agradecen a Ricardo Ffrench-Davis por sus acertados comentarios en los borradores anteriores, así como a los comentarios de dos dictaminadores anónimos. También agradecen a Ariel Buira, Roy Culpeper, José de Gregorio, Barry Herman, Manuel Montes, José Antonio Ocampo, Arturo O'Connell, John Williamson, Heriberto Tapia y otros participantes del seminario organizado por la Comisión Económica para América Latina y El Caribe (CEPAL), por sus útiles sugerencias y comentarios. Las opiniones vertidas en este trabajo son de la exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen a las instituciones en las que ellos trabajan. Este trabajo fue preparado como parte del proyecto de CEPAL sobre Volatilidad, globalización financiera y crecimiento en economías emergentes, apoyado por la Fundación Ford. Cinco artículos sobre el desempeño macroeconómico de América Latina, preparados en ese proyecto, se encuentran en R. Ffrench-Davis (ed.), *Crecimiento esquivo y volatilidad financiera*, Bogotá, Mayol Ediciones, 2005.

Wang, 2002). En 1997-1998, cinco países del Este de Asia –Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia– experimentaron una marcada crisis bancaria y monetaria. A pesar de que otras naciones de la región se vieron afectadas de forma menos dramática, la crisis financiera fue generalizada.¹

Comparadas con otras economías emergentes, Corea y Malasia han logrado una rápida e impresionante recuperación, luego de que sus economías tocaran fondo durante el segundo semestre de 1998, y mostraron un gran despegue desde 1999. Mientras las tasas de crecimiento del producto interno bruto (PIB) de Corea y Malasia fueron de –6.7 y –7.4% en 1998, ellas repuntaron a 10.9 y 6.1%, respectivamente, en 1999.

Este artículo tiene como objetivo repasar el ajuste macroeconómico y el impacto de las medidas de respuesta en la economía real de Corea y Malasia pos-crisis. A pesar de que ambos países sufrieron debido a la crisis asiática en magnitudes similares e inicialmente, ambos aplicaron medidas ortodoxas para solucionar la crisis, los enfoques de políticas con que respondieron fueron muy distintos en varios aspectos. Corea buscó la asistencia directa del Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que la obligó a cumplir con el programa de ajuste estructural de éste, mientras que Malasia pudo mantener políticas independientes durante el proceso de la solución de la crisis. Corea y Malasia adoptaron medidas totalmente opuestas en cuanto a la apertura del mercado de capitales y al tipo de cambio. Por ejemplo, Corea liberalizó drásticamente su cuenta de capitales (aunque mantuvo ciertas restricciones a la salida de capital de sus residentes) mediante un régimen cambiario de flotación libre, mientras que Malasia implementó controles de capitales más estrictos junto al regreso a un régimen de tipo de cambio fijo. Pese a las diferentes medidas respecto de la cuenta de capitales y el tipo de cambio, la adopción rápida de políticas macroeconómicas expansivas contribuyó a que ambas economías se recuperasen rápidamente. El positivo papel de las políticas macroeconómicas anticíclicas de pos-crisis deja abierta la pregunta

¹ El dólar de Singapur y el nuevo dólar de Taiwán experimentaron una depreciación relativamente leve. Durante la crisis, no hubo una devaluación significativa en China, que más bien permaneció aislada de los mercados financieros mundiales.

ta de si la rigidez inicial de las políticas fiscal y monetaria fue aplicada por demasiado tiempo y en consecuencia profundizó la crisis tanto en Corea como en Malasia.²

Se destaca la dinámica de los ajustes macroeconómicos que vinieron como reacción en las políticas monetaria, fiscal y cambiaria, y los efectos de las políticas en variables tales como la formación de capital y el gasto de la economía real. Este análisis comparativo permite estudiar las implicaciones de las políticas para el manejo más eficiente de futuras crisis.

La sección uno aborda los ajustes macroeconómicos después de la crisis en Corea y Malasia. La sección dos, las políticas con que reaccionaron ante la crisis ambos países. La tercera sección evalúa y compara los procesos de ajuste en Corea y Malasia. La cuarta sección concluye con algunas observaciones sobre las lecciones e implicaciones de políticas que surgen de este trabajo.

AJUSTES MACROECONÓMICOS DE POS-CRISIS EN COREA Y MALASIA

COREA

Causas de la crisis

La crisis en Corea fue totalmente inesperada. A fines de junio de 1997, el Foro Económico Mundial había clasificado a Corea como uno de los cinco lugares en el mundo más seguros para invertir (Agosin, 2001). Al inicio de la crisis financiera, los fundamentos macroeconómicos de Corea parecían ser muy sólidos. Sin embargo, Corea resultó vulnerable a la crisis financiera dada su gran exposición, expresada en significativos pasivos externos, especialmente de corto plazo (Radelet y Sachs, 1998; Rodrik y Velasco, 2000).

² Como una reacción inicial a la crisis, Malasia siguió la ortodoxia de las políticas prescritas por el FMI –el ya descrito endurecimiento de políticas fiscales y monetarias, para restablecer el equilibrio de la debilitada balanza de pagos, y la flotación del tipo de cambio–, aunque sin la firma de un acuerdo con el Fondo.

La deuda externa de Corea aumentó dramáticamente durante el trienio 1994-1996. La mayor parte del aumento involucraba al sector financiero. Por ejemplo, los pasivos externos de los bancos coreanos casi se triplicaron en ese período, alcanzando a US\$ 104 mil millones. Consistió principalmente de títulos emitidos en el extranjero y préstamos a instituciones financieras nacionales. Del aumento total de la deuda externa durante ese período, el sector financiero concentró alrededor de 70%. El 30% restante correspondió a deuda externa del sector corporativo, principalmente créditos comerciales.

De hecho, los pasivos a corto plazo en moneda extranjera de las instituciones financieras nacionales eran mucho mayores que los registrados como ingresos de capitales. Como parte de las medidas de liberalización, se permitió a los bancos abrir y ampliar las operaciones de sus sucursales en el extranjero. Con ello, alrededor de la mitad de las operaciones en moneda extranjera del sector bancario fue manejada por las sucursales en el exterior y, por lo tanto, sus transacciones no se vieron reflejadas en los indicadores monetarios nacionales (cuadro 1). Más aún: la administración del riesgo de liquidez en moneda extranjera a nivel de cada banco no fue lo suficientemente adecuada para anticipar la crisis de liquidez monetaria.

CUADRO 1
Corea: pasivos de corto plazo en moneda extranjera
del sector financiero, 1992-1997
 (miles de millones de dólares)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Deuda externa de corto plazo	11.3	11.4	19.4	29.7	39.2	27.4
Pasivos de corto plazo de sucursales extranjeras	18.5	21.1	28.0	33.4	39.0	20.3
Total	29.8	32.5	47.4	63.1	78.2	47.7
Reservas internacionales	17.1	20.2	25.6	32.7	33.2	20.4

Fuente: Banco de Corea.

Una gran parte de los excesivos pasivos externos de corto plazo puede ser explicada por la asimetría de las regulaciones de éstos con respecto a los préstamos de largo plazo. El gobierno aumentó los incentivos para el

endeudamiento a corto plazo al considerarlos como financiamiento relacionado al comercio, el cual no era regulado estrictamente por la Ley de Administración de Moneda Extranjera; por el contrario, para los préstamos de largo plazo se hizo obligatoria la entrega de información detallada y la obtención de una autorización de las autoridades reguladoras. Así, los bancos y las empresas financiaban operaciones a largo plazo con préstamos a corto plazo, generando una importante discrepancia en la estructura de los vencimientos, conocido como *descalce de madurez* (Kim *et al.*, 2001).

El descalce de madurez fue más grave en el caso de los bancos mercantiles (*merchant banks*).³ Por ejemplo, su razón de liquidez en moneda extranjera fue sólo entre tres y seis por ciento durante el período previo a la crisis financiera. Treinta bancos mercantiles se vieron seriamente comprometidos en operaciones *offshore*, pidiendo desde Hong Kong préstamos baratos de corto plazo de origen japonés para financiar principalmente proyectos de inversión a largo plazo. Con 80% de la deuda concentrada en el corto plazo e invertida en 70% en activos de largo plazo, el descalce de madurez se hizo patente al desplomarse la credibilidad de Corea. Presionados para conseguir moneda extranjera con qué reembolsar sus deudas, los bancos mercantiles terminaron finalmente comprándola en el mercado *spot* con préstamos a la vista denominados en won obtenidos en los bancos comerciales. Además, los bancos mercantiles no eran supervisados apropiadamente. Ni tenían sistemas de contabilidad similares, ni normas para clasificar la cartera vencida, y la supervisión prudencial era superficial. Esta laxa supervisión permitió a los bancos disfrutar de una gran libertad sin ningún tipo de disciplina. Cuando Corea se embarcó en el programa de ajuste estructural del FMI, los

³ La mayoría de los bancos mercantiles comenzó como bancos de inversión después de un decreto de 1972, que brindó canales legítimos para utilizar los fondos del mercado negro. Ellos fueron diseñados siguiendo el modelo de los bancos mercantiles británicos, pero se les permitió también involucrarse en el financiamiento de la inversión de equipos a mediano y largo plazo. Después, en 1994 y 1996, los 24 bancos de inversión pudieron convertirse en bancos mercantiles, uniéndose a los seis ya existentes. Varios de éstos, propiedad de los *chaebols*, sirvieron como un importante vehículo para aumentar los fondos exigidos por las voluminosas inversiones de los *chaebols*, sin valorar adecuadamente los préstamos de sus sociedades controladoras.

bancos mercantiles fueron los primeros en ser reestructurados, debido a que su voluminosa deuda externa de corto plazo y sus inversiones poco prudentes eran inconsistentes con las prácticas tradicionales del mercado financiero internacional.⁴

Desempeño macroeconómico global y sectorial

El impacto de la crisis financiera en la economía real se hizo visible ya en el primer trimestre de 1998, cuando el PIB se redujo 4.6% en base anual. Durante ese año, el deterioro de las condiciones macroeconómicas excedió por mucho los pronósticos de las autoridades coreanas y del FMI. Por ejemplo, el segundo acuerdo con el FMI predijo que el PIB caería 1%; finalmente, éste decreció 6.7 por ciento.

En 1998, el consumo privado, la inversión y las importaciones cayeron dramáticamente; (cuadro 2). Los sectores no transables, como la construcción, se vieron más afectados que el sector manufacturero, que está más orientado al comercio exterior. Dada la caída de la producción, el desempleo rápidamente se elevó desde 2.1% en octubre de 1997 a 8.7% en febrero de 1999. El salario real en el sector manufacturero declinó 11% en 1998.

Después de una aguda recesión, la economía coreana comenzó a repuntar en el primer trimestre de 1999. Durante este año, el PIB registró un crecimiento de 10.9 por ciento. Debido al fortalecimiento de la economía, la tasa de desempleo descendió desde 8.7% en febrero de 1999 a 4.4% en noviembre de 1999, mientras que la inflación seguía siendo baja, a pesar de una fuerte depreciación.

La fuerte contracción y la rápida recuperación de la tasa de crecimiento de Corea son coherentes con los patrones de ajuste en forma de V observados en los análisis inter países. Sin embargo, tanto la caída de 6.7% experimentada durante 1998, como la recuperación de 10.9% en 1999 fueron mucho mayores que lo pronosticado sobre la base de evidencia internacional.

⁴ El gobierno coreano suspendió en diciembre de 1997 las operaciones de los 14 bancos mercantiles con mayores problemas.

También Malasia experimentó un enorme salto en el crecimiento de su PIB, con una recuperación de 6.1% en 1999, luego de una caída de 7.4% en 1998.

Una pregunta fundamental es si la caída de la producción después de la crisis asiática fue una desviación temporal a la baja desde el nivel de la tendencia, eventualmente revertida con un retorno a la trayectoria de tendencia del PIB, o alternativamente, si la producción tendió a situarse de manera permanente en un nivel menor. Cerra y Saxena (2003) consideran que la fase de recuperación está caracterizada, predominantemente, por un retorno a la tasa de crecimiento normal. Por tanto, el nivel de la producción resulta ser permanentemente más bajo que su tendencia inicial. Una pérdida permanente es asociada con un cambio descendente del producto potencial.

Dos factores estructurales importantes que contribuyeron al rápido ajuste en Corea fueron su grado de apertura y la flexibilidad de su mercado laboral (Park, 2001). Con una estructura productiva orientada hacia la exportación, Corea pudo beneficiarse de la depreciación sustancial del tipo de cambio y de la baja de los salarios reales. Así, el sector manufacturero registró una caída de 7.4% en 1998, pero rápidamente se recuperó creciendo 21% en 1999.

Tipo de cambio

La repentina decisión de Tailandia de dejar flotar el baht, en julio de 1997, sometió a todas las monedas de la región a presiones devaluatorias extremadamente fuertes. Sin embargo, el won coreano se mantuvo relativamente estable hasta que comenzó a depreciarse en octubre de 1997. Se realizaron inútiles intentos de proteger el tipo de cambio: el gobierno coreano aumentó la banda cambiaria del won desde 2.25 a 10% en noviembre, pero finalmente la abolió, dejando que el won flotase en diciembre. Con un régimen de flotación libre, el súbito colapso de la confianza de los inversionistas y el consiguiente éxodo de capitales dispararon al tipo de cambio nominal durante la crisis.

