

## CAPÍTOL 9

### *La crisi de l'Est d'Àsia de 1997 (I)*

---

Després de l'episodi de Mèxic l'any 1994, la crisi de l'Est d'Àsia va esclatar a mitjans de 1997 de manera totalment inesperada. Els models teòrics tradicionals –de “primera” i “segona” generació– no encertaven a descriure plenament les causes que havien precipitat la crisi canviària i financera de l'Est d'Àsia. De la mateixa manera, organismes econòmics internacionals com el FMI, el Banc de Pagaments Internacional (BIS) o el *Banc de Desenvolupament d'Àsia (ADB)*, analistes financers, agències de qualificació creditícia internacional o acadèmics experts en la matèria van fallar en la previsió de la crisi canviària i financera més severa de la dècada dels 90'. De fet, l'experiència històrica de desenvolupament econòmic dels anys '80 i '90 a Corea del Sud, Filipines, Hong Kong, Indonèsia, Malàisia, Singapur, Tailàndia i Taiwan coneguda com a “*miracle asiàtic*” i, caracteritzada per una dinàmica de creixement sòlida i continuada, uns nivells molt elevats d'estalvi i inversió, inflació moderada, unes finances públiques sanejades i una forta orientació de l'economia cap a l'exterior, feien *a priori* imprevisible una crisi d'aquella naturalesa i magnitud.

Amb tot, el FMI (1997a i 1997b) i Corsetti, Penseti i Roubini (1998) argumenten que la fortalesa econòmica que dibuixaven l'evolució dels valors fonamentals emmascarava seriosos problemes estructurals. Algunes economies presentaven dèficits per compte corrent recurrents i de dimensió creixent i els tipus de canvi reals, des de finals de 1995, mostraven una notable tendència apreciatòria. L'expansió del crèdit intern derivada de l'esterilització de les entrades de capitals procedents de l'estranger va afavorir el creixement excessiu de la inversió i l'aparició d'una “*bombolla especulativa*” als mercats immobiliaris i de capitals. A més, l'existència de garanties governamentals per al rescat financer de les “*males inversiones*” introduïa el problema de *risc moral*, tot afavorint la sobreinversió en projectes massa arriscats per part d'empreses financeres i no financeres i generant un passiu fiscal contingent.

En canvi, Radelet i Sachs (1998a i 1998b) i Berg (1999) apunten que allò que realment importava a l'hora d'explicar la crisi de l'Est d'Àsia era l'estructura temporal del deute i la moneda en la que estaven denominats els passius interns i externs d'empreses financeres i no financeres. D'aquesta manera, les imperfeccions dels mercats de capitals i la presència de sistemes de tipus de canvi fix juntament amb la manca d'uns mecanismes de regulació prudencial van introduir un biaix cap a l'endeutament excessiu a curt termini en moneda estrangera, a mesura que avançava la supressió dels controls als moviments de capitals i la liberalització dels sistemes financers.

Aquest capítol s'estructura en tres parts. A la primera secció s'ofereix una visió panoràmica dels anys del "*miracle asiàtic*" que ajuda a entendre la conjuntura econòmica als països de l'Est d'Àsia els anys previs a la crisi de 1997. Al segon dels apartats es descriu l'evolució de les principals variables econòmiques i es presenten els desajusts de caire macroeconòmic que podien haver originat la crisi posterior. Finalment, la darrera de les seccions exposa com l'origen de la crisi podia situar-se en la fragilitat financera de les economies de l'Est d'Àsia i els dubtes sobre la solvència del deute a curt termini en moneda estrangera.

## ***A. La gestació del miracle asiàtic***

La mitjana de creixement del PIB en termes reals de les economies emergents de l'Est d'Àsia durant el període 1975-89 es va situar en el 7 per cent anual. Aquest registre tan espectacular era imputable a un període de creixement econòmic ininterromput, de més de vint-i-cinc anys, que la història econòmica ha caracteritzat com a “*miracle asiàtic*”.

En aquest sentit, aquella expansió de l'activitat productiva fou netament superior a la mitjana de creixement real registrada tant als països en desenvolupament (4,8 per cent anual) com als països industrialitzats (2,9 per cent anual). Però tal vegada l'element més destacable és que aquests vuit països van tenir l'estranya habilitat de traduir aquella dinàmica de creixement virtuós, en un procés imparabile de reducció de la desigualtat i de millora del benestar del conjunt de l'economia; un procés que va permetre transformar unes economies pobres, rurals i poc desenvolupades en països “*emergents*” de renda mitjana.

Per assolir un ritme de creixement ràpid i sostingut i la seva translació en un nivell de benestar superior, els països emergents de l'Est d'Àsia van bastir una estratègia de desenvolupament que girava entorn la millora permanent de la productivitat dels diferents sectors industrials i l'expansió continuada de la demanda agregada. Amb aquest esperit, les autoritats econòmiques van dissenyar una política econòmica que perseguia quatre objectius bàsics: a) la consecució de l'estabilitat macroeconòmica i la millora en la distribució de la renda, b) el reforçament de l'estalvi nacional com a mecanisme de finançament de l'expansió de la inversió pública i privada, c) la formació de la població i la inversió en capital humà i d) la industrialització de l'economia a partir de la promoció de les exportacions i l'obertura gradual al comerç internacional.

### ***1. Estabilitat macroeconòmica i distribució de la renda***

#### ***1.1. LA CONFIGURACIÓ DEL CLIMA D'ESTABILITAT ECONÒMICA***

L'estabilitat macroeconòmica exhibida per les economies asiàtiques entre 1975 i 1989 fou un dels pilars bàsics sobre el que es va fonamentar el creixement ràpid i sostingut de les economies emergents de l'Est d'Àsia durant aquest període. En aquest sentit, les autoritats econòmiques van implementar una política macroeconòmica que passava per controlar la inflació i evitar els dèficits fiscals excessius. Així, la inflació durant el període 1975-89 va evolucionar sempre, com es pot observar al quadre 1.9, en uns nivells moderats, entorn al 7,5 per cent anual, tendència que d'alguna manera reflectia l'orientació de la política monetària dels països asiàtics.

**Quadre 1.9. Evolució històrica del creixement del PIB, de la inflació i del dèficit públic**

País	Període	Creixement real (variació anual)	Inflació (variació anual)	Dèficit Públic (en percentatge del PIB)
Corea del Sud	1975-82	7,0	17,6	-2,7
	1983-89	9,6	3,8	-0,3
Filipines	1975-82	5,6	11,0	-2,0
	1983-89	1,1	15,4	-2,8
Indonèsia	1975-82	6,2	15,0	<i>n.a.</i>
	1983-89	5,5	8,1	<b>-1,3</b>
Malàisia	1975-82	7,1	5,3	<i>n.a.</i>
	1983-89	5,4	2,0	-4,0
Tailàndia	1975-82	7,0	9,0	-5,8
	1983-89	8,1	3,1	-3,0
Hong Kong	1975-82	9,3	8,6	1,5
	1983-89	7,2	6,7	1,6
Singapur	1975-82	8,0	4,2	0,6
	1983-89	6,9	1,0	4,8
Taiwan	1975-82	8,5	8,6	<i>n.a.</i>
	1983-89	9,2	1,2	<b>1,3</b>

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del "International Financial Statistics" del FMI.

Paral·lelament, la consolidació pressupostària també fou un aspecte cabdal en la configuració d'un entorn macroeconòmic estable. Tot i que alguns dels països asiàtics van registrar dèficits fiscals substancials –com és el cas de Malàisia, Tailàndia, Filipines i Corea del Sud– conseqüència de la política inversora i intervencionista de l'Estat, l'estalvi privat net i un ràpid de creixement de l'activitat productiva van evitar el recurs a la monetització del dèficit públic. A més, la prudència fiscal i l'impacte favorable d'altres polítiques van ajudar a reduir la necessitat de finançament extern. Així, els dèficits exteriors de països com Indonèsia, Corea del Sud, Malàisia, Tailàndia i Filipines van gaudir d'unes condicions de finançament molt més favorables que d'altres països emergents<sup>1</sup>.

## 1.2. BENESTAR ECONÒMIC I DISTRIBUCIÓ DE LA RENDA

Un altre factor fonamental en el desenvolupament econòmic dels països de l'Est d'Àsia fou el procés de "transició demogràfica", és a dir, el pas d'una societat amb una elevada taxa de fertilitat i una elevada taxa de mortalitat infantil, a un altre escenari caracteritzat per la caiguda de la taxa de fertilitat i de mortalitat. Així, el ràpid creixement de la productivitat al sector

<sup>1</sup> De fet, cap d'aquestes economies es va veure afectada per una crisi que forçés la renegociació del seu deute extern a l'estil del que va succeir a molts països d'Amèrica Llatina.

agrícola, a pesar de la disminució de la seva importància econòmica en termes relatius, va assegurar la suficiència alimentària del país i, a més de transferir població al sector industrial, va augmentar l'esperança de vida. L'esperança de vida en néixer als 8 països asiàtics va passar en termes mitjans dels 56 anys de 1970 als 71 anys de 1995, mentre que la taxa de mortalitat infantil va passar de les 57 defuncions per cada 1.000 naixements vius el 1970 als 16 morts el 1995. En augmentar l'esperança vida i disminuir la taxa de mortalitat infantil, la taxa de fecunditat va reduir-se.

**Quadre 2.9. Creixement demogràfic i de la renda per càpita (1965-1995)**

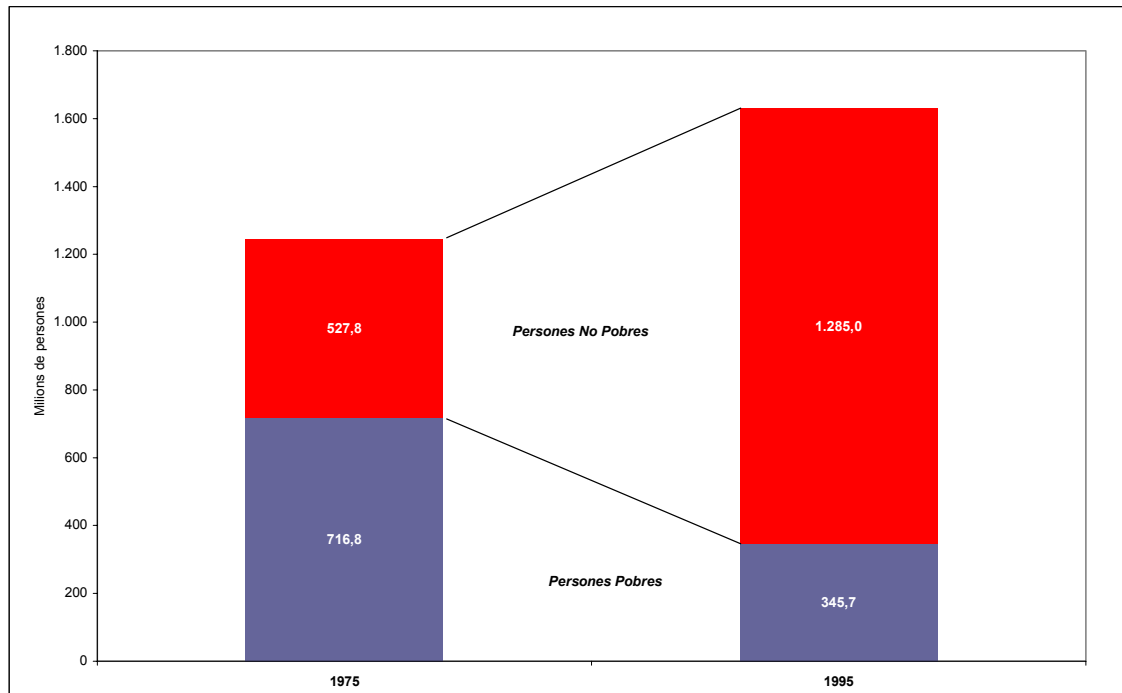
<i>En percentatge</i>		<b>1960-69</b>	<b>1970-79</b>	<b>1980-89</b>
<b>Corea del Sud</b>	<i>Creixement PIB real</i>	9,49	8,78	7,55
	<i>Creixement Demogràfic</i>	2,56	1,86	1,23
	<i>Renda per càpita</i>	6,93	6,92	6,32
<b>Filipines</b>	<i>Creixement PIB</i>	4,68	5,80	2,01
	<i>Creixement Demogràfic</i>	3,08	2,81	2,45
	<i>Renda per càpita</i>	1,60	2,99	-0,44
<b>Indonèsia</b>	<i>Creixement PIB</i>	3,00	7,77	5,77
	<i>Creixement Demogràfic</i>	2,24	2,29	1,99
	<i>Renda per càpita</i>	0,92	5,49	3,78
<b>Malàisia</b>	<i>Creixement PIB</i>	<i>n.a.</i>	8,38	5,88
	<i>Creixement Demogràfic</i>	<i>n.a.</i>	2,40	2,61
	<i>Renda per càpita</i>	<i>n.a.</i>	5,98	3,26
<b>Tailàndia</b>	<i>Creixement PIB</i>	8,28	7,36	7,27
	<i>Creixement Demogràfic</i>	3,18	2,56	1,69
	<i>Renda per càpita</i>	5,10	4,80	5,58
<b>Hong Kong</b>	<i>Creixement PIB real</i>	5,71	9,29	7,33
	<i>Creixement Demogràfic</i>	1,14	2,38	1,38
	<i>Renda per càpita</i>	4,57	6,92	5,95
<b>Singapur</b>	<i>Creixement PIB</i>	8,84	9,47	7,19
	<i>Creixement Demogràfic</i>	2,66	1,55	2,17
	<i>Renda per càpita</i>	6,31	7,92	5,02
<b>Taiwan</b>	<i>Creixement PIB real</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
	<i>Creixement Demogràfic</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
	<i>Renda per càpita</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del "International Financial Statistics" del FMI.

Com a conseqüència d'aquesta tendència, el ritme de creixement de la població va anar disminuint progressivament entre 1960 i 1989, com queda palès al quadre 2.9. Aquesta disminució paulatina del creixement demogràfic combinada amb un ràpid creixement de la producció va possibilitar que la renda per càpita de les economies emergents de l'Est d'Àsia es multipliqués per tres en l'interval de trenta anys. En aquest sentit, el creixement anual de la renda per càpita entre 1960 i 1989 als vuit països asiàtics considerats fou del 4,86 per cent, més del doble de la mitjana del creixement d'altres zones. Aquest increment va millorar la distribució de la renda del conjunt de la regió i el benestar de l'economia va augmentar de tal

manera que la proporció de persones que vivien en una situació de pobresa absoluta, és a dir, amb una manca de necessitats bàsiques com aigua potable, menjar i sostre van caure entre un 70 i un 85 per cent, com es pot apreciar a la gràfica 1.9.

**Gràfica 1.9. Evolució de la pobresa a les economies emergents de l'Est d'Àsia**



Font: Banc Mundial (1998b)

Segons el Banc Mundial (1998b), l'any 1975 un 60 per cent de la població vivia en condicions d'absoluta pobresa –amb menys d'1 dòlar diari– però 20 anys després el percentatge s'havia reduït fins al 20 per cent. Això significava que el nombre de persones pobres s'havia reduït a la meitat, des dels aproximadament 720 milions de persones de 1975 als 345 milions de 1995.