CUADRO 2
Corea: indicadores económicos relevantes, 1996-2002

Indicadores/año	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Crecimiento del PIB (%)	6.8	5.0	-6.7	10.9	9.3	3.0	6.3
Crecimiento de la demanda final (%)							
Consumo	7.2	3.2	-10.1	9.4	6.7	3.7	6.2
Privado	7.1	3.5	-11.7	11.0	7.9	4.7	6.8
Gobierno	8.2	1.5	-0.4	1.3	0.1	1.3	2.9
Formación bruta de capital fijo	7.3	-2.2	-21.2	3.7	11.4	-1.8	4.8
Crecimiento por sector (%)							
Agricultura, silvicultura y pesca	3.3	4.6	-6.6	5.4	2.0	1.9	-4.1
Industria	7.0	5.8	-6.1	11.0	9.8	3.8	6.7
Minería y extracción	-0.1	-0.9	-24.0	5.3	2.5	0.5	3.9
Manufactura	6.8	6.6	-7.4	21.0	15.9	2.1	6.3
Construcción	6.9	1.4	-8.6	-9.1	-3.1	5.6	3.2
Servicios	7.5	6.5	-4.7	10.0	8.7	5.0	8.6
Tasa de desempleo	2.0	2.6	6.8	6.3	4.1	3.7	3.1
Tasa de inflación (%)							
Precios al consumidor	4.9	4.4	7.5	0.8	2.3	4.1	2.8
Precios del productor	3.2	3.9	12.2	-2.1	2.0	1.9	1.6
Desempeño fiscal (gobierno central) ^a							
Gasto del gobierno como % del PIB	10.2	10.1	11.0	10.4	10.1	10.4	10.6
Balance presupuestario (gobierno central) como % del PIB	0.3	-1.5	-4.2	-2.7	1.3	1.3	4.1
Deuda pública total como % del PIB	8.8	11.1	16.1	18.6	19.5	20.8	-

Dinero y crédito (final del período)	16.7	13.9	12.5	8.0	7.1	11.6	13.6
Crecimiento M3 (%)	11.2	11.8	15.2	9.4	8.6	7.7	6.7
Promedio de la tasa de préstamo bancaria	12.4	13.2	15.0	5.0	5.2	4.7	4.2
Tasa <i>overnight</i>	4.1	6.0	7.4	8.3	6.6	2.9	2.3
Cartera vencida como % préstamos totales ^b	833.4	654.5	406.1	806.8	734.2	572.8	757.0
Indice Kospi							

Transacciones externas

Exportaciones (US\$, FOB miles de millones)	130.0	138.6	132.1	145.2	175.9	151.3	162.6
Importaciones (US\$, FOB miles de millones)	144.9	141.8	90.5	116.8	159.1	137.8	148.4
Saldo de cuenta corriente (US\$, miles de millones)	-23.0	-8.2	40.4	24.5	12.2	8.2	6.1
Saldo de cuenta corriente (como % del PIB)	-4.4	-1.7	12.7	6.0	2.7	1.9	1.3
Inversión directa (US\$, miles de millones)	-2.3	-1.6	0.7	5.1	4.3	1.1	-0.7
Inversión de cartera (US\$, miles de millones)	15.1	14.4	-1.2	9.2	12.2	6.7	-0.1
Otras inversiones (US\$, miles de millones)	11.1	-21.9	-7.2	-1.1	-3.6	-4.6	2.7
Reservas internacionales (US\$, miles de millones)	34.0	20.4	52.0	74.0	96.1	102.8	121.3
Deuda externa total como % del PIB	31.4	33.4	46.8	33.8	28.5	27.5	27.5
Deuda externa de corto plazo (% de la deuda total)	57.1	39.9	20.6	28.6	36.4	33.3	38.0
Deuda externa de corto plazo (% de las reservas internacionales)	274.2	312.5	59.1	53.0	42.7	48.5	41.0

Notas:

a/ Fines del período.

b/ Cartera vencida de la banca comercial.

Fuente: Banco de Corea, Boletín Mensual; Ministerio de Hacienda y Economía, Boletín de Estadísticas Financieras, Comisión de Supervisión Financiera; FMI, Estadísticas financieras internacionales.

Los enormes paquetes de ayuda del FMI contribuyeron de algún modo a restaurar la confianza de los inversionistas extranjeros. Los fondos ayudaron a reducir las restricciones de liquidez de corto plazo de la economía y brindaron recursos financieros para detener la depreciación cambiaria. El gobierno coreano esperaba que su acuerdo con el FMI, alcanzado el tres de diciembre de 1997, detuviera la salida de capitales extranjeros. Sin embargo, los bancos extranjeros retiraron rápidamente sus créditos de corto plazo, empeorando la posición de las reservas internacionales coreanas (véase cuadro 2). En respuesta a este desarrollo desfavorable, el gobierno coreano solicitó a los países con mayor capacidad crediticia –incluyendo a Estados Unidos y Japón– que utilizaran su persuasión moral para influir sobre sus prestamistas, tratando de que se abstuvieran de recuperar sus créditos de corto plazo y cooperasen en alcanzar acuerdos que prorrogaran los vencimientos de los créditos externos de corto plazo. Sólo cuando los acreedores externos estuvieron seguros de que se les devolvería su dinero con los respectivos intereses, los acuerdos de reprogramación de la deuda fueron firmados y cerrados en marzo de 1998.⁵ Posteriormente, se restablecieron algunas facilidades para acceder al crédito externo –incluyendo el comercial–, lo que permitió que el tipo de cambio se estabilizara alrededor de 1.300-1.400 won/US\$.

Mercado de valores

Después de alcanzar sus niveles más altos (1.138 puntos) el ocho de noviembre de 1994, el Índice de Precios Accionario de Corea (Kospi) había comenzado a bajar ya antes del estallido de la crisis. Este fue uno de los primeros signos de problema. Durante 1996, el Kospi (en moneda nacional) cayó más de 20%. Muchos de los más grandes *chaebols* registraron pérdidas en 1996 y seis de los 30 principales conglomerados quebraron en 1997. Esta agravó la situación y dañó la confianza de los inversionistas en el mercado accionario. Como resultado, el Kospi cayó a 376 puntos hacia fines de diciembre de 1997.

⁵ El gobierno coreano pudo emitir US\$ 4 mil millones en bonos en los mercados internacionales de capitales inmediatamente después del acuerdo de reprogramación de la deuda.

Habiendo tocado fondo, el índice se recuperó rápidamente a comienzos de 1998, con la ayuda de las compras efectuadas por inversionistas extranjeros. Sin embargo, después de haber logrado un *peak* de 574 puntos en marzo, el Kospi comenzó nuevamente a bajar. Siguiendo al repentino debilitamiento del yen japonés, el Índice marcó menos de 300 puntos en junio. Otra vez, los inversionistas extranjeros abandonaron el mercado coreano y se produjeron más quiebras mientras que se ejecutaban las reestructuraciones corporativa y financiera. La bolsa permaneció estancada hasta fines de septiembre, mientras que el tipo de cambio won/dólar se estabilizaba significativamente. En el período de pos-crisis, que comenzó en octubre de 1998, la inversión extranjera de cartera estimuló los precios de las acciones. Éstos, sin embargo, volvieron a caer a mediados del 2000 y en el 2001, perdiendo más de 50% de su valor. En cuanto al tipo de cambio, la apreciación cambiaria fue limitada por la evidente intervención del Banco de Corea.⁶

Balance en cuenta corriente

El déficit de la cuenta corriente promedió 2.5-3% del PIB a mediados de los años noventa. En términos reales, el tipo de cambio se mantuvo equilibrado desde 1994, aunque estuvo levemente sobrevaluado en vísperas de la crisis cambiaria de 1997.⁷

Una característica destacable del rendimiento de la economía coreana de pos-crisis ha sido la enorme reversión en el balance de la cuenta corriente.

⁶ El gobierno coreano adoptó medidas drásticas para liberalizar los mercados de capitales y también un régimen cambiario flexible desde el comienzo de la crisis. Por tanto, sería natural conjeturar que si el gobierno coreano verdaderamente tuvo una política de no intervención cambiaria, debieron existir algunas interacciones entre el *stock* de precios y el tipo de cambio. Sin embargo, Park *et al.* (2001) encuentran resultados empíricos que no apoyan tales suposiciones durante el período de pos-crisis. Esta evidencia sugiere que el gobierno coreano intervino intensamente en el mercado cambiario contra los volátiles flujos de inversión extranjera de cartera, un hecho apoyado fuertemente por la gran acumulación de reservas por parte del Banco de Corea.

⁷ Nuestro cálculo basado en el índice de precios al consumidor, ponderado según el comercio, muestra que el tipo de cambio real efectivo se apreció en alrededor de 5% entre enero de 1993 y julio de 1997.

Esta mejoró al cabo de un año desde un déficit a un excedente, cambiando desde -4.4% del PIB en 1996 (US\$ 23 000 millones) a 12.7% en 1998 (US\$ 40 000 millones). El saldo de cuenta corriente fue el único componente que hizo una contribución positiva al PIB en 1998. Las importaciones de bienes y servicios fueron drásticamente recortadas debido a la aguda depreciación del won coreano y a la notable contracción de la producción y del consumo.⁸

La demanda externa, particularmente en Asia, permaneció débil en 1998 y dificultó la respuesta de las exportaciones coreanas a la depreciación real. Reflejando la disparidad de condiciones económicas entre regiones, el valor de las exportaciones a China, Japón y el Sudeste Asiático cayó 17% durante 1998, mientras que las orientadas a Estados Unidos y la Unión Europea aumentaron 6.5%. El fortalecimiento de la economía estadounidense fue una importante fuente de crecimiento para las exportaciones coreanas en 1998, particularmente para los productos industriales (livianos y pesados). Una gran parte de la disminución en la exportación de productos industriales a Japón (en su mayoría aparatos electrónicos y metálicos) fue redirigida a Estados Unidos y, en menor proporción a la Unión Europea.

Flujos de capital

El ajuste de la cuenta de capitales fue también muy drástico. Después del comienzo de la crisis, ésta cambió desde un superávit a un déficit debido a la enorme salida de inversión de cartera y a una restricción en los préstamos bancarios de corto plazo. La cuenta de capital exhibió un déficit superior a los US\$ 64.000 millones en 1998.

Comenzando el primer trimestre de 1999, la cuenta de capitales registró un superávit ocasionado por el gran flujo de inversión de cartera y de inversión extranjera directa (IED), una baja de las inversiones en el extranjero

⁸ Para satisfacer la urgente necesidad de moneda extranjera, se inició en 1998 una campaña nacional para exportar productos de segunda mano y joyería de oro reciclada. Las instituciones financieras recolectaron productos de oro, los refinaron y exportaron, y luego vendieron las divisas al Banco de Corea. La idea fue bien recibida en todo el país, y se estima que contribuyó con alrededor de US\$ 4.200 millones a las exportaciones totales de 1998.

por parte de las empresas coreanas y un leve repunte del financiamiento comercial de corto plazo relacionado con la recuperación económica. En particular, la IED se recuperó notablemente, mientras que las compañías comenzaban a confiar de gran manera en el capital extranjero para financiar los esfuerzos de reestructuración corporativa. En efecto, a pesar de que en el período de pre-crisis, incluyendo 1997, la IED neta era deficitaria, ella tuvo un impresionante repunte que favoreció la cuenta de capitales. Esto se debió al aumento de fusiones y de adquisiciones de empresas coreanas por parte de empresas extranjeras –apoyadas por políticas de gobierno que ayudaron a vender las debilitadas empresas nacionales a extranjeros.⁹

En cuanto a la inversión de cartera, el flujo de activos privados se recuperó notoriamente durante el primer semestre de 1999, luego que las agencias internacionales de evaluación de riesgos elevaran la calificación coreana a *nivel de inversión*. A mediados de 1999 y después de un período extremadamente volátil, el riesgo país también disminuyó a niveles cercanos al período de pre-crisis. Dado este escenario, las empresas coreanas pudieron incrementar su acceso a los mercados financieros internacionales emitiendo certificados de depósitos globales (GDR).

Reservas internacionales y deuda externa

Después de haber caído a un mínimo de US\$ 3.900 millones el 18 de diciembre de 1997, las reservas internacionales aumentaron constantemente, alcanzando a los US\$ 52 mil millones a fines de 1998. Esta tendencia continuó en 1999-2000: las reservas internacionales alcanzaron los US\$ 96 mil millones a fines del 2000. Durante la primera parte del período de resolución de la crisis, las reservas se recuperaron gracias a desembolsos del Banco Asiático del Desarrollo (BAD), del FMI y del Banco Mundial, los exitosos acuerdos para extender los vencimientos (logrados en marzo de

⁹ Para inducir la IED, a partir del 15 de marzo de 1998 se eliminaron todas las restricciones institucionales para la realización de fusiones y adquisiciones de empresas nacionales por parte de inversionistas extranjeros.

1998) y también la emisión de bonos globales por un valor de US\$ 4.000 millones. Aun así, el mayor incremento de reservas correspondió al superávit de la cuenta corriente, captado mediante las intervenciones esterilizadoras del Banco de Corea.

Por consiguiente, la posición de la deuda externa coreana mejoró significativamente. La razón entre la deuda de corto plazo y las reservas internacionales disminuyó desde 313% en 1997 a 53% en 1999, implicando con ello que la deuda a corto plazo podría ser cubierta con reservas internacionales. Los pasivos externos totales disminuyeron en US\$ 13 mil millones en 1999, con relación al año anterior, mientras que los activos externos totales aumentaron en US\$ 22 mil millones. Con esta mejoría Corea evolucionó desde su condición de deudor neto en 1998 a la de un acreedor neto en 1999. En términos de vencimientos de la deuda, la razón entre la deuda de corto plazo y la deuda total cayó por debajo de 0.3 en 1999. Con el aumento de sus reservas y activos externos, Corea aceleró sus pagos al FMI y liquidó sus préstamos anticipadamente.

Mercado financiero

Antes de la crisis, había cierta preocupación por la sostenida expansión de las colocaciones nacionales con tasas de dos dígitos en el sector privado. El crédito interno aumentó desde un equivalente de 57% del PIB en 1994 hasta casi 70% en 1997. Es posible que la oferta de créditos haya continuado creciendo mientras la rentabilidad del sector real disminuía por los ajustes rezagados de las empresas no viables.

En el período de pre-crisis, había un acceso más fácil a los créditos bancarios para las empresas relacionadas con los *chaebols*, mientras que los créditos para las empresas no asociadas a ellos dependían de criterios de mercado (Borenstein y Lee, 2000). Los *chaebols* relativamente pequeños (aquellos clasificados entre los números 11 y 30) tuvieron un mal desempeño incluso durante el *boom* de 1994-1996. Cuando se produjo el deterioro de los términos de intercambio en 1996, la situación del sector corporativo fuertemente endeudado se agravó, y el número de deudas impagadas aumentó de manera significativa

incluso mucho antes de la crisis. A medida que los grandes *chaebols* iban a la bancarrota, el sector financiero comenzó a enfrentar una pesada carga.

Siguiendo la baja del mercado accionario de Hong Kong en octubre de 1997 y el aumento del riesgo soberano de Corea, los mercados financieros de este país experimentaron una creciente presión. Tal como en la crisis de otras naciones asiáticas, con muy pocas reservas, la única opción era aumentar las tasas de interés para así restaurar la confianza del mercado y estabilizar el mercado cambiario. En diciembre, el Banco de Corea elevó fuertemente las tasas de interés de corto plazo —que habían fluctuado en torno a 12% antes de la crisis— las cuales se empinaron sobre 30% para procurar una rápida estabilización del tipo de cambio. Sin embargo, hubo varios efectos inesperados que acompañaron a la política de altas tasas de interés, junto con el proceso de reestructuración del sector financiero.

La contracción de los préstamos bancarios fue muy severa, ya que se combinaron las restrictivas condiciones monetarias y los cambios estructurales del sector financiero. Borensztein y Lee (2000) explican varios factores que afectaron al patrón del modelo de asignación del crédito después de que estalló la crisis. Primero, las instituciones financieras se hicieron más reacias a conceder préstamos a las empresas debido a las nuevas regulaciones del sector financiero (estándares financieros aumentados) y un alto riesgo crediticio. En particular, algunos bancos no lograron las razones de capital adecuadas y no pudieron elevar el capital requerido para tiempos de dificultades financieras. Por tanto, comenzaron a restringir fuertemente los créditos a las empresas. Segundo, los altos niveles de las tasas de interés debilitaron los balances de los prestamistas estatales. Las empresas con mayor *leverage* fueron especialmente más vulnerables a los mayores intereses. El nivel de los créditos morosos se elevó desde 13% del PIB en diciembre de 1997 a 22% en junio de 1998.¹⁰

¹⁰ En julio de 1998 se revisaron las normas de clasificación de préstamos y de los requisitos de provisión, los cuales consideraron morosos a aquéllos en mora por tres meses o más, y como préstamos *de precaución* los en mora entre uno y tres meses. Además, en 1999 fueron implementados estándares de clasificación de la calidad de los activos, adoptando un criterio más amplio (FLC) que incluye el desempeño futuro esperado. Antes de julio de 1998, los créditos morosos incluían las operaciones con atrasos de seis meses o más.

Tercero, el balance fiscal empeoró desde un pequeño superávit en 1997 a un déficit superior a 4% del PIB. Consecuentemente, el tradicional efecto de desplazamiento o *crowding-out* redujo los créditos disponibles para el sector privado, mientras que el gobierno debió intervenir en gran medida en los mercados financieros nacionales. Cuarto, debido a que las líneas de crédito extranjero se secaron, los bancos tuvieron que pagar sus deudas externas de corto plazo restringiendo sus créditos nacionales.

Una vez que se logró estabilizar el mercado cambiario, a principios de 1998, la posición de la política monetaria fue cuidadosamente relajada. Debido a que las medianas y pequeñas empresas (PYMES) fueron más afectadas por la restricción crediticia, comparadas con las grandes empresas, el gobierno coreano tomó una serie de medidas para aliviar sus obligaciones financieras.¹¹

Malasia

Causas de la crisis

A mediados de 1997, al igual que otras economías afectadas, Malasia no esperaba encontrarse con una crisis tan severa, a pesar de considerarse que su economía estaba “recalentada” debido al alto crecimiento registrado durante los años noventa. En junio de 1997, Michael Camdessus, entonces Director Gerente del FMI, destacaba la solidez de esta economía asiática: “Malasia es un buen ejemplo de país en donde las autoridades están conscientes de los desafíos de manejar las presiones asociadas a un alto crecimiento y de mantener un sistema financiero sólido, en un entorno de abundantes flujos de capitales y un mercado de valores en auge”.

¹¹ Son consideradas PYMES las empresas que emplean a menos de 300 trabajadores en el sector manufacturero y a menos de 20 trabajadores en servicios. Para aliviar las dificultades financieras de las PYMES, el Banco de Corea aumentó el techo de los préstamos (en febrero de 1998). Además, revisó las cláusulas de vencimiento a 90 días de las facturas comerciales que califican para descuento (en mayo de 1998). Adicionalmente, el gobierno amplió el plazo de vencimiento de préstamos concedidos a las PYMES.

Las entradas de capitales de corto plazo (mayormente inversión de cartera) comenzó a ser significativa en 1993, totalizando US\$ 9.500 millones (14% del PIB) y excediendo el ingreso de IED (US\$ 5.100 millones). Ese flujo se orientó principalmente al mercado de valores, lo que dio como resultado una considerable alza de la Bolsa de Kuala Lumpur. También sirvió para compensar el déficit de cuenta corriente: en su *peak* de 1995, éste alcanzó a 10.4% del PIB. Hacia 1997, el déficit de cuenta corriente permanecía en un todavía significativo 5.4% del PIB, aun cuando ello no presionó directamente a la baja al tipo de cambio. Una cuenta de servicios crecientemente elevada y el aumento en la importación de bienes de capital fueron las razones del persistente déficit. El gran flujo de inversión de cartera había creado una ventana de vulnerabilidad para la economía de Malasia, en el caso de una rápida e inesperada salida de capitales. El stock de inversión de cartera había aumentado desde US\$ 4.600 millones en 1990 a US\$ 36.000 millones en 1997, lo cual implicaba que un cuantioso y descontrolado retiro dañaría seriamente a la economía y al valor del ringgit.

Otro punto de vulnerabilidad en Malasia fue la aparente estabilidad cambiaria del ringgit. El gran peso del dólar estadounidense dentro de la canasta de monedas (estimado en alrededor de 70%) había creado indirectamente un régimen de tipo de cambio fijo, *de facto*. Incluso con el gran flujo de capital registrado en la segunda mitad de los años noventa, el ringgit se comercializó dentro de una banda muy estrecha, de alrededor de RM2/US\$ 1. Esta estabilidad cambiaria generó la impresión de que no había ningún riesgo asociado con los flujos de fondos; como resultado, se atrajeron voluminosos capitales de corto plazo sin el temor de posibles reverisiones en el tipo de cambio.

Con reservas internacionales suficientes para cumplir con la demanda de moneda extranjera, hubo poca preocupación de que Malasia confrontaría una crisis económica cuando el baht fue dejado en flotación en julio de 1997.¹²

¹² Debido a las medidas prudentiales aplicadas por el Banco Central de Malasia, no hubo un ingreso masivo de créditos externos de corto plazo. Se exige a las empresas malayas mantener una cobertura *natural* de moneda extranjera antes de permitírseles endeudarse en el exterior. Por cobertura *natural* se entiende aquellas que generen ingresos de moneda extranjera para servir los préstamos.

Ese año, las reservas internacionales de Malasia de US\$ 28 mil millones eran suficientes para cubrir la deuda de corto plazo de US\$ 14 mil millones (cuadro 3). Sin embargo, desde otra perspectiva, este nivel de reservas era insuficiente para cumplir con las demandas de capital líquido, compuesto por una combinación de deuda extranjera de corto plazo y capital de cartera. Así, la pérdida de la confianza del mercado en las economías regionales que resultó de la flotación del baht (en especial respecto de la suficiencia de las reservas internacionales) desencadenó una fuga masiva de capitales desde la bolsa de valores malaya. La salida de capital privado de corto plazo alcanzó US\$ 4 mil millones en 1997 y fue aún mayor en 1998, llegando a los US\$ 5.300 millones.

CUADRO 3

*Malasia: volumen a fines de cada año de capital volátil
y de reservas internacionales, 1990-1997*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 ^c
Capital móvil, US\$ miles millones	6.3	6.5	12.4	23.9	27.7	31.9	38.9	50.1
Composición del capital móvil (%)	100	100	100	100	100	100	100	100
Deuda a corto plazo ^b (%)	26	40	41	28	20	20	26	28
Sector bancario (%)	26	40	41	28	14	14	18	22
Privados no bancarios (%)	0	0	0	0	6	6	8	6
Inversión de cartera (%)	74	60	59	72	80	80	74	72
Reservas internacionales, US\$ miles de millones	10	11	19	30	26	26	28	28
Razón reserva/capital móvil (%)	158	171	149	124	94	80	72	56

Notas:

a/ Deuda de corto plazo más inversión de cartera.

b/ Deuda con atraso de un año o menos.

c/ Primer semestre del año.

Fuente: Athukorala (2001).

Estas salidas de capitales causaron una violenta depreciación del ringgit. Igualmente graves fueron los efectos de la depreciación sobre el sector bancario. Éste se había mantenido relativamente fuerte comparado con los sectores bancarios de otros países de la región: a mediados de los noventa, el promedio de la razón de suficiencia de capital para los bancos en Malasia se mantuvo sobre 10% (Athukorala, 2001) y el nivel de créditos morosos fue

de 3.7% en 1996. A pesar de esta posición de solidez, el rápido crecimiento del crédito creó áreas de debilidad debido a la concentración de préstamos en determinados sectores de no transables, en particular, el inmobiliario y la compra de acciones. Este incremento del crédito tuvo un significativo vínculo con el *boom* del mercado de valores mobiliarios pues estos últimos se utilizaron como garantía para los préstamos. Por lo tanto, cuando cayó el precio de las acciones producto del colapso del mercado de valores, muchos de esos préstamos se volvieron morosos. Al percibirse un debilitamiento de posición financiera de las empresas, muchos bancos comenzaron a restringir sus préstamos o a exigir más garantías. Como resultado, las firmas enfrentaron una disminución del volumen y un aumento en el costo del crédito, lo cual desembocó en una recesión.

Desempeño macroeconómico global y sectorial

Aunque la crisis asiática comenzó a mediados de 1997, su impacto en la economía de Malasia se sintió sólo a fines de ese año. El PIB creció a una tasa de 7.3% en 1997, pero la contracción económica fue muy profunda, con un crecimiento de -7.4% en 1998 (cuadro 4). Esta severa contracción se debió a la combinación de muchos factores: la fuerza deflacionaria de la crisis económica regional, la fuga masiva de capitales, la reducción del gasto del sector público y una política monetaria contractiva.

Esta contracción económica fue liderada por un severo colapso en la inversión privada (-57.8%) y del consumo (-10.8%). El sector público también experimentó una reducción en su gasto, pero en menor grado: con caídas de 10 y 7.8%, en la inversión pública y el consumo público, respectivamente. La caída en la inversión del sector privado fue causada por la falta de liquidez del sistema bancario debido a la introducción de una política monetaria contractiva a fines de 1997. Antes de la crisis, los créditos crecieron a un promedio de 28% anual entre 1994 y 1996, y el Banco Negara Malasia (el Banco Central de Malasia) introdujo un plan de crédito para frenar la expansión excesiva de las colocaciones, especialmente en sectores no productivos, tales como el inmobiliario, y los préstamos para la compra

CUADRO 4
Malasia: indicadores económicos relevantes, 1996-2002

Indicadores/año	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Crecimiento del PIB (%) ¹							
Crecimiento de la demanda final por categorías (%) ¹							
Consumo (59.3)	4.9	4.9	-10.3	6.7	10.5	5.8	8.8
Privado (45.6)	6.9	4.3	-10.8	3.1	12.5	2.8	4.2
Público (13.7)	0.7	7.6	-7.8	16.3	3.0	17.6	13.8
Inversión fija nacional bruta (46.8)	9.7	8.4	-44.9	-5.9	25.7	-2.8	0.3
Privado (34.2)	13.3	8.4	-57.8	-18.5	32.1	-20.6	-6.1
Público (12.6)	1.1	8.6	-10.0	11.7	19.9	15.5	4.6
Crecimiento por sector (%) ¹							
Agricultura, sector forestal y pesca (9.8)	4.5	0.7	-2.8	0.5	2.0	1.8	0.3
Industria (41.5)	11.0	10.5	-6.5	5.4	14.2	-4.2	4.0
Minería (7.7)	2.9	1.9	-0.4	6.9	1.9	1.6	4.5
Manufactura (29.1)	18.2	10.1	-13.4	11.7	19.1	-6.2	4.1
Construcción (4.4)	16.2	10.6	-24.0	-4.4	1.0	2.3	2.3
Servicios (48.7)	8.9	9.9	-0.4	4.5	5.7	5.7	4.5
Crecimiento de la producción manufacturera ^{1,2}							
Orientada a la exportación (peso: 0.72)	12.2	12.4	-10.2	12.9	25.0	-6.6	4.5
Orientada al mercado nacional (peso: 0.28)	11.0	13.2	-5.1	13.5	25.8	-10.4	5.1
Importación de bienes de capital (crecimiento del valor)	15.6	10.4	-23.5	11.1	22.1	5.9	3.5
MIER, Índice de uso de la capacidad manufacturera	-6.5	17.1	-17.4	-9.9	38.6	-0.9	10.6
Tasa de desempleo	81.2	83.2	59.5	80.7	84.2	78.8	83.5
Tasa de inflación (%)							
Precios al consumidor	3.5	2.7	5.3	2.8	1.6	1.4	1.8
Precios al productor	2.3	2.7	10.7	-3.5	3.1	-5.0	4.4
Bienes nacionales	2.8	2.5	11.2	-3.9	3.6	-6.1	5.7
Bienes importados	0.1	2.8	9.2	-0.6	1.1	-6.3	-0.7

Desempeño fiscal (gobierno central)						
Gastos del gobierno como % del PIB	23.0	23.3	19.9	19.6	24.7	29.6
Gasto bruto como % del gasto total	25.1	24.0	31.9	38.5	33.1	35.6
Excedente presupuestario (gobierno central) como % del PIB	0.7	2.4	-1.8	-3.2	-5.8	-5.5
Deuda pública total como % del PIB	35.3	31.9	36.2	35.9	36.7	43.6
Deuda externa como % de la deuda pública total (%)	11.7	14.4	14.5	16.6	15.0	16.7
Dinero y crédito (fines de cada período)						
Crecimiento M3 (%)	21.2	18.5	2.8	8.2	5.0	2.9
Promedio de tasas de préstamos bancarios (%)	10.1	10.6	12.3	8.5	7.5	6.7
Prestamos pendientes bancarios (ingexit, miles de millones)	325	586	482	672	454	471
Extensión de préstamos bancarios (crecimiento %)	26.7	26.5	1.3	0.6	15.3	3.6
Manufacatura	14.8	18.5	2.0	1.3	3.5	0.2
Inmobiliario	26.8	34.0	6.9	-6.6	6.0	7.7
Prestamos morosos como % de préstamos totales ³	3.7	4.1	13.6	11.0	9.7	11.5
Clasificación de 3 meses	n.d.	n.d.	8.1	6.4	6.3	8.1
Clasificación de 6 meses						
Rendimiento del mercado de acciones						
Índice compuesto KISE	1238	594	586	812	680	696
Capitalización de mercado	807	376	375	553	444	465
Transacciones externas						
Exportaciones (% de crecimiento)	6.0	0.3	-6.9	15.7	17.0	-10.6
Importaciones (% de crecimiento)	1.0	0.2	-25.9	12.5	26.2	-10.3
Saldo de cuenta corriente como % del PIB	-4.8	-5.3	13.0	15.9	9.3	8.3
Reservas internacionales (US\$, miles de millones)	27.0	20.8	25.6	30.9	29.9	30.8
Deuda externa total como % PIB	38.7	43.9	42.6	42.1	46.1	50.7
Deuda extranjera a corto plazo como % deuda total	25.7	25.2	19.9	14.3	11.1	13.7
Deuda extranjera a corto plazo como % reservas extranjeras	36.9	53.7	33.2	19.1	17.7	19.9
Razón del servicio de la deuda externa	6.6	5.5	6.7	5.9	5.3	5.9
						6.2

Notas:
 1/ Activos sectoriales del gasto y del PIB de 1996 figuran entre paréntesis. 2/ Basado en el índice de producción manufacturera (1993 = 100). 3/ Solamente préstamos morosos de bancos comerciales. n.d.=Datos no disponibles.

Fuente: MIER, Instituto de Malasia para la Investigación Económica.

de acciones. Además de tener un objetivo de crecimiento de los créditos de 25% anual en 1997 y de 15% anual en 1998, el plan cerró el crédito para los sectores “improductivos”. Las mayores tasas de interés aumentaron los costos financieros de las compañías, causando una inmediata reducción en la actividad económica.

La economía de Malasia comenzó a recuperarse en el segundo semestre de 1999. Esta reactivación llegó antes de lo esperado, con una fuerte expansión del PIB de 6.1% en 1999 y de 8.3% en 2000. La recuperación del consumo nacional, en especial desde el sector público, contribuyó significativamente al proceso de recuperación. El consumo agregado se expandió 6.7% en 1998 y 10.5% en 1999. El consumo público lideró esta expansión con un incremento de 16.3% en 1999.

Aunque el sector público elevó su gasto en inversión en 11.7% durante 1998, la inversión total continuó disminuyendo, variando -5.9%, debido a la contracción de 18.5 por ciento sufrida por la inversión privada. En 2000, hubo una significativa mejoría de la formación de capital, que creció 25.7%, liderada por 32.1% de expansión de la inversión privada. Sin embargo, esta última se contrajo una vez más en el 2001, 20.6%, debido al adverso entorno externo. En cambio, la inversión pública mantuvo un activo papel al liderar la recuperación con un aumento de 11.7% en 1999 e incluso un incremento todavía mayor de 19.9% en el 2000. Atendiendo al estancamiento económico mundial en 2001, la inversión pública se expandió 15.5%, para evitar que la economía malaya no entrase nuevamente en recesión.