A resultes d'aquesta dinàmica Singapur, Hong Kong i Corea del Sud van situar-se entre els 30 primers països amb un índex de desenvolupament més alt mentre que Malàisia, Tailàndia, Filipines i Indonèsia figuraven entre els principals països de desenvolupament mitjà, segons l'Índex de Desenvolupament Humà del PNUD (1997). De fet, aquestes economies es van instal·lar en un cercle virtuós en el que el creixement de l'activitat productiva afavoria un major desenvolupament econòmic, la disminució de la pobresa i la millora de la distribució de la renda. Com destaca Stiglitz (2002) “... els Governos asiàtics van treballar activament per reduir la pobresa i limitar la desigualtat, perquè creien que aquestes polítiques eren importants per preservar la cohesió social necessària per generar un clima favorable a la inversió i el creixement de l'activitat productiva”.

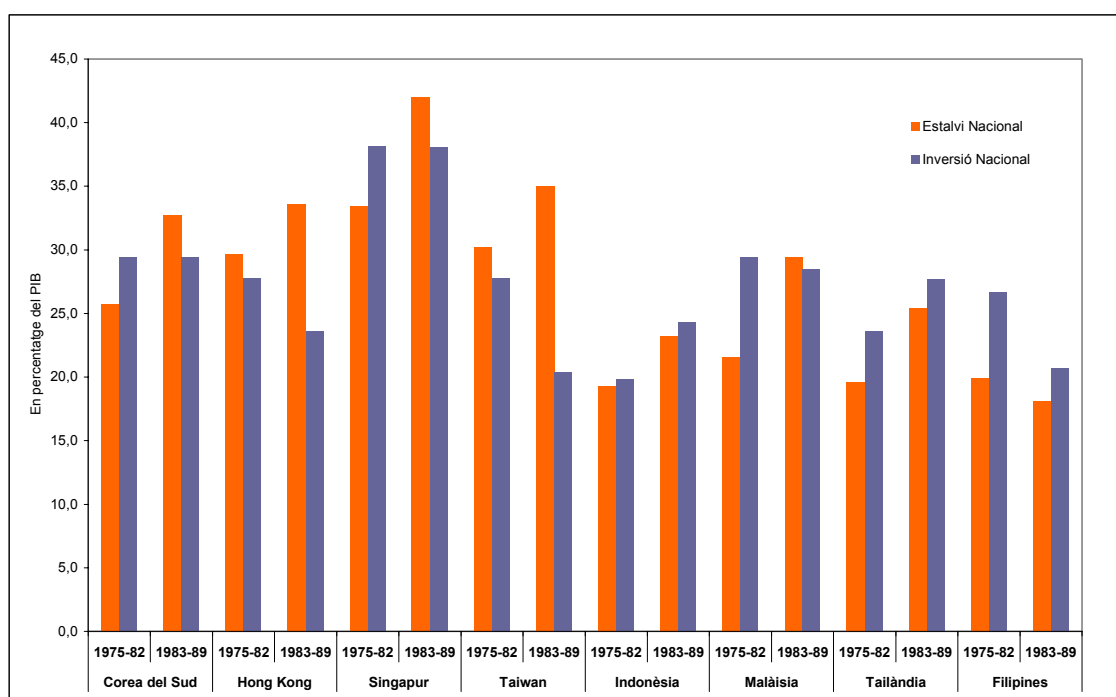
## 2. La política d'inversió i estalvi com a factor de desenvolupament econòmic

### 2.1. LA IMPORTÀNCIA DE LA INVERSIÓ PRIVADA

Segons el Banc Mundial (1993) dues terceres parts del creixement de la producció a les economies emergents asiàtiques durant els anys del “*miracle asiàtic*” eren imputables a un elevat nivell d'inversió privada i al ràpid creixement de la formació del capital humà.

Com s'observa a la gràfica 2.9, els diferents països van poder mantenir entre 1975 i 1989 uns elevats nivells d'inversió, de l'ordre del 27,2 per cent del PIB anual, perquè comptaven amb uns elevats nivells d'estalvi, entorn al 27,4 per cent del PIB anual.

Gràfica 2.9. Estalvi i Inversió a les economies emergents de l'Est d'Àsia (1975-89)



Font: Elaboració pròpia a partir de dades del “*International Financial Statistics*” del FMI.

En un principi, el context de baixa inflació i un elevat grau de consolidació de les finances públiques propiciats per la política macroeconòmica van configurar un entorn favorable a l'estalvi i van enfortir el ritme de creixement de la inversió. Així, a través del control de la inflació les autoritats econòmiques van evitar, per una banda, la volatilitat excessiva dels tipus d'interès reals dels dipòsits. Com es pot comprovar al quadre 3.9, la mitjana de la desviació típica dels tipus d'interès reals era el doble de la mitjana de països de l'OCDE, però molt inferior a la desviació mitjana de 40 punts d'Amèrica Llatina. Per altra banda, uns nivells d'inflació moderats garantien, en qualsevol cas, unes taxes de rendibilitat real positives que fomentaven la inversió.

**Quadre 3.9. Mitjana de tipus d'interès reals sobre els dipòsits**

Països	Període	Tipus d'interès real	
		Mitjana	Desviació Típica
<b>Corea del Sud</b>	1971-90	1,88	5,86
<b>Filipines</b>	1976-91	0,45	9,97
<b>Indonèsia</b>	1970-90	0,26	11,33
<b>Malàisia</b>	1976-91	2,77	2,47
<b>Tailàndia</b>	1977-90	4,41	5,32
<b>Hong Kong</b>	1973-91	-1,81	3,16
<b>Singapur</b>	1977-91	2,48	1,71
<b>Taiwan</b>	1974-91	3,86	7,92
<b>Economies Emergents</b>		1,98	5,97
<b>Economies OCDE</b>		0,16	2,78
<b>Amèrica Llatina</b>		16,67	40,27

*Nota: El càlcul dels tipus d'interès reals s'ha realitzat restant l'Índex de Preus al Consum de cada economia.*

*Font: Banc Mundial (1993)*

Amb tot, aquestes mesures estabilitzadores de caire macroeconòmic resultaven insuficients, donada l'estructura econòmica i financera dels països asiàtics. Per això, la bona gestió macroeconòmica es va haver de complementar amb un seguit de polítiques que perseguïen incrementar l'estalvi nacional i així poder finançar un volum d'inversió creixent.

Amb aquesta finalitat es va desenvolupar un sistema financer nacional basat en la banca a partir de la implementació de normes de regulació i supervisió prudencials, limitacions a la competència del sistema creditici i reformes institucionals<sup>2</sup>. Aquestes mesures van augmentar el grau d'integració del sistema bancari i el van fer més accessible als estalviadors no tradicionals –petits estalviadors i població rural–.

Paral·lelament, els països asiàtics alimentaven l'expansió continuada de la demanda interna a partir de la promoció permanent de la inversió. El creixement de la formació bruta de capital era possible gràcies a l'escenari d'estabilitat que s'havia anat configurant durant els “*anys del miracle asiàtic*”, però sobretot per la pràctica d'una política activa d'inversió instrumentada a través de diversos mitjans. Entre aquestes mesures destaquen la creació d'infraestructures de capital per part de l'Estat, i, una combinació de polítiques impositives que afavorien la inversió privada i que ajudaven a mantenir els preus relatius dels béns de capital a un nivell baix. Alhora, els Governos van dur a terme una política de “*repressió financera*” destinada, per una banda, a augmentar el grau de capitalització de les empreses del país –mitjançant la imposició de tipus d'interès sobre els dipòsits artificialment baixos, però també sostres als tipus d'interès actius sobre els crèdits–; i per una altra, a influir en l'assignació del crèdit a través de dues vies distintes: la creació de “*bancs de desenvolupament*” –institucions financeres especialitzades en

<sup>2</sup> Així per exemple, Malàisia i Singapur garantien un rendiment mínim a l'estalvi privat; Corea del Sud i Taiwan van imposar controls i tipus d'interès elevats als crèdits de consum així com impostos al consum de luxe; Corea del Sud, Malàisia, Singapur i Taiwan van endegar sistemes d'estalvi postal que reduïen els costos de transacció i augmentaven la seguretat dels dipòsits i que, alhora, que proporcionava a l'Estat notables recursos.



la gestió de crèdits a llarg termini– i la concessió de crèdits directes i subsidiats a sectors i empreses específiques a través de bancs públics i privats.