No fue una sorpresa que el sector de la construcción fuese el más perjudicado por la crisis: éste había sobre-invertido durante todo el período de gran crecimiento (1987 a 1997), lo cual generó un exceso de capacidad instalada. El PIB de este sector se redujo 24% en 1998. También el sector manufacturero registró una gran baja, de 13.4%. Por otro lado, el sector agrícola experimentó una contracción moderada (-4.5%), mientras que el sector de servicios decreció -0.4 por ciento.

El sector manufacturero fue el motor de la recuperación durante 1999 y 2000. Malasia se benefició de la recuperación de la demanda global de semiconductores, que resultó en un crecimiento de dos dígitos para el sector, de 11.7% en 1999 y de 19.1% en 2000. La construcción sólo logró un

crecimiento marginal de 1% en 2000, después de un pobre desempeño el año anterior, cuando cayó 4.4 por ciento.

Tipo de cambio

Al comienzo de la crisis, cuando las divisas regionales estaban bajo presiones devaluadoras, Malasia intentó defender su ringgit, pero consideró que esta estrategia era no sostenible y costosa. En julio, el ringgit fue dejado flotar, sufriendo una aguda depreciación durante el segundo semestre de 1997 –la cotización del ringgit cayó desde RM2.50 por dólar estadounidense a su nivel más bajo de RM4.88 en enero de 1998–. Después de mostrar algunas señales de estabilidad durante febrero y marzo de 1998, el ringgit –a diferencia de las monedas de otras economías en crisis– continuó deteriorándose con una alta volatilidad durante los meses siguientes, hasta que se estabilizó en RM3.80 por dólar en septiembre de 1998. La aguda depreciación y volatilidad del ringgit estuvieron asociadas a la gran salida de capitales y a la fuerte reacción del mercado ante la expresiva crítica de Malasia frente a la especulación contra su moneda.

Mercado de valores

El mercado accionario, no sorprendentemente, estuvo entre los sectores más dañados por la crisis. La Bolsa de Valores de Kuala Lumpur (KLSE), perdió 80% de su valor de mercado entre febrero de 1997 y setiembre de 1998, cuando se impusieron controles selectivos de capital. En tanto, la razón precio/utilidad del índice compuesto de la Bolsa de Valores de Kuala Lumpur (KLCI) cayó desde 22.6 en junio de 1997 a 11.8 doce meses después. La bolsa tuvo un fuerte repunte desde 1999, el KLCI alcanzó los 991 puntos en febrero de 2000, pero ha bajado desde entonces.

La baja de la bolsa de valores ocurrió mucho antes de la depreciación del ringgit, comenzando en febrero de 1997. El plan de control del crédito impulsado por el Banco Negara Malasia (BNM) para moderar el sobrecrecimiento de la economía y la gran expansión del crédito para el sector

inmobiliario, provocó que los inversionistas vendieran sus acciones bancarias e inmobiliarias. A fines de abril, el KLCI había descendido 10%. En agosto, el BNM impuso un límite de RM2 millones a los *swaps* de ringgit no ligados a comercio, para reducir la especulación cambiaria. Esto generó que los inversionistas liquidasen sus tenencias en la bolsa de valores para repatriar el capital. Para detener la caída libre del mercado, la KLSE hizo una maniobra sin precedente: clasificó a las 100 acciones del KLCI como designadas, lo que significó que los inversionistas debían tener sus escrituras de propiedad en la cuenta depositaria central antes de que pudieran ser comercializadas. El KLCI se redujo 10% antes de que fuese levantada la medida en septiembre de 1997.

El gobierno instituyó también otras medidas para apuntalar a la bolsa de valores; por ejemplo, permitió a las compañías recomprar sus acciones para superar el fuerte deterioro de los precios de éstas. Sin embargo, las preocupaciones sobre las inciertas pérdidas de los agentes bursátiles alimentaron especulaciones negativas que deprimieron el mercado.

La bolsa de valores malaya también se caracterizó por la existencia de un activo mercado de valores *offshore* en Singapur, conocido como el libro de orden del límite central internacional (CLOB). Este mercado bursátil fue creado cuando el gobierno de Malasia anunció sus planes de retirar a las compañías malayas de la bolsa de valores de Singapur, en 1990. Estas acciones del CLOB representaban alrededor de 3% de la capitalización total del KLSE en septiembre de 1998, y se comercializaban utilizando dólares de Singapur y operadores de Singapur.

Saldo de cuenta corriente

Durante la primera fase de la crisis, las exportaciones disminuyeron, debido a que las afligidas economías asiáticas (50% del mercado de exportación de Malasia) cortaron masivamente su demanda de importaciones. En 1998, las exportaciones de bienes disminuyeron 6.9% (en términos de dólares estadounidenses), pero los ingresos en ringgit de las exportaciones aumentaron debido a la depreciación de la moneda. Cuando se fijó el ringgit (a RM3.80 por dólar),

otras monedas regionales se apreciaron, incrementando la competitividad relativa de Malasia. Ello permitió a las exportaciones malayas sacar ventaja de la gran demanda de Estados Unidos. En términos de ringgit nominales, las exportaciones totales crecieron 30%. Los grandes ingresos en ringgit provenientes de las exportaciones contribuyeron de manera importante a elevar la liquidez interna.

La elevada balanza comercial de bienes de Malasia, de US\$ 18.000 millones en 1998, fue posible no sólo por sus enormes exportaciones, sino también por el colapso de las importaciones. Los bienes de capital e intermedios dominan la estructura importadora de Malasia, incluyendo voluminosos insumos para exportaciones. En contraste, los bienes de consumo constituyen sólo 10% de las importaciones totales. Por lo tanto, cuando las inversiones y el volumen de las exportaciones se enfriaron, la demanda de importaciones también descendió, produciendo una caída de 25.9% en las importaciones de bienes.

Debido al gran desempeño de la balanza comercial de bienes, el saldo total de bienes y servicios revirtió su tendencia deficitaria que había prevalecido desde 1990-1997 (con un promedio equivalente a 5% del PIB), pasando a un superávit de US\$ 12.300 millones en 1998. Como resultado, el histórico déficit de la cuenta corriente se trasformó en un superávit equivalente a 13% del PIB durante 1998.

La balanza comercial registró un superávit sin precedente de US\$ 19 mil millones en 1999. Este excedente provino del aumento de 15.7% de las exportaciones de bienes. A pesar de que las importaciones también repuntaron fuertemente, creciendo 12.5% en 1999, se produjo un superávit récord de la cuenta corriente, de 15.9% del PIB, y permaneció en un saludable 8 a 9% durante 2000-2002.

Flujos de capital

Las entradas de capital fueron importantes para financiar el déficit de cuenta corriente, así como para generar nuevas inversiones. Antes de 1993, los flujos de capital a Malasia tomaron predominantemente la forma de IED;

más tarde, los capitales de corto plazo –principalmente flujos de cartera– se hicieron significativos también. Los grandes ingresos de cartera registrados durante 1993 siguieron el mismo patrón regional, orientándose hacia la bolsa de valores local.

Después de la crisis asiática, se registró una reducción en los flujos de IED en Malasia, los cuales bajaron desde US\$ 9 mil millones en 1996 a un promedio de US\$ 3 mil millones en 1998-2001. La reducción del flujo de IED se debió tanto a factores internos como externos. La crisis tuvo como resultado la subutilización de capacidad productiva, lo que desanimó nuevas inversiones en la región. Además, China ha tendido a traer la mayor cantidad de IED en esta zona. A diferencia de otras economías afectadas por la crisis, Malasia fue cautelosa en promover en el exterior la compra de activos desvalorizados por la crisis a través de fusiones y adquisiciones, lo cual impidió la apertura de otros cauces para flujos más grandes de IED.

Como era esperable, la cuenta de capital de corto plazo mostró una salida neta sustancial de US\$ 5.700 millones en 1998 debido a la caída de los créditos externos a los bancos comerciales y a la liquidación de las inversiones de cartera por parte de los inversionistas extranjeros. La reducción de los pasivos externos fue la respuesta de los bancos comerciales al estancamiento de la demanda doméstica y al desmantelamiento de la cobertura del riesgo cambiario de las actividades de comercio exterior. De hecho, la salida de capital había comenzado en 1997 (US\$ 4.600 millones) y se hizo aún mayor en 1999 (US\$ 9.900 millones). De algún modo, esto reflejó la renuencia de muchos inversionistas extranjeros para permanecer en el mercado de Malasia, debido a preocupaciones sobre la re-imposición de regulaciones a los flujos de capital. Además, los inversionistas estaban inseguros respecto de la dirección de las políticas, especialmente respecto del tipo de cambio fijo.

Reservas internacionales y deuda externa

El gran desempeño del sector externo contribuyó a mejorar la posición de las reservas internacionales. En agosto de 1998, Malasia tenía reservas por

US\$ 20.000 millones, que aumentaron a US\$ 31.000 millones a fines de 1999, el equivalente a cinco meses de importaciones. Aunque Malasia continuó registrando excedentes comerciales, su nivel de reservas internacionales no cambió mucho en 2000 y 2001 debido, en parte, a los pre-pagos de la deuda externa y la salida de inversión de cartera.

La deuda externa total de Malasia aumentó desde 44% del PIB en 1997 a 51% en 2001. Este aumento se atribuye a una mayor deuda a largo plazo tanto del sector público como privado. La deuda externa del sector público se ha financiado mayormente a través de la colocación de bonos soberanos. En contraste, la proporción de la deuda externa a corto plazo en el stock de deuda total se redujo desde 25% en 1997 a 14% en 2001. Las reservas internacionales fueron más que adecuadas para cubrir la deuda externa de corto plazo: la razón deuda extranjera de corto plazo a reservas internacionales fue en promedio inferior a 20% durante el período 1999-2001.

Mercado financiero

La crisis afectó negativamente al sistema bancario. Las altas tasas de interés y el colapso del mercado de valores elevaron la cartera vencida de las instituciones financieras a un nivel muy preocupante. Dada la elevada razón de deuda interna a PIB de Malasia (152%), el aumento de la tasa de interés alteró rápidamente la calidad de la cartera bancaria, haciendo crecer el incumplimiento. Antes de la crisis de 1997, el nivel de cartera vencida en las instituciones financieras ascendía a 4%; en agosto de 1998 este porcentaje saltó a 15.8%. Los costos más altos de financiamiento y la menor liquidez desincentivaron la inversión privada. El costo de los fondos para la inversión aumentó sustancialmente cuando la tasa base se elevó desde 10.3% en junio de 1997 a 12.3% en julio de 1998: en algunos casos, la tasa de interés efectiva alcanzó a 20 por ciento.

RESPUESTAS DE POLÍTICAS PARA LA RESOLUCIÓN DE LA CRISIS

En cuanto a las políticas macroeconómicas, el rápido cambio en las políticas desde una posición contractiva a otra expansiva contribuyó a la rápida

recuperación de las economías golpeadas por la crisis. En Corea, aunque las políticas monetaria y fiscal difirieron en cuanto a la secuencia de los cambios (estímulo fiscal primero, una expansión monetaria más cautelosa), su objetivo bajo el programa FMI cambió desde la estabilización del mercado cambiario a una recuperación económica hacia abril de 1998. En Malasia, a pesar de que políticas económicas independientes pudieron haber sido adoptadas desde el comienzo de la crisis, las medidas anticíclicas se hicieron realmente efectivas desde agosto de 1998 debido a consideraciones políticas internas.

El positivo papel de las políticas macroeconómicas anticíclicas en el período de recuperación de pos-crisis hace que surja la pregunta respecto de si la rigidez inicial de las políticas fiscal y monetaria fue mantenida durante demasiado tiempo, profundizando así la crisis. En el caso de Corea, el FMI inicialmente prescribió una política monetaria rígida junto con austeridad fiscal. Pero también Malasia adoptó inicialmente un enfoque más ortodoxo sin que el FMI hubiera intervenido. También es interesante determinar si la rigidez de las políticas fiscales y monetarias (fueran éstas impulsadas por el FMI o no) fueron inevitables al comienzo de la crisis. Radelet y Sachs (1998) afirman que las medidas de austeridad fueron innecesarias, pues los países asiáticos estaban sufriendo un problema de liquidez. Ellos indican que las recetas tradicionales del FMI pueden haber causado más daños que beneficios al sacar a las empresas viables del mercado, ahondando de ese modo la fase contractiva de la economía. Feldstein (1998) critica además al FMI por ir más allá de su ámbito –los ajustes macroeconómicos– al incluir en su campo un gran número de elementos estructurales.¹³ La contribución de los programas de austeridad del FMI, al inicio, y la necesidad de elementos estructurales

¹³ En los países del Este de Asia que vivieron esta crisis y que recibieron ayuda del FMI, las metas a corto plazo no fueron necesariamente consistentes con los objetivos de las reformas estructurales de mediano plazo. Una amplia variedad de reformas estructurales involucra un conjunto de metas de mediano y largo plazo que no pueden ser alcanzadas en un período de tiempo corto. Si éstas se llevan a cabo sin considerar eventuales dificultades y los costos de ajustes, las reformas estructurales (incluso si fueran deseables) podrían demorar la recuperación económica o lograrían cambios únicamente superficiales (Park y Wang, 2002).

en ellos aún siguen siendo controversiales. Sin embargo, está generalmente aceptado que el rápido cambio hacia una política macroeconómica más expansiva ayudó a que estas economías se recuperasen prontamente.

Respuestas de política en Corea

Primeras medidas

Las metas de la política macroeconómica al inicio del programa del FMI para Corea fueron estabilizar el mercado de cambiario y construir reservas internacionales a través de políticas contractivas sobre la demanda agregada. En particular, la política de altas tasas de interés prescrita por el FMI para Corea y otros países asiáticos generó mucho debate, tanto a nivel público como académico. Los defensores argüían que i) tasas de interés más altas tienden a hacer más lenta la salida de capital, al aumentar el retorno nominal de las inversiones en activos denominados en moneda nacional; ii) tasas de interés más altas dificultan una mayor especulación, al elevar el costo de comprar dólares; iii) políticas monetarias contractivas reducen las expectativas de inflación futura y, por tanto, de depreciación futura de la moneda; iv) la rigidez de la política monetaria –al disminuir las posibilidades de una depreciación de la moneda– minimiza el riesgo de no pago de aquéllos con deudas en moneda extranjera sin cobertura (FMI, 2000). Por el contrario, los críticos afirmaban que aunque pudo haber sido necesario incrementar inicialmente las tasas de interés, ellas se mantuvieron elevadas por demasiado tiempo, llevando a la economía a un círculo vicioso de contracción productiva, quiebras crecientes y mayor debilitamiento del sector financiero –todo lo cual sirvió para debilitar más que para reforzar la confianza de los inversionistas (Furman y Stiglitz, 1998). Varios estudios han intentado evaluar empíricamente si las altas tasas de interés han sido útiles para apoyar el tipo de cambio. En general, la evidencia empírica no tiene un resultado concluyente.

Durante una primera etapa, se implementó simultáneamente una serie de medidas para estabilizar el mercado cambiario. Las políticas macroeconómicas restrictivas fueron sólo uno de sus componentes. Por tanto, es

extremadamente difícil singularizar el impacto de éstas sobre el mercado cambiario. Las medidas adicionales incluyeron: i) apoyo financiero del FMI, ii) acuerdos con los acreedores extranjeros para reestructurar los vencimientos de la deuda a corto plazo, iii) aceleramiento de la liberalización de la cuenta de capitales y iv) emisión de bonos globales. Estos múltiples enfoques restauraron exitosamente la estabilidad externa y permitieron reconstruir las reservas internacionales.

Políticas macroeconómicas de respuesta a la crisis

Desde la austeridad al estímulo fiscal. Antes de la crisis, la política fiscal en Corea había sido extremadamente prudente, con un balance consolidado del gobierno central que permanecía en equilibrio o superávit. Durante los años noventa, el gobierno central redujo consistentemente su deuda soberana, la que cayó a menos de 9% del PIB en 1996 (FMI, 2000, p. 56). Durante casi todos los años ochenta y noventa, la conducta fiscal no tuvo un comportamiento contracíclico (Jun, 2002).

Cuando la crisis estalló, el primer programa del FMI propuso que la política conservadora fiscal debía continuar. El presupuesto original de 1998, aprobado en 1997 antes de que la crisis estallara, estaba basado en una tasa de crecimiento del PIB real de 6% y apuntaba a un superávit fiscal de 0.25% del PIB. A principios de diciembre de 1997, sin embargo, las estimaciones del crecimiento habían descendido a 3%. Bajo esta perspectiva macroeconómica revisada, se esperó que el balance total empeorase a un déficit en torno a 0.5% de PIB. Los objetivos de equilibrio fiscal propuestos por el FMI exigían que el balance fiscal apoyase la contracción monetaria y fortaleciera la confianza en el tipo de cambio, de modo de brindar los fondos necesarios para rehabilitar al sistema financiero.

Para fines de 1997, los efectos de la crisis se intensificaron. Entonces, el programa fue revisado y se enfocó para permitir la operación de estabilizadores automáticos y tolerar un déficit en el corto plazo. Sin embargo, un mayor estímulo fiscal fue programado más tarde. En marzo de 1998, se implementó un presupuesto suplementario, poniendo un gran énfasis en el

gasto en redes de seguridad social, pero esta posición fiscal fue considerada todavía demasiado rígida dado el empeoramiento de las perspectivas económicas. Enfrentando un círculo vicioso de recesión económica e insolvencia financiera del sector privado, se adoptaron fuertes medidas anticíclicas, lo que incluyó el giro hacia una política fiscal expansiva. En consulta con el FMI, el objetivo de déficit presupuestario consolidado fue aumentado desde 0.8% del PIB (el siete de febrero de 1998), a 1.75% (el dos de mayo de 1998) y luego a 4% (el ocho de julio de 1998). En septiembre de 1998, se implementó un segundo presupuesto suplementario, con un objetivo de déficit ampliado a 5% del PIB. Sin embargo, el déficit real anual resultó ser de 4.2% del PIB, debido a que la recaudación tributaria experimentó una mejoría.

La política fiscal expansiva continuó en 1999 para estimular la economía, apoyar la reestructuración económica y aumentar el gasto para las redes de seguridad social. La meta de déficit presupuestario fue fijada en 4% del PIB en 1999, 70% de los recursos para los proyectos del sector público fue ejecutado durante la primera mitad del año. El déficit en 1999 fue mucho menor que lo pronosticado, porque la recuperación económica resultó mayor a lo esperado. Mientras que la economía crecía a un impresionante 10.9%, el déficit fiscal bajó a 2.7% del PIB. Con la fuerte reactivación económica, ya en el 2000 Corea logró un superávit fiscal.

La historia de solidez fiscal de Corea facilitó la implementación de las medidas expansivas. La deuda pública de Corea como porcentaje del PIB era de sólo 11% en 1997. Esta cifra es mucho más baja que el promedio del resto de los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), cercana a 70% (OCDE, 2001). Luego de la crisis, la deuda pública como porcentaje del PIB subió desde 16% en 1998 a 19% en 1999.

Desde una política monetaria contractiva a otra expansiva. Una vez que la tarea de estabilizar el mercado cambiario se logró a principios de 1998, la política monetaria se hizo progresivamente más expansiva. En el segundo acuerdo trimestral (dos de mayo de 1998), el FMI accedió a relajar las restricciones que afectaban adversamente al crédito interno, disminuyendo las altas tasas de interés y resolviendo las dificultades financieras. Sin embargo, se mantuvo la

cautela dada la inestabilidad de los mercados financieros globales. En junio de 1998, las tasas de intereses habían disminuido a los niveles de pre-crisis. La relajación de la política monetaria continuó en 1999. La tasa de interés a corto plazo fue bajada para apoyar la recuperación de la actividad económica, y de la noche a la mañana cayó por debajo de 5% en abril de 1999. Las sostenidas bajas tasas de interés estimularon a los precios accionarios, facilitando la reestructuración económica y la reducción de la razón deuda a capital mediante nuevas ofertas de títulos.

Política cambiaria y liberalización del mercado de capitales. Después de que Corea permitiera la flotación del won, en diciembre de 1997, el FMI exigió que el Banco de Corea se abstuviera de intervenir en el mercado de divisas, excepto en el caso de fluctuaciones cambiarias muy pronunciadas.

Con el tipo de cambio flotante en funcionamiento, Corea aceleró sustancialmente su plan de liberalización de la cuenta de capitales. Bajo el programa del FMI, el gobierno coreano estuvo de acuerdo en adoptar audaces medidas de liberalización, teniendo incluso la iniciativa. Se liberalizaron todos los mercados de capital, incluyendo los mercados financieros de corto plazo. Pero más importante aún fue que el mercado inmobiliario, que había sido siempre considerado como no transable, fue completamente abierto a los extranjeros en el segundo acuerdo trimestral con el FMI (2 de mayo de 1998).

No obstante, varias regulaciones a las salidas de capital para los residentes aún subsisten con el propósito de prevenir una fuga de capitales. Por ejemplo:

- A los inversionistas institucionales se les permite tener depósitos en el extranjero para la diversificación de sus activos sin un tope máximo cuantitativo. Pero a las corporaciones y a los residentes individuales en general se les permite tener depósitos de hasta US\$ 5 millones y US\$ 50.000 por año en el extranjero, respectivamente.
- El cupo mensual para los residentes que permanecen en el extranjero por más de 30 días es de US\$ 10.000. Para aquéllos que residan en el extranjero por más de un año, se permite una remesa de hasta US\$ 50.000 (incluyendo los pagos básicos de traslado).

- Por lo general, los residentes que viajen al extranjero podrán cambiar moneda extranjera hasta un máximo de US\$ 10.000 por viaje como cuota básica de traslado.
- El cupo básico mensual para estudiantes menores de 20 años es US\$ 3.000; para aquellos estudiantes con familia, se permite un pago adicional de US\$ 500 por la cónyuge y cada hijo. Los residentes pueden enviar hasta US\$ 5.000 por transacción a sus padres e hijos que viven en el extranjero para cubrir gastos de sobrevivencia y a sus familiares en el extranjero para gastos de regalos de boda o donaciones para funerales, sin restricción alguna del número de remesas.
- Los residentes podrán hacer pagos en el extranjero por medio de tarjetas de crédito para gastos relacionados con traslado y turismo; las autoridades de cambio de divisas deberán verificar la autenticidad de los pagos que excedan los US\$5.000 mensuales.
- Los préstamos hechos por los residentes a personas no residentes deben ser aprobados por el Ministerio de Finanzas y Economía.
- Los pagos de regalos, patrimonio, herencias y legados que excedan los US\$ 5.000 deben ser aprobados por el Banco de Corea.
- Las inversiones extranjeras directas en arriendo y venta de bienes raíces, en la construcción y en la operación de canchas de golf están prohibidas. No se requiere de aprobaciones o notificaciones para adquirir propiedades en el exterior por parte de los bancos extranjeros, autoridades de gobierno y residentes si han sido regalos o herencias de personas no residentes. Sin embargo, es necesario notificar al Banco de Corea cuando se trata de adquirir de propiedades para actividades de negocios cuyo valor sea de hasta US\$ 10 millones. Para los bienes raíces que exceden de ese monto, se requiere de un permiso del Banco.

Bajo la flotación cambiaria y con la libre movilidad de los flujos de capital, podría esperarse que la paridad won/dólar sea excesivamente volátil. Sin embargo, el won coreano ha exhibido un impresionante grado de estabilidad desde la segunda mitad de 1998. Como el won se apreció en 1998 y 1999, el gobierno coreano continuó acumulando masivamente reservas internacionales e interviniendo en el mercado de divisas: elevó en US\$ 100 mil millones su stock de reservas entre 1997 y 2002.

Medidas de reforma estructural

Las reformas estructurales y las medidas de reestructuración fueron llevadas activamente en dos frentes: los sectores financiero y corporativo.

Sector financiero. La reestructuración del sector financiero ha sido central en el programa de reformas estructurales de Corea. Como un primer paso antes aplica reformas financieras prudenciales, el gobierno estableció una estructura legal e institucional para coordinar el proceso de reformas. El FMI aconsejó también al gobierno coreano implementar el cierre de las instituciones financieras no viables que tenían ninguna posibilidad de ser reformadas y la rigurosa reestructuración de otras para su rehabilitación.

Se han producido avances significativos en la consolidación del sector financiero y el fortalecimiento de la regulación y supervisión prudenciales. Durante la reestructuración financiera, recursos públicos fueron suministrados a las instituciones financieras en problemas. Hacia 1999, el gobierno coreano había movilizado recursos fiscales por 64 trillones de won, de los cuales 44 trillones fueron inyectados para recapitalizar las instituciones financieras, y los 20 trillones restantes sirvieron para reestructurar la cartera vencida. La Compañía Administradora de Activos de Corea (KAMCO) está a cargo de adquirir y recuperar los préstamos morosos, mientras que la Compañía de Seguros de Depósito de Corea (KDIC) restituye los depósitos y recapitaliza las instituciones financieras.

Pronto, el plan inicial de gastar 64 trillones de won fue considerado totalmente inadecuado. Por tanto, el gobierno introdujo más fondos públicos, que totalizaron 156 trillones de won en mayo de 2002 (equivalentes a casi 30% del PIB de 2001). Con el fin de aumentar los ingresos, KAMCO y KDIC emitieron un total de 104 trillones de won en bonos reestructurados. El gobierno garantiza el reembolso de estos bonos y paga los intereses con cargo al presupuesto. Otros 20 trillones de won se reunieron por medio de fuentes adicionales y el Estado puso de nuevo en circulación algunos fondos recuperados y préstamos del ADB y del Banco Mundial. Los fondos se gastaron en la adquisición de cartera vencida, la recapitalización, el reembolso de depósitos y la compra de activos y deuda subordinada.

A pesar de que se ha realizado un gran avance en la reestructuración y fortalecimiento del sector financiero coreano, queda mucho por hacer. El programa del FMI no consideró la institucionalidad y otras limitaciones que pueden afectar la efectividad de las reformas al sector financiero. Cuando la

crisis estalló, el sistema financiero orientado a la banca fue constantemente culpado de ella. Por tanto, el programa del FMI incluyó un plan de desarrollo del mercado de capitales que complementa y sustituye al del sistema bancario, como fuente de financiamiento corporativo. Aunque éste sea un objetivo de la reforma, sólo constituye una prioridad a largo plazo, pues el sistema anterior, dominado por los bancos, no puede ser reemplazado de la noche a la mañana (Park, 2001, p. 37). El rápido desmantelamiento del sistema existente (aunque deficiente) podría llevar a un vacío institucional.

Sector corporativo. El alto nivel de deuda corporativa y los problemas de gobernanza corporativa (*corporate governance*) en Corea resultaron en una expansión de los conglomerados empresariales sustentada en un mayor endeudamiento, aumentando la vulnerabilidad del país a una crisis financiera. Al estallar la crisis, el gobierno hizo de la reestructuración corporativa una prioridad de su agenda reformadora. En consecuencia, se modificaron leyes e instituciones para ayudar a una reestructuración financiera basada en el mercado. Puesto que los cambios a la estructura legal y regulatoria tendrían efectos inmediatos modestos sobre la estructura del capital y la rentabilidad de las empresas.

El gobierno coreano intervino activamente en acelerar la reestructuración de la deuda corporativa. Para ello, decidió clasificar en tres grupos a las empresas que reflejan la estructura económica de este país. A la cabeza estaba el pequeño grupo de poderosos conglomerados denominados los “cinco grandes”, quienes controlaban una gran parte de los recursos productivos y financieros del país; luego, un amplio grupo de *chaebols* de mediano tamaño (situados entre los lugares seis y 64), y finalmente las PYMES. El gobierno empujó a los “cinco grandes” para que se sometieran voluntariamente a los planes de reestructuración. Los bancos más importantes iban a reexaminar aquéllos y a trabajar en conjunto con los *chaebols* para preparar un plan final en diciembre de 1998. Además, el gobierno anunció su propuesta de fusiones y canjes de activos entre los “cinco grandes” para consolidar la situación financiera de las filiales de industrias manufactureras claves (aeronaves, autos, petroquímicas, generadores de energía, equipo rodante, semiconductores

y motores de embarcación). Para el segundo grupo de *chaebols*, el gobierno estableció un plan extrajudicial. El proyecto siguió el enfoque de Londres del Banco del Reino Unido.¹⁴ Por último, el gobierno inició diversos programas para ayudar a las PYMES a conseguir capital de trabajo y crédito comercial.

Realizar una reestructuración orientada al mercado en tiempos de crisis sistemática es algo extremadamente difícil. En el caso de Corea, casi todas las corporaciones padecieron de problemas de liquidez. Bajar la razón deuda/capital es considerado deseable, pero no está claro por qué el gobierno coreano –bajo el programa del FMI– buscó una reducción de la deuda corporativa tan drástica en un período tan corto de tiempo.

La adopción de las reglas de Londres para la reestructuración corporativa fue incomprensible en algunas áreas, dada la ausencia de un mercado dedicado a la quiebra y el buen funcionamiento de las leyes e instituciones pertinentes. En las soluciones extrajudiciales se suponía que el gobierno asumiría un rol de mediador, para así facilitar el pago ordenado de deudas, y que los bancos debían proceder como acreedores, administrando la reestructuración de la deuda corporativa; sin embargo, en la mayoría de los casos, fue el gobierno quien ordenó el proceso (Park, 2001).