## 2.2. LA INVERSIÓ EN CAPITAL HUMÀ

Un altre dels aspectes bàsics de l'estratègia de desenvolupament dels països asiàtics fou la política d'inversió en la formació del capital humà. En aquest sentit, i a diferència d'altres països emergents, la despesa pública dels països asiàtics es va concentrar en una primera fase en la universalització de l'ensenyament primari i l'extensió de l'oferta d'ensenyament secundari. La demanda d'ensenyament superior era atesa pel sector privat que havia d'autofinançar-se. Com a conseqüència d'aquesta política –que es va veure afavorida també per la reducció de la taxa de fertilitat<sup>3</sup> de la dècada dels '70–, la qualitat de l'escolarització va millorar ràpidament. Així com es pot observar al quadre 4.9, la política d'inversió en ensenyament es va traduir en un increment de la població escolaritzada a nivell primari, que durant la dècada dels '90 ja se situava per sobre el 88 per cent, i de la taxa d'escolarització en estudis secundaris que va duplicar-se durant el període 1970-95.

**Quadre 4.9. Evolució de les taxes d'escolarització a l'Est d'Àsia (1970-95)**

<i>En percentatge</i>	<b>Ensenyament Primari</b>		<b>Ensenyament Secundari</b>	
	<b>1970</b>	<b>1995</b>	<b>1970</b>	<b>1995</b>
<b>Corea del Sud</b>	99,9	99,9	45,4	93,4
<b>Indonèsia</b>	75,6	99,9	13,0	55,0
<b>Malàisia</b>	84,1	88,7	25,5	55,9
<b>Filipines</b>	99,9	99,9	40,4	75,5
<b>Tailàndia</b>	78,6	88,2	18,2	34,9
<b>Taiwan</b>	n.a.	99,2	75,0	87,4

Font: FMI (1997)

La població més jove amb estudis primaris i secundaris va constituir el nucli de la força de treball en els primers estadis d'industrialització en activitats intensives en mà d'obra. A mesura que la productivitat augmentava i els salaris milloraven –conseqüència dels elevats nivells d'inversió en capital físic i l'aprehensió de noves tecnologies– els mercats laborals van començar a demandar personal amb unes qualificacions superiors.

Per això, en una segona fase, la política educativa va dirigir-se a la promoció de l'educació científica i tècnica mentre que l'educació universitària en els àmbits de les humanitats i les ciències socials la cobria el sector privat. Òbviament, aquestes polítiques introduïen un biaix important en la formació del capital humà, però en qualsevol cas es va aconseguir que, fins i tot,

<sup>3</sup> A països com Hong Kong, Corea del Sud i Singapur, el percentatge de població en edat escolar es va reduir a la meitat entre 1965 i 1989. Malàisia i Tailàndia van experimentar una evolució molt similar.

els treballadors amb salaris més baixos comptessin amb un nivell de formació elevat, o com a mínim, més elevat que a d'altres països en desenvolupament. Aquesta circumstància, va configurar-se com un pol d'atracció de la inversió directa estrangera, especialment en Japó, que va usar les economies del sud-est asiàtic com a plataforma de les seves exportacions<sup>4</sup> (Krugman, 1999a).

### ***3. La política comercial com a factor de desenvolupament econòmic***

Paradoxalment, els països emergents de l'Est d'Àsia van optar per una estratègia d'industrialització basada en la promoció de les exportacions<sup>5</sup> (Rodrik, 1994b). De fet, la creació d'una indústria d'exportació altament competitiva es va revelar com un instrument molt eficient per estimular la demanda agregada, però també com un mitjà de millora de la productivitat a través de la transferència de tecnologia i l'efecte "*pro-competitiu*" que introduïa el comerç internacional.

#### ***3.1. LA PROMOCIÓ DE LES EXPORTACIONS DE MANUFACTURES***

En un principi, els vuit països asiàtics –excepte Hong Kong– van embarcar-se en un procés d'industrialització a partir de la substitució d'importacions. Tanmateix, les dificultats per contenir les tensions sobre el tipus de canvi van forçar un canvi d'estratègia. Però a diferència de moltes altres economies en desenvolupament –que van tractar de mantenir la paritat de la seva moneda reforçant els controls sobre les importacions–, els països asiàtics van optar per una política comercial destinada a capturar els beneficis associats al comerç internacional i, menys a protegir-se dels costos que l'obertura a l'exterior podia imposar-los.

Corea del Sud i Taiwan des de finals dels anys '60 van apostar per sistemes mixts on l'obertura al comerç exterior i la promoció de les indústries manufactureres anaven acompanyades d'accions restrictives a la competència internacional. Així, els crèdits a l'exportació, les subvencions a indústries en declivi, l'exempció d'impostos a la importació de béns intermedis i de capital i altres incentius fiscals als exportadors i als seus proveïdors coexistien amb mesures proteccionistes, de distinta intensitat, als mercats nacionals. D'aquesta manera, el sistema comercial proporcionava als exportadors béns de capital i béns intermedis lliures de càrregues aranzelàries, alhora que es mantenia la protecció sobre els béns de consum elaborats a l'interior de les fronteres (Banc Mundial, 1993). A Malàisia, Singapur, Indonèsia, Tailàndia i Filipines l'impuls de les exportacions es va produir més tard, a començaments dels anys '80, i potser per

---

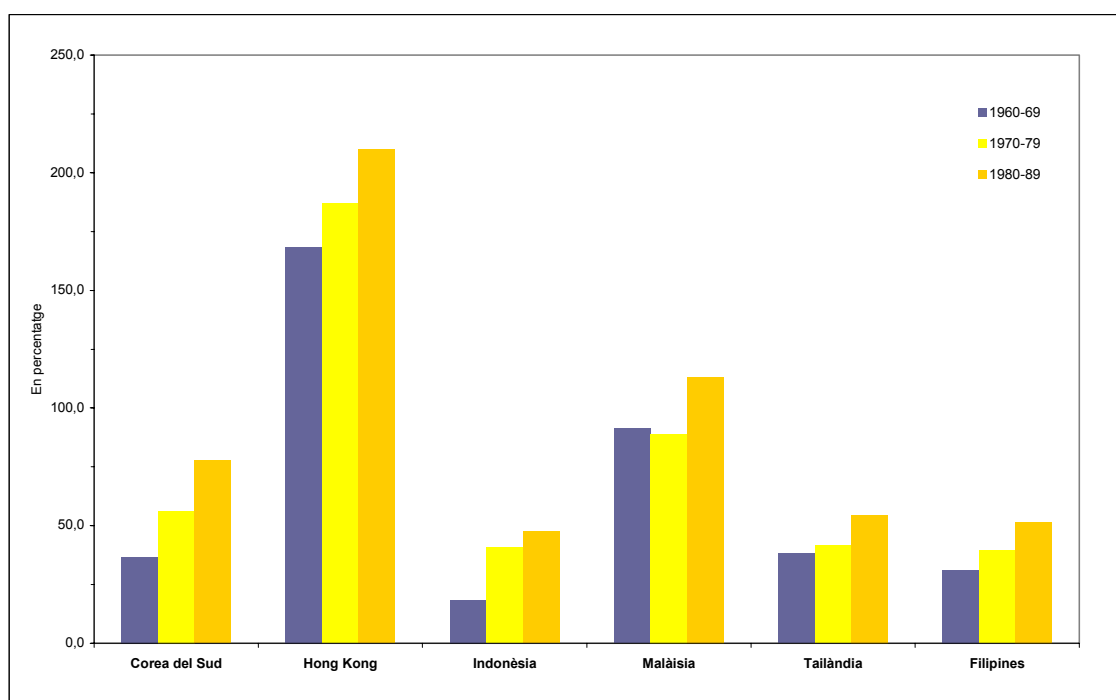
<sup>4</sup> Per a més informació veure capítols 2 i 3.