Cuando un banco era recapitalizado por medio de la inyección de fondos públicos, el gobierno invariablemente controlaba su administración. Los gerentes designados por el gobierno, en general, estaban por mantener el *status quo*. Ellos, tenían pocos incentivos para cobrar los préstamos atrasados o para atraer como clientes a empresas débiles pero potencialmente viables. Los bancos intervenidos han evitado las reestructuraciones corporativas

¹⁴ El enfoque de Londres (un plan de extrajudicial) difiere de la propuesta de una rehabilitación dirigida por la sindicatura judicial. La propuesta fue aceptada porque a diferencia de los “cinco grandes *chaebols*”, la mayoría de las medianas empresas carecían de acceso al crédito bancario o a los mercados de capitales y necesitaba reprogramar su deuda o contratar nuevos préstamos para tener alguna oportunidad de una reestructuración significativa. Hubo un trato preferente para fomentar la participación de los bancos en el proceso de reestructuración corporativa y su otorgamiento de nuevos préstamos a las empresas del programa. Sin embargo, con el tiempo quedó claro que las laxas provisiones requeridas desincentivaron el reconocimiento de las pérdidas reales de estas empresas por parte de los bancos; como consecuencia, se realizó una reestructuración corporativa superficial mediante reprogramación de deudas y largos períodos de gracia. Véase Chopra *et al.* (2002).

tanto como es posible, para no aumentar así la cartera vencida y afectar negativamente sus utilidades. Este problema de *riesgo moral* ha retrasado la reestructuración corporativa y, por ende, empeoró la calidad de los activos bancarios (Park, 2001).

Respuestas de políticas en Malasia¹⁵

Primeras respuestas

Durante algún tiempo, también Malasia siguió el enfoque ortodoxo ante la crisis, es decir, políticas monetarias y fiscales de ajuste, medidas para hacer frente a la debilidad de la balanza de pagos, y la flotación cambiaria. Estas medidas se adoptaron bajo el supuesto de que la economía estaba recalentada, por lo cual el principal objetivo fue disminuir el exceso de demanda. El gobierno se propuso en octubre de 1997 un superávit presupuestario de 3% para 1998, para ello se programó una reducción de 2% en el gasto gubernamental, la postergación de megaproyectos y recortes en la compra gubernamental de bienes importados.

En diciembre de 1997, se anunció un paquete adicional de políticas. Estas medidas apuntaron al fortalecimiento de la estabilidad económica y a inspirar confianza en el sistema financiero, al confirmarse que la inestabilidad regional era más prolongada de lo previsto inicialmente. Este paquete incluyó una reducción adicional de 18% en el gasto público, requisitos más estrictos para la aprobación de nuevas inversiones y una postergación de la puesta en práctica de proyectos no indispensables y estratégicos.

En el campo financiero, se implementó un conjunto integral de medidas, que incluía la reclasificación de la cartera vencida reduciendo el umbral de seis a tres meses, una mayor transparencia de las instituciones financieras y un aumento generalizado de las provisiones a 1.5%. La reclasificación de la cartera vencida apuntó a adherir a las prácticas financieras internacionales, para así generar una alerta temprana del crecimiento de ésta. El Banco Negara

¹⁵ Véanse dos análisis sobre este tema en Jomo (2001) y Mahani (2002).

también elevó la tasa de intervención a tres meses desde 10 a 11%, aumentó la razón mínima de suficiencia del capital de riesgo desde 8 a 10% para las instituciones financieras y redujo el límite para los clientes individuales de 30 a 25%. También se incrementó a 20% las provisiones para los préstamos sin garantías y se aumentó el capital mínimo de las entidades financieras desde cinco a 300 millones de RM y posteriormente a 600 millones de RM. La estructura de suficiencia del capital fue también ampliada para incorporar los riesgos del mercado. En vista de la restringida liquidez del sistema, el requisito de reserva legal se redujo desde 13.5 a 10 por ciento.

Como una medida para fortalecer el equilibrio de la balanza de pagos, se aplicó un plan destinado a rebajar el déficit de cuenta corriente desde 5 a 3% del PIB en 1998, limitando las importaciones y elevando los derechos de importación. También se introdujeron criterios más estrictos para nuevas inversiones extranjeras, con el propósito de frenar la salida de capital doméstico.

Medidas contracíclicas

La implementación de políticas estabilizadoras no mejoró la situación económica: la economía continuó contrayéndose, los flujos de capital empeoraron y la paridad cambiaria del ringgit se mantuvo volátil y depreciada. Descartando la propuesta del FMI, Malasia revirtió sus políticas iniciales y adoptó fuertes medidas contracíclicas para estimular la economía interna. Esta propuesta consistió en establecer estímulos fiscales, suavizar las políticas monetarias y asegurar la estabilidad del sistema bancario, además de controles selectivos de capital. Sin embargo, debido a diferencias internas entre los máximos líderes políticos ante la interrogante de cómo resolver la crisis, estas medidas sólo fueron completamente efectivas a mediados de 1998.

Programas de estímulos fiscales. Con el cambio de orientación de la política fiscal a mediados de 1998, se asignó un gasto de desarrollo adicional de US\$ 1.800 millones para agricultura, viviendas de precios bajos y medios, educación, salud, infraestructura, desarrollo rural y mejora tecnológica. Los programas

de estímulos fiscales se concentraron en proyectos de infraestructura y se estableció un Fondo de Desarrollo de Infraestructura (US\$ 1.600 millones) para financiar los proyectos esenciales. También se otorgó ayuda social a los grupos de menores ingresos mediante trasferencias directas. Estos programas se crearon con el objetivo de mantener en funcionamiento la economía interna, particularmente para contratistas de pequeñas y mediana escala e industrias que eran muy dependientes de los proyectos gubernamentales.

La política de expansión fiscal modificó el saldo presupuestario del gobierno desde un superávit de 2.4% en 1997 a un déficit. En 1998, el déficit fiscal fue de 1.8% del PIB y fue aumentando con posterioridad hasta exceder 5% en 2000-2001. Estos déficit fueron financiados originalmente con ahorros, ya que el nivel de la deuda pública no aumentó significativamente durante el período 1998-2000 (la cual se mantuvo en torno a 36% del PIB). Sin embargo, el gobierno de Malasia debió incrementar sus fondos para continuar con su expansión fiscal: durante 2002, la razón deuda pública a PIB saltó a 46%, y fue principalmente financiada con recursos internos (véase cuadro 4).¹⁶

Relajando la política monetaria. Una importante medida inicial fue aumentar la liquidez y reducir el costo del crédito. En este sentido, el requisito legal de reservas fue gradualmente reducido desde 13.5% en febrero de 1998 a 4% en diciembre de ese año. Con esta medida, otros US\$ 10.000 millones fueron inyectados al sistema bancario, contribuyendo a superar el difícil problema de liquidez causado por la introducción de planes de crédito y las conductas cautelosas adoptadas por las instituciones bancarias.

La respuesta inicial de incrementar la tasa de interés afectó seriamente a las empresas. En febrero de 1998, la tasa de interés efectiva de préstamos promedió 24%. Por tanto, la tarea inmediata consistió en disminuir el precio

¹⁶ Desde comienzos de los años noventa, el sector público había logrado un presupuesto superavitario. De este modo, había algunos ahorros que pudieron ser usados para financiar el déficit. Además, Malasia tenía una alta tasa de ahorro (35% del PIB) y un programa de ahorro obligatorio, con el cual el gobierno podía tener acceso a un financiamiento barato.

de los créditos. La tasa base de préstamos fue reducida desde un elevado 12.3% en junio de 1998 a 6.8% en octubre de 1999. En consecuencias, las tasas de interés para los préstamos bajaron desde el peak de 24% en febrero de 1998 a 7.9% en octubre de 1999, y luego, en etapas, a 6.4% en 2002. Sin embargo, el menor costo del crédito y el aumento de la liquidez no produjeron un gran aumento de los préstamos. El crecimiento fue de sólo 1% en 1998 y 1999, comparado con 26.5% de 1997. Este escaso crecimiento se debió tanto a factores de oferta como de demanda: el entorno de negocios mantenía aletargada la reactivación de nuevas inversiones. Además, los banqueros eran más cautelosos en la concesión de préstamos.

Controles selectivos de capital. Un objetivo clave de la respuesta política fue estabilizar el ringgit. En septiembre de 1998, Malasia implementó controles selectivos de capital, con dos componentes interrelacionados: la estabilización del ringgit (el cual fue fijado a RM 3.80 por dólar) y restricciones a la salida de capital de corto plazo, que fue necesaria para asegurar que la estabilidad del ringgit pudiera ser sustentable. Las medidas implementadas para apoyar la estabilidad y controlar el flujo de capitales fueron:

- Todo el pago de exportaciones e importaciones debe hacerse en moneda extranjera.
- Los viajeros no están autorizados para importar y exportar ringgit que excedan de los RM 1.000 por persona.
- El límite para exportar moneda extranjera para los residentes que viajan fue elevado a RM 10.000.
- Los residentes están obligados a obtener una aprobación previa para remitir fondos en exceso del límite de RM 10.000 para propósitos de inversión extranjera.
- Los residentes están autorizados para obtener créditos en moneda extranjera hasta el equivalente de RM 5 millones. Cualquiera otra cantidad que exceda el límite permitido requiere de una aprobación previa.
- No se permite a los residentes obtener créditos en ringgit desde no residentes sin una autorización previa.
- Los montos en ringgit recibidos por los no residentes por la venta de cualquier activo deben permanecer en una cuenta de transacciones externa y ser trasformada en moneda extranjera después de un año.
- El ringgit fue declarado una moneda de curso no legal fuera de Malasia.

Las medidas de controles de capital afectan la trasferencia de fondos entre no residentes vía las cuentas de transacciones externas de los no residentes, la importación y exportación de ringgit por viajeros (residentes o no) y las inversiones en el extranjero por residentes de Malasia. Del mismo modo, se prohíbe a los no residentes sacar el crédito doméstico para la compra de acciones. De igual manera, los no residentes están obligados a mantener en Malasia sus inversiones de cartera por un mínimo de 12 meses. Sin embargo, los controles de capital no impiden la transacción de cuenta corriente (comercio de bienes y servicios), la repatriación de intereses, dividendos, cuotas, comisiones y pago de utilidades de inversiones de cartera y otras formas de activos en ringgit, además del ingreso y salida de IED.

En febrero de 1999 el control selectivo de capitales fue modificado, cambiando el control cuantitativo (el requisito estipula que los recursos provenientes de la venta de activos en ringgit deben permanecer en el país durante un año), por una regulación basada en el sistema de precios, llamada “cargo de salida”. El objetivo era permitir a los inversionistas extranjeros de corto plazo estimar el costo de las inversiones en Malasia. Este relajamiento de los controles de capital consistió en dos partes:

- i) Para el capital ingresado a Malasia antes de febrero de 1999, se impuso un cargo de salida al principal conforme a las siguientes tasas:
 - 30% para un período de maduración de siete meses.
 - 20% para un período de maduración de nueve meses.
 - 10% para un período de maduración de 12 meses.
 - Ningún cargo al capital para un período maduración superior a los 12 meses.
- ii) Para el capital ingresado después del 15 de febrero de 1999, se impuso un cargo de salida a las utilidades según las siguientes tasas:
 - 30% para un período maduro de menos de 12 meses.
 - 10% para un período maduro de más de 12 meses.

El control del flujo capital de corto plazo siguió siendo el objetivo principal a pesar de estas modificaciones. Una nueva relajación de las medidas se

introdujo en septiembre de 1999 a los cargos de salida: las dos partes del sistema fueron reducidas a un porcentaje parejo de 10% para las utilidades repatriadas. El cargo de salida fue suprimido en mayo de 2001. A comienzos del 2005, los únicos controles de capital que quedan son el precio fijo del ringgit y las limitaciones a las salidas de capital de residentes.

Otra medida que afectó significativamente a los inversionistas de cartera fue el requisito de que todas las transacciones de títulos inscritos en la KLSE debían ser realizadas sólo por esta institución o por las bolsas de valores reconocidas por la autoridad de Malasia. Por consiguiente, el comercio de las 112 compañías del CLOB, un mercado bursátil *offshore* de títulos malayos en Singapur, fue interrumpido en setiembre de 1998 por la Bolsa de Valores de Singapur.

Asegurar la estabilidad del sector bancario. Además de reactivar la economía, las medidas de Malasia también se enfocaron a restaurar la estabilidad del sector bancario. El núcleo del problema fue el crecimiento de la cartera vencida, que había debilitado la base de capital de algunas instituciones bancarias. Como resultado, éstas fueron incapaces de cumplir sus funciones de intermediación. De este modo, para restaurar la estabilidad del sector bancario y reestructurar la deuda corporativa, el gobierno malayo estableció tres instituciones: una empresa de administración de activos para hacerse cargo de la cartera vencida, una agencia de recapitalización para injectar nuevos capitales a los bancos con problemas y una comisión de reestructuración de la deuda corporativa.

En junio de 1998, se constituyó una compañía de administración de activos (Danaharta) para administrar la cartera vencida de las instituciones financieras. Su objetivo principal fue remover la cartera vencida de los balances de las instituciones financieras, para darles un adecuado valor de mercado y maximizar su recuperabilidad. Esto liberaría a los bancos del peso de las deudas que les impedía suministrar préstamos a sus clientes.

Como la base de capital de los bancos había sido dañada por la baja en los precios de las acciones y por la cartera vencida, éstos necesitaron ser recapitalizados. Un Vehículo de Propósito Especial (Danamodal) fue puesto

en marcha en julio de 1998 para capitalizar a los bancos con problemas y especialmente para elevar su capital, el que se redujo cuando Danaharta se hizo cargo de la cartera vencida. El sentido de la inyección de capital era facilitar el saneamiento de los bancos y aumentar su capacidad de otorgar nuevos préstamos y, en consecuencia, acelerar el proceso de recuperación económica.

Con el fin de complementar la reestructuración del sistema financiero por parte de Danaharta y Danamodal y facilitar la reestructuración de la deuda de empresas viables por medio de soluciones voluntarias, se implementó en agosto de 1998 una Comisión de Reestructuración de la Deuda Corporativa (CDRC). Su objetivo fue minimizar las pérdidas de los acreedores, accionistas y otros tenedores de títulos o acciones, evitar llevar a compañías viables a la liquidación o sindicatura judicial y permitir que las instituciones bancarias asumiesen un rol más importante en la rehabilitación del sector corporativo. El CDRC ideó un plan de mercado para la reestructuración de la deuda, para facilitar a acreedores y deudores saldar sus deudas sin acudir a procedimientos legales. También reunió a las partes interesadas en participar en la reestructuración de la deuda corporativa. El CDRC cesó sus operaciones en julio de 2002.

Hasta diciembre de 2001, Danaharta había dispuesto de un total de US\$ 13.000 millones en cartera vencida. En el proceso de remoción de los créditos morosos, las instituciones financieras debieron compartir las pérdidas –la tasa media de descuento en el valor de la cartera vencida fue de 55%. Danamodal inyectó US\$ 2.000 millones a diez instituciones financieras, previniendo cualquier potencial riesgo sistémico del sector financiero. Como resultado, la razón de suficiencia de capital en las instituciones recapitalizadas subió a 11.7%, situándose casi a la par del nivel de la industria (12.6%). La mayoría de las instituciones recapitalizadas ha reembolsado la inyección de capital de Danamodal. Hasta el 15 de agosto de 2002, el CDRC había resuelto 47 casos, que representaban RM 44.000 millones. El CDRC cesó sus operaciones en agosto del 2002.

Malasia se ha movido hacia otra etapa en la reestructuración del sector bancario: sus 58 instituciones financieras se unieron en 10 grupos. Cada uno fue autorizado a ofrecer un amplio rango de servicios financieros, tales como banca comercial, administración de fondos y servicios de corretaje de bolsa.

Liberalización selectiva de la inversión extranjera. Comprendiendo la contribución que el capital extranjero podría hacer a la recuperación de la economía, el gobierno de Malasia liberalizó ciertos sectores donde la presencia extranjera fuese bienvenida, y donde se pudieran maximizar las ganancias de la inyección de capital foráneo. Así, en el sector manufacturero, Malasia relajó sus regulaciones sobre propiedad accionaria, permitiendo una participación de 100% de las inversiones extranjeras efectuadas antes de fines de diciembre de 2003. Previamente, sólo las empresas que exportaban toda su producción podían ser completamente extranjeras.

La liberalización de la propiedad accionaria también cubrió otras áreas. Entretanto, el límite de 30% a la propiedad extranjera existente, hasta antes de la crisis, en telecomunicaciones, corretaje de bolsa e industria de seguros fue elevado a 61, 49 y 51 por ciento, respectivamente, aunque el límite para la industria de telecomunicaciones caería a 49% al cabo de cinco años.

Además, a los extranjeros se les permite ahora comprar todo tipo de propiedades sobre los RM 250.000 para nuevos proyectos o para proyectos concluidos en 50%, para reducir el exceso de oferta en el mercado inmobiliario. Previamente, había restricciones para que los extranjeros comprasen propiedades.

Gobernabilidad corporativa. Para complementar las medidas de recuperación, Malasia fortaleció su régimen de gobernanza corporativa. Aunque había implementado medidas para la buena práctica de gobernanza corporativa, la crisis realzó algunos de los déficit del régimen existente. Se introdujeron medidas adicionales para mejorar la transparencia y divulgar normas, aumentar la responsabilidad de los directores de empresas y proteger los derechos de los accionistas minoritarios, entre otros objetivos intermedios.

EVALUACIÓN DEL PROCESO DE AJUSTE EN COREA Y MALASIA

Corea y Malasia experimentaron el comienzo de la crisis en 1997. El tipo de cambio de ambos países se depreció fuertemente y el PIB sufrió una caída intensa en 1998. Luego, estos países mostraron una vigorosa recuperación. A pesar de esta exitosa recuperación, varias de las medidas específicas que

usaron para enfrentar la crisis fueron diferentes. Primero, mientras Corea buscó la asistencia del FMI inmediatamente después de la crisis y adoptó su terapia de ajuste macroeconómico estructural, Malasia se negó a depender del FMI y pavimentó su propio camino a la recuperación. Segundo, mientras Corea liberalizó su mercado de capitales más ampliamente después de la crisis, Malasia impuso controles de capital. Tercero, mientras el tipo de cambio coreano liberado completamente (al menos de manera oficial), en Malasia el tipo de cambio quedó amarrado al dólar estadounidense.

Sin embargo, respondiendo a la crisis, ambos países compartieron políticas fiscales contracíclicas desde mediados de 1998 y en 1999. Ambos redujeron rápidamente las tasas de interés y mantuvieron algunas restricciones en los flujos financieros de los residentes. La característica más sobresaliente es que, ambos países usaron activamente la política fiscal, moviéndose desde un superávit antes de la crisis a un déficit considerable. Corea hizo se movió más rápido hacia un déficit moderado en 1997 y a uno grande -4.2% del PIB— en 1998. Interesantemente, con la resultante recuperación de la actividad económica, el déficit se redujo a 2.7% en 1999 y el balance retornó al superávit en 2000. Malasia, a su vez, se movió algo más tardíamente hacia la política fiscal contracíclica en 1998 y luego ha permanecido con un saldo deficitario.

De aquellas diferencias, las más impresionantes son las relacionadas con los controles de capital y el régimen cambiario. En particular, fueron los controles de capital los que permitieron a Malasia mantener fijo su tipo de cambio y empezar a reflotar su economía. Por esto, la mayoría de los investigadores ha destacado el papel que los controles de capital desempeñaron en el proceso de recuperación de Malasia.

A pesar de sus diferencias, los repuntes de Corea y Malasia fueron tan drásticos como su caída. Park y Lee (2001) hallan que la notable recuperación de estas economías ha sido mas rápida que episodios similares anteriores en otras partes del mundo.¹⁷ Sus tasas de crecimiento muestran un patrón

¹⁷ Todos los datos de esta sección han sido recogidos del Asian Recovery Information Center <<http://aric.adb.org>>.

notablemente parecido desde 1997, cuando comenzó la crisis. Ambos países experimentaron la más severa recesión en 1998, exactamente con un trimestre de diferencia: mientras Corea tocó fondo con un crecimiento de -8.1% en el tercer trimestre de 1998, Malasia tuvo su menor crecimiento, de -11.2%, en el cuarto trimestre del mismo año. De ahí en adelante, ambos países repuntaron bastante rápido: su crecimiento para los siguientes tres trimestres fue de -5.9, 5.8 y 11.2 por ciento para Corea y -1.0, 4.8 y 9.1 por ciento para Malasia.

Los resultados anteriores indican que, al menos, los controles de capital no produjeron resultados adversos en Malasia. Sin embargo, varios investigadores desestiman el papel de los controles de capital en la recuperación de Malasia, aduciendo que Corea pudo recuperarse sin necesidad de imponer controles de capital. Krugman (1999), uno de los primeros defensores de los controles de capital (Krugman 1998), afirma que el pánico financiero estaba casi llegando a su término cuando Malasia decidió imponer los controles. En este sentido, su aseveración sugiere que el control de capitales de Malasia puede ser entendido más como un gesto simbólico, que como un medio para combatir el pánico financiero.

Por otra parte, también hay algunos estudios que demuestran que los controles de capital de Malasia fueron mucho más exitosos que en cualquier otro caso. Kaminsky y Schmukler (2000) y Edison y Reinhart (1999) hallaron que sólo en Malasia los controles de capital produjeron los resultados esperados de una mayor estabilidad en la tasa de interés y en el tipo de cambio, además de una mayor autonomía de políticas.

Kaplan y Rodrik (2001) van incluso más lejos, afirmando que los controles de capital permitieron a Malasia una recuperación más rápida de la que hubiera sido posible por medio de las políticas ortodoxas del FMI. Esta valoración depende crucialmente del momento en que, según ellos, comenzó la recuperación de Malasia. La mayoría de los demás estudios, explícita o implícitamente, asume que la crisis y la recuperación ocurrieron simultáneamente en Corea y Malasia. No obstante, Kaplan y Rodrik sostienen que la situación de Malasia al momento de imponer sus controles de capital era mucho peor que la de Corea. De hecho, afirman que la imposición de con-

troles de capital por parte de Malasia podría ser vista como el equivalente a la solicitud de ayuda de Corea al FMI. El lapso entre ambos episodios es de aproximadamente tres trimestres. Como el proceso de recuperación de Malasia, que empezó con su introducción de controles de capital, fue superior al de Corea, que comenzó tres trimestres antes, Kaplan y Rodrik llegan a la conclusión de que los controles de capital fueron más eficaces, erradicando las presiones financieras de Malasia tan rápidamente, que el país fue capaz de recuperarse a mayor velocidad que Corea.

Aunque la investigación de Kaplan y Rodrik es muy interesante, yuxtaponer el proceso de recuperación de Malasia tres trimestres después al de Corea es algo cuestionable. La tasa mínima de crecimiento del PIB de Corea antecede a la de Malasia por sólo dos trimestres. El proceso de recuperación de Malasia se queda atrás en relación al de Corea por un trimestre. Además, aunque Malasia se recupera más rápidamente (desde -11.2 a -1.0% respecto de -8.1 a -5.9% en Corea), su tasa de crecimiento máxima es más baja que la de Corea. Por tanto, no es evidente cuál proceso de recuperación fue inequívocamente mejor. Es claro que la recuperación de ambos fue notoriamente más rápida que en el resto de Asia Oriental y de las economías latinoamericanas sujetas al contagio asiático.

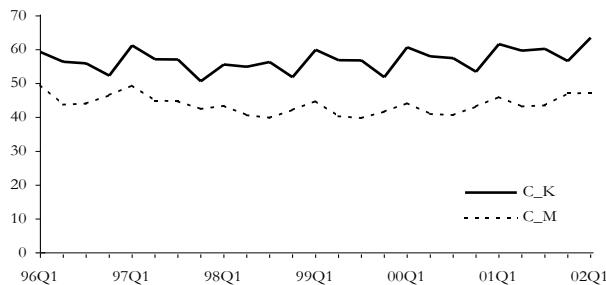
Si examinamos los componentes del PIB en el proceso de recuperación, hay algunas diferencias adicionales entre Corea y Malasia. La gráfica 1 muestra cambios en la participación del consumo e inversión privados en el PIB entre el primer trimestre de 1996 y el primer trimestre de 2002. El panel A es la participación del consumo en el PIB. Tal como lo indica cualquier teoría estándar de "suavización" del consumo, la participación de éste muestra una notable estabilidad en ambos países. Sin embargo, esta tasa es ligeramente más baja durante el período de crisis.

El panel B muestra que la inversión fue, en efecto, mucho más afectada por la crisis. En ambos países la participación de la inversión disminuyó drásticamente durante la recesión y no se recuperó totalmente hasta 2001. Un punto interesante es que, mientras la participación de la inversión de Malasia era más alta que la Corea antes de la crisis, ella se volvió ligeramente más baja luego de la crisis. Creemos que esto se relaciona con el hecho de que

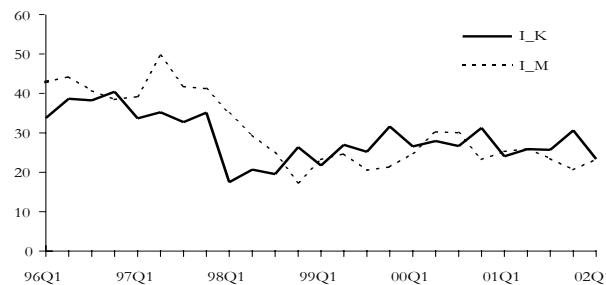
Malasia fue muy dependiente de la IED en la formación de inversión antes de la crisis, cuyos flujos no se recuperaron totalmente después de la crisis. Volveremos luego a este tema.

GRÁFICA 1
*Cambios de participación de los componentes
 del gasto en el PIB, 1996Q1-2002Q1*

A. Consumo



B. Inversión



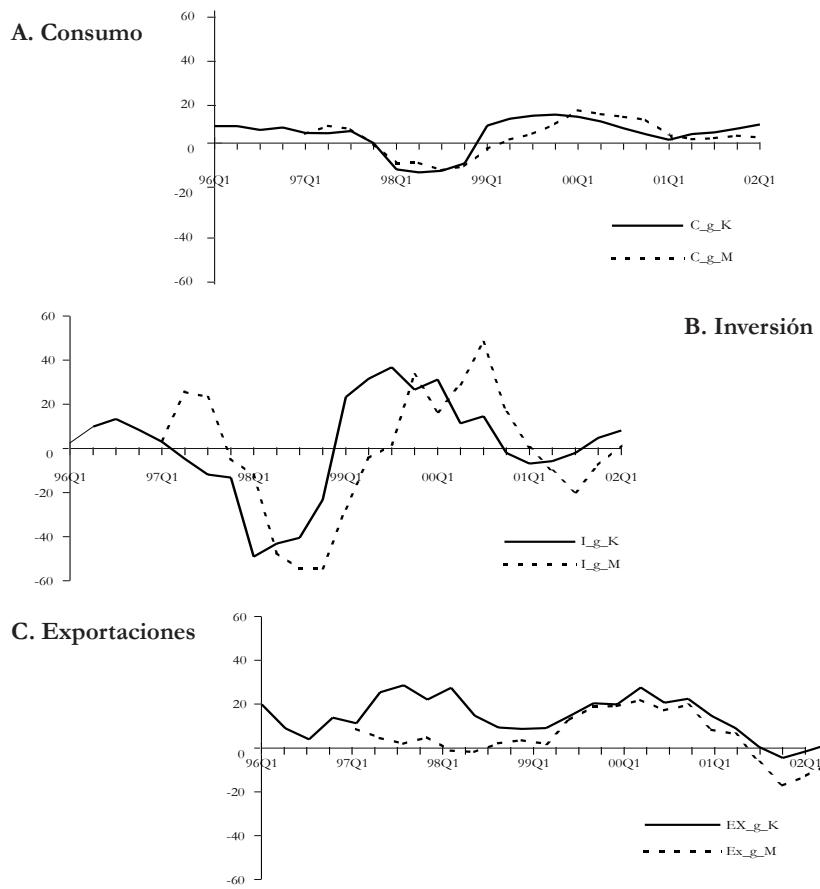
Fuente: FMI, *International Financial Statistics*.

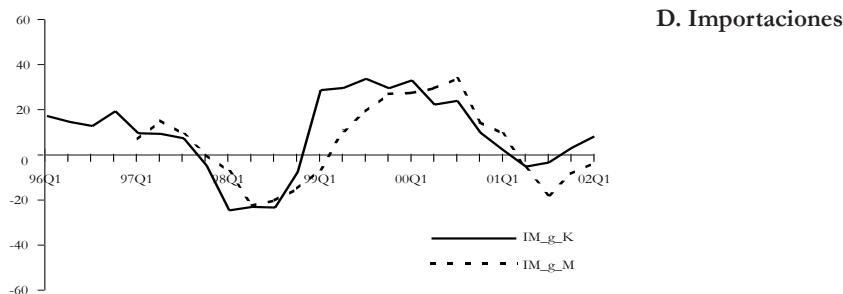
La gráfica 2 muestra la tasa de crecimiento de los componentes del PIB para ambos países entre el primer trimestre de 1996 y el primer trimestre de 2002. De nuevo confirmamos en los paneles A (consumo) y B (inversión) que la tasa de crecimiento del consumo fluctúa tanto en Corea como en Malasia mucho menos que la de la inversión. Las gráficas C y D muestran la tasa de crecimiento de las exportaciones e importaciones. Es interesante que el

crecimiento de las importaciones fluctúa más que el de las exportaciones en ambos países. Además, el hecho de que el crecimiento de las importaciones al principio de la recuperación se mantuviera negativo en ambos países, acompañado con un crecimiento positivo de las exportaciones, parece haber contribuido al proceso de recuperación.

GRÁFICA 2

*Tasa de crecimiento de los componentes
del gasto, 1996Q1-2002Q1*





Nota: Debido a la falta de datos trimestrales, en Malasia todas las series empiezan desde Q1 de 1997.

Otro factor importante en el proceso de recuperación fue la política monetaria.¹⁸ Mientras Corea inicialmente impuso una alta tasa de interés, como lo recomendó el FMI, su posterior reducción parece haber ayudado a la reactivación. La gráfica 3 muestra la evolución de la política monetaria de ambos países, a través de las tasas de interés de préstamos interbancarios a tres meses. Esto confirma la discusión en la sección dos. Hasta junio de 1998 Corea había disminuido las tasas de interés a niveles menores que antes de la crisis. En Malasia, luego de la brusca alza hacia mediados de 1998, la tasa de interés activa promedio había descendido en agosto de ese año, a 9.5%. La rebaja más sustancial, sin embargo, se registró inmediatamente después de la imposición de los controles de capitales, en septiembre de 1998; después, las tasas de interés se mantuvieron en niveles significativamente inferiores a los de Corea (véase gráfica 3).