<sup>5</sup> Paradoxalment, perquè el model de creixement econòmic aplicat per la majoria de països en desenvolupament, en especial a Amèrica Llatina des dels anys '30, s'havia basat en la industrialització per substitució d'importacions, una estratègia que requeria un grau de proteccionisme important (Millet, 2001).

això, aquí es van adoptar règims comercials més pròxims al lliure comerç. El foment de les exportacions, a través de l'establiment d'objectius d'exportació a empreses i indústries, es completava amb la supressió gradual de la protecció interna, perquè es confiava més en els incentius que proporcionaven la competència comercial i la inversió directa.

Aquesta estratègia de desenvolupament basada en la promoció de les exportacions també es va veure beneficiada per la gestió de la política macroeconòmica. Així, la disciplina fiscal i un elevat estalvi públic van permetre mantenir la competitivitat internacional dels països emergents de l'Est d'Àsia, malgrat el diferencial d'inflació que existia amb els seus principals socis comercials. A resultes d'això, les vendes de productes de manufacturats de les indústries d'exportació van experimentar un ràpid increment.

**Gràfica 3.9. Grau d'obertura de les economies emergents de l'Est d'Àsia (1960-89)**



Font: Elaboració pròpia a partir de dades del "International Financial Statistics" del FMI.

En aquest sentit, i com s'observa a la gràfica 3.9, la importància del comerç exterior en l'estructura econòmica dels diferents països de l'Est d'Àsia era cada cop més significativa, i aquest extrem tenia el seu reflex en l'augment permanent del seu grau d'obertura comercial entre 1960 i 1989. De fet, aquesta expansió continuada de la demanda externa va actuar –a més de la inversió– com a motor del creixement de la producció nacional i com a font generadora de divises amb què atendre el servei del deute i finançar noves inversions.

### **3.2. EL COMERÇ EXTERIOR I LA MILLORA DE LA PRODUCTIVITAT**

Alhora, la promoció i creixement de les exportacions de manufactures va esdevenir la principal font de millora de la productivitat a través d'una doble via.

Per una banda, els països asiàtics es van beneficiar de la millora de la productivitat que generava la competència exterior. La instrumentació, inicial, de polítiques comercials restrictives – excepte a Hong Kong i Singapur– s'explicava per la voluntat d'afavorir el desenvolupament d'una incipient indústria nacional que, en absència de protecció, veuria compromesa la seva viabilitat per la competència de les empreses més productives dels països industrialitzats. De fet, els preus d'exportació es fixaven als mercats internacionals i, sovint, eren substancialment menors al cost unitari de producció de les indústries dels països emergents. En aquest escenari, els beneficis als mercats nacionals protegits de la competència externa compensaven les pèrdues de les exportacions. Però, fins i tot, aquelles indústries que només operaven al mercat interior protegit sabien que, tard o d'hora, el seu mercat seria obert a l'exterior, i aquesta possibilitat inseria a bona part del teixit industrial en un procés de millora constant de l'eficiència per mantenir o ampliar la seva quota, tant als mercats nacionals com als mercats internacionals. Una altra prova evident de l'efecte disciplinant que imposava la competència externa és el fet que, malgrat la protecció que existia sobre els productes nacionals, els seus preus evolucionaven en consonància amb els preus internacionals.

Per altra banda, l'augment de les exportacions de manufactures també va erigir-se en un potent mecanisme per a la transferència tecnològica. Els països del sud-est asiàtic van explotar, també, els beneficis derivats de la intensificació del comerç internacional a partir de la captura de la tecnologia estrangera que es derivava de l'obtenció de llicències, la importació de béns de capital i de la formació i l'aprenentatge dels treballadors rebuts de l'exterior (Banc Mundial, 1993). Aquesta transferència de tecnologia beneficiava les empreses que incorporaven les millores de procés o de producte però, alhora, generaven també una sèrie de *spillovers* per a la resta de l'economia que no es reflectien directament en les transaccions de mercat.

L'obertura a la inversió directa va accelerar aquest procés, primer a Hong Kong, Malàisia i Singapur i, més tard, a Indonèsia, Tailàndia i Filipines. Corea del Sud i, en menor mesura, Taiwan van restringir l'accés de la inversió directa estrangera però van compensar aquestes limitacions a través de la captura del coneixement exterior mitjançant la compra de patents i llicències.

## ***B. La conjuntura macroeconòmica els anys previs a la crisi de 1997***

Els elements sobre els quals es va fonamentar el procés de desenvolupament econòmic de les economies asiàtiques durant els anys '70 i '80, paradoxalment, van ser els mateixos que a la segona meitat de la dècada dels '90 van jugar un paper cabdal en la pèrdua de confiança dels inversors. Així, els elevats nivells d'inversió de les economies emergents de l'Est d'Àsia van possibilitar un procés de creixement de l'activitat productiva ininterromput durant vint o vint-i-cinc anys de l'ordre del 7,5 per cent anual. I si bé és cert que aquesta dinàmica de creixement de l'activitat productiva es va mantenir durant bona part dels anys '90, l'augment recurrent de la inversió va acabar dotant les distintes economies asiàtiques d'una capacitat productiva excessiva en un gran nombre de sectors industrials<sup>6</sup>.

Per altra banda, l'estabilitat canviària havia estat un dels pilars sobre el que s'havia bastit la política comercial dels països de l'Est d'Àsia. Però amb el temps, els sistemes de tipus de canvi fix o quasi fix van afavorir l'apreciació real de les distintes monedes i la pèrdua de competitivitat de les exportacions de la zona. A pesar que els dèficits externs van anar ampliant-se fins assolir uns valors més o menys preocupants en països amb una elevada propensió al consum, la vinculació de la necessitat de finançament externa amb una despesa en inversió privada elevada i uns nivells creixents de l'estalvi com a proporció del PIB van alimentar la sensació que la dinàmica de creixement era robusta i que els dèficits externs eren sostenibles. A més, aquesta percepció es veia reforçada pel fet que els saldos pressupostaris tendien a estar equilibrats mentre que l'evolució de la inflació era un reflex de l'orientació de la política monetària.

### ***1. Creixement i desenvolupament econòmic***

#### ***1.1. PRODUCCIÓ REAL, OCUPACIÓ I ATUR***

##### ***1.1.1. El dinamisme de la producció i de la demanda agregada***

En tots els països de l'Est d'Àsia les taxes de creixement del PIB en termes reals van continuar sent molt elevades durant la dècada dels '90, perpetuant d'alguna manera la dinàmica de creixement que havia caracteritzat aquestes economies durant els vint anys anteriors.

Com s'observa al quadre 5.9 la taxa mitjana de creixement entre 1990 i 1996 superava el 7 per cent del PIB, un punt superior a la mitjana de creixement registrada durant el període 1980-89.

---

<sup>6</sup> La desmitificació del "*miracle asiàtic*" per part de Young (1992) i de Krugman (1994) pot considerar-se com un primer senyal d'alerta sobre les dificultats que afectaven les economies asiàtiques. La tesi esgrimida per aquests autors és que el creixement de la major part d'aquestes economies era molt desequilibrat perquè es basava en un ritme molt elevat d'acumulació de capital però amb un escàs progrés tecnològic, la qual cosa qüestionava la possibilitat de mantenir durant molt més temps les elevades taxes de creixement que s'havien registrat fins aleshores.