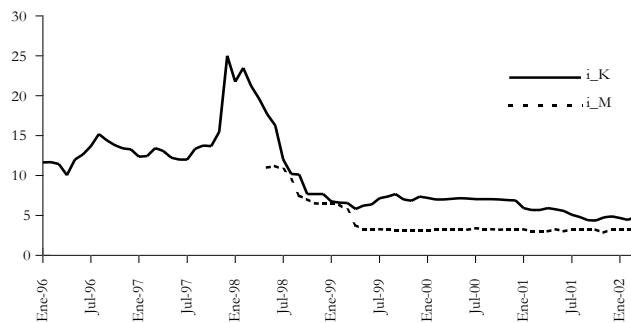
En general, hubo preocupación por los eventuales efectos inflacionarios de la depreciación. Sin embargo, en Corea y Malasia, la crisis financiera llevó sólo un pequeño aumento inflacionario, lo que permitió a ambos países adoptar políticas expansivas. La gráfica 4.A muestra las tasas de inflación de ambos países. Durante la crisis, la tasa de inflación en Corea se situó ligeramente por encima de 7% y en Malasia alcanzó un modesto 5%. En particular, la tasa de inflación de Malasia se ha estabilizado recientemente.

¹⁸ En general, Park y Lee (2001) opinan que la política monetaria es menos importante que la política fiscal en la recuperación pos-crisis de 95 casos analizados durante el período 1970 a 1995.

GRÁFICA 3

Variables monetarias, enero 1996-enero 2002

(tasa de préstamo interbancario a tres meses)



Nota: La serie de tasa de interés trimestral disponible de Malasia comienza desde el segundo trimestre de 1998

El principal factor que impidió que la inflación se elevara durante la crisis fue la drástica caída de la demanda doméstica, particularmente la de inversión. Incluso durante la recuperación, los sólidos sectores manufactureros de ambos países, con exceso de capacidad instalada, fueron capaces de enfrentar la mayor demanda sin generar inflación adicional.

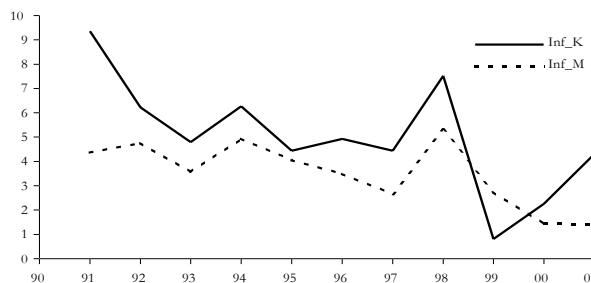
El panel B de la gráfica 4 muestra el cambio en la tasa de desempleo de ambos países. La tasa de desempleo en Malasia no fue particularmente alta, ni siquiera durante la crisis, en parte porque el gran grupo de trabajadores inmigrantes absorbió el severo impacto de la recesión económica, provocando que muchos de ellos abandonaran el país para volver a sus lugares de origen.

En Corea, la crisis financiera tuvo un efecto muy negativo en el mercado laboral, pero éste mostró –en términos de precios y cantidad– una flexibilidad importante en respuesta a la crisis. Enfrentadas al derrumbe de la demanda al comienzo de la crisis, las empresas redujeron radicalmente los salarios y el empleo. Los salarios nominales cayeron un promedio de 2.5% en 1998, o 9% en términos reales. El declive salarial fue el primero desde 1970. Los despidos se concentraron en las PYMES, donde se registró –al igual que en el sector financiero– la tasa más elevada de quiebras. En contraste, salvo pocas

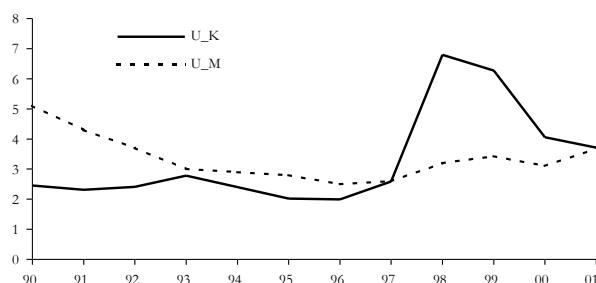
excepciones, los *chaebols* no asumieron despidos masivos, aunque muchos redujeron sus plantillas mediante separaciones voluntarias y paquetes de jubilación anticipada.

GRÁFICA 4
Tasas de inflación y desempleo, 1990-2001

A. Tasa de inflación



B. Tasa de desempleo



Fuente: FMI.

El desempleo en Corea, que promedió alrededor de 2.5% durante 1990-1997, aumentó fuertemente luego de la crisis, hasta alcanzar un máximo de 8.7% en febrero de 1999. El problema del desempleo fue atenuado por un significativo descenso en la tasa de participación de la fuerza laboral, principalmente como resultado del aplazamiento de la búsqueda de empleo por parte de trabajadores jóvenes y una sustancial salida desde la fuerza laboral de las mujeres. Tan dramática como la recuperación del PIB fue la reducción de la

tasa de desempleo a casi el nivel de pre-crisis en 2002 (3.1%, véase cuadro 4). El hecho de que la crisis fuese relativamente efímera, junto a la existencia de un nuevo y rápido desarrollo del sector de tecnología de la información –especialmente entre las empresas pequeñas y medianas– contribuyó a la rápida recuperación de la tasa de desempleo.

A pesar de algunas diferencias puntuales, la recuperación económica de Corea y Malasia fueron similarmente exitosas. Mientras Malasia eligió la ruta heterodoxa de los controles de capital, su recuperación fue notable. En general, está lejos de ser claro desde el punto de vista empírico si los controles de capital son o no eficaces en aislar al mercado de capitales doméstico de las fluctuaciones de capital internacionales. Sin embargo, los controles a la salida de capital parecen haber sido más exitosos que el resto de los controles. Además, como lo enfatizan los modelos de crisis monetarias de “segunda generación”, incluso una economía con sólidos fundamentos puede enfrentar pánicos financieros y una corrida contra las reservas debido a una pérdida de confianza del mercado. En estos casos, una suspensión temporal de las salidas de capital puede detener la corrida y eliminar el punto de equilibrio “malo”. En el caso de Malasia, la existencia de un activo mercado de valores *off shore* determinó un aspecto importante y crítico del uso del control de capital en la administración de una crisis de “segunda generación”. Como lo ha demostrado la evidencia, el ringgit continuó enfrentando severas presiones desde enero de 1998 hasta el momento en que los controles de capital selectivos fueron introducidos. Por otra parte, las monedas de las otras economías afectadas por la crisis ya se habían estabilizado para entonces.

Para que los controles de capital tengan éxito, es crucial que el país en crisis sea fundamentalmente fuerte. Si la crisis se debe a problemas fundamentales, entonces los modelos de segunda generación no son aplicables y la crisis sólo termina cuando aquellos problemas estructurales son eliminados. Entonces, ¿por qué Corea, que era tan fuerte como Malasia en sus fundamentos, no eligió seguir la misma ruta? Creemos que, aunque los controles de capital eran una opción tentadora para Corea, ésta pudo haberse preocupado por los posibles efectos colaterales. Además, sometida al programa del FMI, no estaba libre de su consejo.

En cuanto a la liberalización de la cuenta de capital, el gobierno coreano optó por un enfoque de “big bang”, acelerando sustancialmente su plan de liberalización. Con respecto al programa del FMI, se puede decir que éste es un velado agente del complejo Wall Street-Tesoro estadounidense, que está expandiendo su dominio de influjo. Bajo el programa del FMI, de hecho, Corea persiguió una apertura del mercado capital más amplia que la convenida con el FMI. La intención era simplemente estabilizar el mercado cambiario atrayendo más capital extranjero. Corea estaba enfrentando una demanda creciente de liquidación de obligaciones externas. Por otra parte, había poco riesgo de fuga de capitales nacionales, debido a las restricciones impuestas a los residentes nacionales para sacar recursos del país.

IMPLICACIONES DE POLÍTICAS

La recuperación macroeconómica, luego de la contracción inicial, fue lejos mucho mayor en Corea y Malasia que en otros países golpeados por la crisis. En esta sección resumimos algunas implicaciones de política de las experiencias de ambos países.

Primero, las soluciones estándares no son la única manera eficaz de enfrentar una crisis. Para decidir las medidas de respuesta apropiadas, es crítico para quienes hacen la política estar plenamente conscientes de las verdaderas causas de la crisis y de las condiciones internas iniciales. Bajo algunas circunstancias, los controles de capital con políticas macroeconómicas expansivas pueden ser tan eficaces como las soluciones estándares, por lo menos a corto plazo. Sin embargo, los sólidos fundamentos económicos son esenciales para permitir que un país escoja entre distintos enfoques de respuesta. Estos fundamentos no sólo incluyen todos los factores macroeconómicos, sino que también factores sectoriales específicos. Por ejemplo, las industrias manufactureras deben ser capaces de aprovechar la recuperación, el sistema financiero estar bien capitalizado y supervisado, y debe haber suficientes fuentes internas de financiamiento. Bajo tales circunstancias, un país será más libre de elegir las medidas que mejor se ajusten a las condiciones nacionales puesto que no dependerá del financiamiento externo.

Segundo, el veloz cambio hacia una política macroeconómica expansiva ayudó a las dos economías a recuperarse rápidamente. El positivo papel de las políticas macroeconómicas anticíclicas en la recuperación plantea la pregunta de si el endurecimiento inicial de las políticas monetarias y fiscales se mantuvo por demasiado tiempo y, como consecuencia, profundizó la crisis. En Malasia, la política monetaria expansiva fue posible esencialmente gracias a los controles de capital. Una política de tasas de interés elevadas para estabilizar el tipo de cambio podría haber tenido graves consecuencias en Malasia, debido a la gran deuda bancaria interna. Aunque Malasia era menos vulnerable a impactos externos debido principalmente a un patrón de movimientos de capitales más estable (y una menor participación de la deuda externa a corto plazo), una política monetaria expansiva no podría haber sido implementada eficazmente sin controles de capital. En el caso de Malasia, un comercio sostenible y una cuenta corriente superavitaria fueron componentes importantes para la exitosa materialización de los controles de capital.

Tercero, en ambos países, un ambiente externo favorable y una estructura económica más orientada a la exportación ayudaron a las rápidas recuperaciones. El fuerte crecimiento de las exportaciones impulsó la sólida recuperación del sector manufacturero, la que dada su elevada participación en el PIB de ambos países, se convirtió en el motor de recuperación de la producción. El logro de un superávit de cuenta corriente ayudó a inyectar liquidez a la economía y a empujar la demanda interna y a estabilizar el tipo de cambio.

Cuarto, como la crisis fue inducida por el sector privado, éste no era un candidato probable para liderar la recuperación. En consecuencia, una política fiscal fuertemente expansiva –contracíclica–, jugó un papel decisivo en la recuperación de la actividad económica.

BIBLIOGRAFÍA

Agosin, M.R., “Corea y Taiwán en la crisis financiera asiática”, en R. Ffrench-Davis (comp.), *Crisis financieras en países ‘exitosos’*, Santiago, CEPAL-McGraw-Hill, 2001.

- Athukorala, P., *Crisis and Recovery in Malaysia: The Role of Capital Controls*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2001.
- Borensztein, E. y J. Lee, "Financial Crisis and Credit Crunch in Korea: Evidence from Firm-level Data", *IMF Working Paper* 00-25, Washington DC, Fondo Monetario Internacional, 2000.
- Cerra, V. y S.C. Saxena, "Did Output Recover from the Asian Crisis?", *IMF Working Paper* 03-48, Washington DC, Fondo Monetario Internacional, 2003.
- Chopra, A., K. Kang, M. Karasulu, H. Liang, H. Ma y A. Richards, "From Crisis to Recovery in Korea: Strategy, Achievements, and Lessons", en D.T. Coe y S. Kim (eds.), *Korean Crisis and Recovery*, Seul, Fondo Monetario Internacional e Instituto Coreano de Política Económica Internacional, 2002.
- Danaharta, *Annual Report*, Kuala Lumpur, varias ediciones.
- Edison, H. y C. Reinhart, "Stopping Hot Money", *Working Paper*, Universidad de Maryland, 1999.
- Feldstein, M., "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs* 77, 1998.
- FMI, *Republic of Korea: Economic and Policy Development*, Staff Country Report 00/11, Fondo Monetario Internacional, febrero de 2000.
- Furman, J. y J.E. Stiglitz, "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 1998.
- Jomo, K.S. (ed.), *Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery*, Londres, Zed Books Ltd., 2001.
- Kaminsky, G. y S. Schmukler, "Short-lived or Long-lasting? A New look at the Effects of Capital Controls", en S. Collins y D. Rodrik (eds.), *Brookings Trade Forum 2000*, Washington DC, The Brookings Institution, 2000.
- Kaplan, E. y D. Rodrik, "Did the Malaysian Capital Controls Work?", *NBER Working Paper* 8142, Cambridge, Mass., 2001.
- Kim, S., S.H. Kim e Y. Wang, *Capital Account Liberalization and Macroeconomic Performance: The Case of Korea*, Policy Analysis 01-01, Seul, Instituto Coreano de Política Económica Internacional, 2001.
- Krugman, P., "Capital control Freaks-How Malaysia Got Away with Economic Heresy," *Slate*, 12 de septiembre de 1999.
- _____, "Saving Asia: It's Time to Get Radical," *Fortune*, 7 de septiembre de 1998.
- Mahani, Z. A., *Rewriting the Rules: The Malaysian Crisis Management Model*, Kuala Lumpur, Prentice Hall, 2002.
- Malasia, *Treasury Economic Report*, Kuala Lumpur, Ministerio de Finanzas, varias ediciones.

- OCDE, *OECD Economic Outlook* 68, París, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, junio de 2001.
- Park, Y., "The East Asian Dilemma: Restructuring Out or Growing Out?", *Essays in International Economics* 223, Princeton, Nueva Jersey, Sección de Economía Internacional, Departamento de Economía, Universidad de Princeton, 2001.
- Park, Y., C.Y. Ahn and Y. Wang, "In Search of a New East Asian Development Paradigm: Governance, Markets and Institutions", en Teunissen y Akkerman (eds.), *Diversity in Development: Reconsidering the Washington Consensus*, The Hague, FONDAD, 2004.
- Park, Y., C. Chung e Y. Wang, "Fear of Floating: Korea's Exchange Rate Policy After the Crisis", *Journal of the Japanese and International Economies* 15, 2001.
- Park, Y. y J. Lee, "Recovery and Sustainability in East Asia", *NBER Working Paper* 8373, Cambridge, MA, 2001.
- Park, Y. e Y. Wang, "What Kind of International financial Architecture for an Integrated World Economy?", *Asian Economic Papers* 1:1, 2002.
- Radelet, S. y J.D. Sachs, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1998.
- Rodrik, D. y A. Velasco, "Short-term Capital Flows", *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, Washington DC, Banco Mundial, 2000.