**Quadre 5.9. Evolució del creixement real del PIB i dels components de la demanda agregada a les vuit economies de l'Est d'Àsia**

<i>Variació percentual respecte l'any anterior</i>		<b>Mitjana 1985-89</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>Mitjana 1990-96</b>	<b>1997</b>
<i>En percentatge</i>											
<b>Corea del Sud</b>	<i>PIB real</i>	9,0	9,0	9,2	5,4	5,5	8,3	8,9	6,7	7,6	5,0
	<i>Consum Privat</i>	8,2	9,6	8,0	5,5	5,6	8,2	9,6	7,1	7,7	3,5
	<i>Consum Públic</i>	7,2	7,4	7,2	5,9	4,6	1,9	0,8	8,2	5,2	1,5
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	12,3	25,9	13,3	-0,7	6,3	10,7	11,9	7,3	10,7	-2,2
	<i>Variació d'existències</i>	35,1	-93,7	730,8	-13,1	-204,6	-222,8	-15,9	114,3	42,1	-207,8
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	12,4	4,1	11,2	11,3	11,3	16,1	24,6	11,2	12,8	21,4
<b>Filipines</b>	<i>PIB real</i>	2,7	3,0	-0,6	0,3	2,1	4,4	4,7	5,8	2,8	5,2
	<i>Consum Privat</i>	3,5	5,4	2,3	3,3	3,0	3,7	3,8	4,6	3,7	5,0
	<i>Consum Públic</i>	4,0	6,8	-2,1	-0,9	6,2	6,1	5,6	4,1	3,7	4,6
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	2,9	15,0	-14,2	6,4	8,7	7,5	4,7	12,0	5,7	11,5
	<i>Variació d'existències</i>	-67,9	37,8	-84,9	186,5	-30,7	94,1	-44,1	45,5	29,2	24,5
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	6,2	1,9	6,3	4,3	6,2	19,8	12,0	15,4	9,4	17,2
<b>Indonèsia</b>	<i>PIB real</i>	31,3	9,0	8,9	7,2	7,3	7,5	8,2	7,8	8,0	4,7
	<i>Consum Privat</i>	30,0	17,2	8,0	3,1	11,8	7,8	12,6	9,7	10,0	7,8
	<i>Consum Públic</i>	34,1	4,8	5,3	5,7	0,2	2,3	1,3	2,7	3,2	0,1
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	33,5	16,1	12,9	3,6	6,6	13,8	14,0	14,5	11,6	8,6
	<i>Variació d'existències</i>	35,3	-13,3	-11,2	63,1	-34,6	40,7	6,9	-63,0	-1,6	-43,1
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	28,4	0,4	19,9	15,2	6,8	9,9	7,7	7,6	9,6	7,8
<b>Malàisia</b>	<i>PIB real</i>	11,9	9,0	9,5	8,9	9,9	9,2	9,8	10,0	9,5	7,3
	<i>Consum Privat</i>	12,8	11,9	9,0	4,7	6,3	9,4	11,7	6,9	8,5	4,3
	<i>Consum Públic</i>	7,6	5,9	11,7	4,9	8,4	7,9	6,1	0,7	6,5	5,7
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	9,2	27,1	22,4	11,0	17,8	16,1	22,8	8,2	17,9	9,2
	<i>Variació d'existències</i>	-153,0	-193,2	-337,6	-197,3	-127,7	233,2	-93,9	-2211,1	-418,2	-85,5
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	16,3	17,8	15,8	12,6	11,5	21,9	19,0	9,2	15,4	5,5

<i>Variació percentual respecte l'any anterior</i>		<b>Mitjana</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>Mitjana</b>	<b>1997</b>
		<b>1985-89</b>								<b>1990-96</b>	
<i>En percentatge</i>											
<b>Tailàndia</b>	<i>PIB real</i>	9,0	11,2	8,6	8,1	8,3	9,0	9,2	5,9	8,6	-1,4
	<i>Consum Privat</i>	6,7	12,9	5,4	8,7	8,4	7,7	7,8	5,8	8,1	-1,4
	<i>Consum Públic</i>	2,6	6,9	6,2	6,4	5,1	8,2	5,2	12,1	7,2	-2,8
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	11,7	29,6	12,7	6,6	9,3	11,4	11,2	7,0	12,5	-20,5
	<i>Variació d'existències</i>	512,4	144,9	37,8	-37,4	-22,4	-40,1	418,6	-47,5	64,8	-103,3
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	-435,6	265,7	-3,1	-33,0	16,8	16,5	83,1	42,7	55,5	-119,3
<b>Hong Kong</b>	<i>PIB real</i>	6,9	3,4	5,1	6,3	6,1	5,4	3,9	4,5	4,9	5,0
	<i>Consum Privat</i>	6,8	5,7	8,6	7,7	7,5	6,7	1,6	4,7	6,1	6,2
	<i>Consum Públic</i>	4,4	5,5	7,7	13,2	2,2	3,9	3,2	4,0	5,7	2,4
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	6,0	8,1	9,3	9,2	3,7	15,7	10,7	10,8	9,7	12,7
	<i>Variació d'existències</i>	52,5	69,7	-28,8	107,1	-73,7	801,9	99,9	-76,0	128,6	13,7
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	15,4	-23,0	-30,6	-44,2	47,5	-143,8	194,5	-39,7	-5,6	124,0
<b>Singapur</b>	<i>PIB real</i>	6,3	9,0	7,1	6,5	12,7	11,4	8,0	7,7	8,9	8,5
	<i>Consum Privat</i>	7,0	7,6	6,0	5,8	11,9	7,5	3,0	7,6	7,1	6,0
	<i>Consum Públic</i>	5,2	11,0	7,7	0,4	14,7	-1,7	11,7	19,3	9,0	7,1
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	-1,1	10,3	13,4	11,8	10,3	9,6	11,8	23,1	12,9	9,7
	<i>Variació d'existències</i>	40,3	158,8	-78,2	-65,7	942,7	-115,5	-302,0	-308,8	33,0	-95,1
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	16,7	-15,2	49,7	2,3	-5,8	93,5	6,0	-17,9	16,1	7,6
<b>Taiwan</b>	<i>PIB real</i>	9,1	5,4	7,6	7,5	7,0	7,1	6,4	6,1	6,7	6,7
	<i>Consum Privat</i>	10,2	7,8	7,4	8,9	8,1	8,4	5,6	6,5	7,5	7,3
	<i>Consum Públic</i>	7,6	12,5	7,4	2,9	0,4	-1,7	3,1	6,7	4,5	5,9
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	10,7	7,6	9,2	18,5	12,0	7,4	7,3	1,7	9,1	10,6
	<i>Variació d'existències</i>	-181,6	-44,8	78,0	38,0	-17,0	-15,7	-52,7	115,1	14,4	127,4
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	12,0	0,6	12,9	6,7	7,4	5,1	12,3	6,7	7,4	9,1

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del "International Financial Statistics" del FMI

**Quadre 6.9. Evolució de la importància relativa dels components de la demanda agregada a les vuit economies de l'Est d'Àsia**

<i>En percentatge del PIB</i>		<b>Mitjana 1984-89</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>Mitjana 1990-96</b>	<b>1997</b>
<b>Corea del Sud</b>	<i>PIB real</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	<i>Consum Privat</i>	53,9	52,3	52,3	52,9	53,4	54,4	54,7	55,8	53,7	56,3
	<i>Consum Públic</i>	10,1	10,5	10,5	10,8	10,5	10,2	9,7	10,2	10,3	10,1
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	29,6	37,3	39,0	37,0	36,2	36,0	36,7	36,8	37,0	35,1
	<i>Variació d'existències</i>	1,2	0,4	0,8	0,4	-0,7	0,5	0,5	1,1	0,4	-0,9
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	5,1	-0,5	-2,6	-1,0	0,5	-1,1	-1,5	-3,9	-1,5	-0,6
<b>Filipines</b>	<i>PIB real</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	<i>Consum Privat</i>	71,1	71,2	73,4	75,4	76,1	74,4	74,1	73,5	74,0	72,6
	<i>Consum Públic</i>	8,3	10,1	9,9	9,7	10,1	10,8	11,4	11,9	10,6	13,2
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	18,5	23,1	20,0	20,9	23,8	23,6	22,2	23,4	22,4	24,4
	<i>Variació d'existències</i>	-0,5	1,0	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2	0,6	0,4	0,4
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	2,7	-5,5	-3,6	-6,4	-10,2	-9,2	-7,9	-9,4	-7,5	-10,6
<b>Indonèsia</b>	<i>PIB real</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	<i>Consum Privat</i>	59,0	58,9	58,2	55,9	58,5	59,7	61,6	62,4	59,3	61,7
	<i>Consum Públic</i>	9,9	8,8	8,3	8,8	9,0	8,1	7,8	7,6	8,4	6,8
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	24,4	28,3	27,0	25,8	26,3	27,6	28,4	29,6	27,6	28,3
	<i>Variació d'existències</i>	4,8	2,4	5,0	6,6	3,2	3,5	3,5	1,1	3,6	3,4
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	1,9	1,5	1,4	2,9	3,0	1,1	-1,3	-0,6	1,2	-0,3
<b>Malàisia</b>	<i>PIB real</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	<i>Consum Privat</i>	50,0	51,8	52,2	50,3	48,3	48,1	47,9	46,0	49,2	45,3
	<i>Consum Públic</i>	15,0	13,8	13,7	13,0	12,6	12,3	12,4	11,1	12,7	10,8
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	27,3	33,0	36,4	36,6	38,9	40,2	43,6	42,5	38,7	43,1
	<i>Variació d'existències</i>	0,4	-0,7	1,4	-1,3	0,3	1,0	0,1	-1,0	0,0	-0,1
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	7,2	2,0	-3,7	1,4	-0,1	-1,6	-3,9	1,4	-0,6	0,9



<i>En percentatge del PIB</i>		Mitjana 1984-89	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Mitjana 1990-96	1997
<b>Tailàndia</b>	<i>PIB real</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	<i>Consum Privat</i>	59,9	56,6	55,0	54,8	54,7	54,0	53,2	53,8	54,6	54,7
	<i>Consum Públic</i>	11,7	9,4	9,2	9,9	10,0	9,8	9,9	10,2	9,8	10,1
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	29,1	40,4	41,6	39,3	39,6	40,0	41,1	41,1	40,4	33,8
	<i>Variació d'existències</i>	0,8	1,0	1,2	0,7	0,4	0,3	1,0	0,8	0,8	-0,1
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	-1,5	-7,3	-7,0	-4,6	-4,7	-4,0	-5,2	-5,8	-5,5	1,6
<b>Hong Kong</b>	<i>PIB real</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	<i>Consum Privat</i>	58,5	56,7	58,5	58,0	57,3	58,6	60,8	60,6	58,6	60,3
	<i>Consum Públic</i>	7,0	7,4	7,7	8,2	8,1	8,3	8,7	8,8	8,2	8,6
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	23,4	26,4	26,6	27,4	27,3	29,8	30,6	31,2	28,5	33,6
	<i>Variació d'existències</i>	1,8	1,0	0,6	1,1	0,3	2,1	4,2	0,8	1,4	0,9
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	9,3	8,5	6,6	5,3	7,0	1,2	-4,3	-1,4	3,3	-3,4
<b>Singapur</b>	<i>PIB real</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	<i>Consum Privat</i>	46,7	46,4	45,3	45,6	45,3	44,2	41,5	41,1	44,2	40,1
	<i>Consum Públic</i>	12,0	10,2	9,9	9,3	9,4	8,4	8,6	9,5	9,3	9,4
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	37,2	32,5	33,9	36,0	35,2	33,9	33,9	38,4	34,8	38,7
	<i>Variació d'existències</i>	2,1	4,2	0,9	0,3	2,7	-0,5	0,8	-1,4	1,0	-0,1
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	2,0	6,8	10,0	8,7	7,5	13,8	15,2	12,3	10,6	11,9
<b>Taiwan</b>	<i>PIB real</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	<i>Consum Privat</i>	53,3	57,3	57,2	58,0	58,6	59,3	58,9	59,1	58,4	59,5
	<i>Consum Públic</i>	17,0	17,8	17,8	17,0	16,0	14,7	14,2	14,3	16,0	14,2
	<i>Formació Bruta de Capital Fix</i>	17,7	19,8	20,1	22,2	23,2	23,3	23,5	22,5	22,1	23,3
	<i>Variació d'existències</i>	0,8	0,6	1,0	1,3	1,0	0,8	0,3	0,7	0,8	1,5
	<i>Exportacions netes de béns i serveis</i>	44,4	43,5	45,7	45,3	45,5	44,6	47,1	47,4	45,6	48,5

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del "International Financial Statistics" del FMI.

De fet, a països com Malàisia, Singapur, Tailàndia i, en menor mesura, Corea del Sud les taxes de creixement de l'ordre del 9-10 per cent eren força freqüents a la primera meitat dels anys '90. L'excepció d'aquest dinamisme en l'activitat productiva era Filipines on el creixement mitjà fou del 2,82 per cent durant aquest període.

Aquest dinamisme de l'activitat productiva, entre 1990 i 1996, era imputable a un creixement anual mitjà de les exportacions netes del 15 per cent anual i de la formació bruta de capital fix en un 11,5 per cent i, en menor mesura, del consum privat en un 7,3 per cent. Malgrat l'expansió de les exportacions netes, la seva importància relativa al conjunt de la regió es va reduir respecte la dècada anterior en passar del 8,9 entre 1984-89 al 5,7 per cent del PIB real entre 1990-96. Aquesta circumstància posaria de manifest que el creixement de la inversió privada a les economies de l'Est d'Àsia –que va passar del 25,9 al 31,4 per cent del PIB real– s'estava adreçant cada cop més a sectors industrials de béns no comercials. Finalment, el consum privat representava, entre 1990 i 1996, el 56,5 per cent del PIB real, un valor idèntic al del període 1984-89.

Amb tot, el creixement ininterromput de la producció va emascarar un augment en la desigualtat en la distribució de la renda en alguns països de la regió. Així, aquesta desigualtat va augmentar clarament a Hong Kong, Tailàndia i les Filipines, i, només a Malàisia es va observar una lleugera disminució.

**Quadre 7.9. Desigualtat a l'Est d'Àsia**

Economia	Període	Variable de Referència	Coeficient de Gini (en percentatge)	
			Primer any	Segon any
Corea del Sud	1970-88	Renda familiar	33,3	33,6
Filipines	1985-94	Despesa per càpita	41,0	42,9
Indonèsia	1970-95	Despesa per càpita	34,9	34,2
Malàisia	1973-95	Renda per càpita	50,1	48,5
Tailàndia	1975-92	Despesa per càpita	36,4	46,2
Hong Kong	1971-91	Renda familiar	40,9	45,0
Singapur	1973-89	Renda familiar	41,0	39,0
Taiwan	1985-95	Renda per càpita	29,0	31,7

Font: Banc Mundial (1998b).

Segons el Banc Mundial (1998b), aquesta evolució s'explicaria per dos motius principals. D'una banda, a mesura que augmentava el nivell d'educació s'incrementaven les disparitats salarials entre els treballadors amb estudis superiors i aquells menys qualificats. Per altra banda,

la concentració de l'activitat industrial en determinades àrees, especialment les zones urbanes, va contribuir també a accentuar les disparitats regionals en la distribució de la renda.

A partir de l'any 1996, la majoria de països de la regió van registrar un alentiment en la seva activitat productiva com a conseqüència de la reducció notable del creixement a Corea del Sud –del 8,9 per cent l'any 1995 al 6,7 per cent el 1996–, Tailàndia –del 9,3 per cent l'any 1995 al 5,9 per cent el 1996– i també a Indonèsia i Taiwan. Tanmateix, els registres de les dècades precedents als països de l'Est Asiàtic avalaven les economies d'aquells països i, en conseqüència, aquesta menor activitat productiva era un episodi conjuntural sense més importància i, per tant, res no feia preveure l'esclat de la crisi a mitjans de 1997. Ben al contrari, les elevades taxes de creixement van contribuir a configurar un clima d'optimisme generalitzat i l'expectativa que aquesta conjuntura econòmica favorable es perpetuaria en el temps. En conseqüència, empreses i Governos van tendir a extrapolar, de manera simple, el ràpid creixement de la primera meitat de la dècada dels '90 cap al futur.

### ***1.1.2. Ocupació i atur***

Paral·lelament, aquesta dinàmica de creixement de la producció real tan marcada va permetre anar absorbint l'expansió continuada de la població activa. Alhora, el nivell d'ocupació, especialment a la indústria i al sector serveis, va anar en augment a mesura que la demanda agregada creixia. El dinamisme de l'activitat productiva es va traduir en una disminució de la taxa d'atur mitjana als països de l'Est d'Àsia de gairebé 1 punt percentual respecte els valors de la dècada anterior. D'aquesta manera, a la majoria de països la taxa d'atur es va mantenir en uns valors molt baixos, entorn al 3,3 per cent de la població activa, un nivell molt pròxim a una situació de plena ocupació. Només a Indonèsia, Malàisia i Filipines les taxes d'atur superaven el 3 per cent de la població activa. En particular, a Malàisia i Indonèsia la desocupació se situava en termes mitjans en el 3,5 i el 3,9 per cent. Finalment, a Filipines el menor dinamisme de l'activitat productiva va tenir el seu reflex en les taxes d'atur més altes de la regió, un 8,4 per cent.

Aquesta evolució tan favorable de l'ocupació era un reflex de la política laboral dels Governos de l'Est d'Àsia. Històricament, en els primers estadis de desenvolupament econòmic, la majoria dels països de la regió van aconseguir mantenir els mercats de treball sense excessives rigideses institucionals i polítiques, a costa de rebaixar els drets dels treballadors. Per al Banc Mundial (1993), fins a finals dels '80, les condicions laborals a països com Corea del Sud, Malàisia, les Filipines, Tailàndia i Taiwan venien determinades unilateralment per les empreses amb la col·laboració, en algunes ocasions, dels Estats. Per això, existia molta flexibilitat en el fixament dels salaris, i, el seu creixement es vinculava a l'evolució de la productivitat i no tant a la

inflació. Tanmateix, a principis dels '90 es van produir canvis cap a una major democratització dels Governos i les pressions per establir unes relacions industrials més modernes als mercats laborals van afectar positivament el funcionament dels sindicats de treballadors. En essència, les reformes pretenien configurar un sistema de relacions industrials que permetés la resolució de les disputes laborals i evités l'esclat de vagues i altres fórmules de mobilització, de vegades violentes.

**Quadre 8.9. Evolució taxa d'atur als països de l'Est d'Àsia**

En percentatge		Mitjana 1984-89	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Mitjana 1990-96	1997
<b>Corea del Sud</b>	Taxa participació	39,8	43,2	44,1	44,6	45,0	45,7	46,2	46,7	45,1	47,1
	Taxa d'atur	3,3	2,4	2,3	2,4	2,8	2,4	2,0	2,0	2,3	2,6
<b>Filipines</b>	Taxa participació	39,5	39,5	39,6	40,1	40,0	40,0	39,9	41,2	40,1	41,2
	Taxa d'atur	7,6	8,1	9,0	8,6	8,9	8,4	8,4	7,4	8,4	7,9
<b>Indonèsia</b>	Taxa participació	40,8	43,4	42,9	43,4	43,1	44,6	44,3	45,4	43,9	45,4
	Taxa d'atur	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	4,4	7,2	4,9	3,9	4,7
<b>Malàisia</b>	Taxa participació	38,9	39,7	38,8	38,7	39,0	39,0	38,1	40,7	39,1	40,5
	Taxa d'atur	7,0	5,1	4,3	3,7	3,0	2,9	3,1	2,5	3,5	2,4
<b>Tailàndia</b>	Taxa participació	54,4	56,9	56,8	57,4	56,6	55,5	55,6	54,6	56,2	55,4
	Taxa d'atur	3,3	2,2	2,7	1,4	1,5	1,3	1,1	1,1	1,6	0,9
<b>Hong Kong</b>	Taxa participació	48,6	48,2	48,7	48,1	48,5	48,5	48,7	49,1	48,5	49,8
	Taxa d'atur	2,4	1,3	1,8	2,0	2,0	1,9	3,2	2,8	2,1	2,2
<b>Singapur</b>	Taxa participació	47,9	51,2	49,5	50,2	49,3	49,5	49,5	49,1	49,8	49,5
	Taxa d'atur	3,9	1,7	1,9	2,7	2,7	2,6	2,7	3,0	2,5	2,4
<b>Taiwan</b>	Taxa participació	41,0	41,6	41,9	42,4	42,3	42,9	43,1	43,2	42,5	43,4
	Taxa d'atur	2,2	1,7	1,5	1,5	1,5	1,6	1,8	2,6	1,7	2,7
<b>Mitjana Economies Est d'Àsia</b>	Taxa participació	43,9	45,5	45,3	45,6	45,5	45,7	45,7	46,3	45,6	46,5
	Taxa d'atur	4,0	3,1	3,3	3,1	3,2	3,2	3,7	3,3	3,3	3,2

*Nota: La taxa de participació es calcula com el quocient de la població activa respecte la població total.*

*Font: Elaboració pròpia a partir de dades del Asian Development Bank.*

## 1.2. INVERSIÓ, ESTALVI I RENDIBILITAT DEL CAPITAL

### 1.2.1. El procés de sobreinversió

Com s'ha comentat anteriorment, entre 1992 i 1995, les economies emergents de l'Est d'Àsia van registrar unes taxes de creixement del PIB real entorn al 7 per cent anual, significativament superiors a la mitjana de creixement que havien registrat històricament. La simple extrapolació d'aquestes taxes de creixement econòmic cap al futur va generar unes expectatives de guany

molt positives entre les empreses. La possibilitat que l'activitat productiva de les economies d'aquesta regió creixés a ritmes del 7 per cent anual o superiors, com ja havia estat passant durant els anys '80, imposava la necessitat d'ampliar les instal·lacions tècniques de les empreses, exigia invertir en nova maquinària per poder atendre la major demanda esperada en el futur. De fet, les empreses invertien per dotar-se d'una major capacitat productiva doncs confiaven poder vendre la major producció derivada d'aquelles inversions (BIS, 1997).

Aquesta dinàmica dels mercats de béns i serveis es reforçava amb l'intervencionisme secular per part de l'Estat. Així, la voluntat política de continuar amb els ritmes de creixement econòmic registrats als anys '80, va tendir a perpetuar la llarga tradició de garanties públiques als projectes d'inversió privada<sup>7</sup> (Banc Mundial, 1998a). D'aquesta manera, els nivells de formació bruta de capital fix que havien caracteritzat el creixement continuat de l'activitat productiva dels països de l'Est d'Àsia, ja des dels primers estadis de desenvolupament, es va mantenir i ampliar durant la primera meitat de la dècada dels '90. La inversió al sector públic es concentrava, principalment, en el proveïment d'infraestructures mentre que la inversió privada es destinava, en un principi, a incrementar capacitat industrial.

Com s'evidencia al quadre 9.9, entre 1990 i 1996 les taxes d'inversió mitjanes se situaven per sobre del 30 per cent del PIB a la majoria de països, amb les excepcions de Filipines i Taiwan on oscil·laven en uns valors lleugerament inferiors, entre el 20-25 per cent del PIB.

**Quadre 9.9 Evolució de l'eficiència de la inversió productiva**

	<i>Inversió</i>	<i>PIB real</i>	<i>ICOR<sup>1</sup></i>	<i>Inversió</i>	<i>PIB real</i>	<i>ICOR<sup>1</sup></i>
	<i>En percentatge del PIB</i>	<i>Variació percentual anual</i>		<i>En percentatge del PIB</i>	<i>Variació percentual anual</i>	
	<i>Període 1983-89</i>			<i>Període 1990-96</i>		
<i>Corea del Sud</i>	29,4	9,6	32,7	37,0	7,6	20,5
<i>Hong Kong</i>	29,5	7,2	24,4	30,0	5,1	17,0
<i>Singapur</i>	38,1	6,9	18,1	35,2	8,9	25,4
<i>Taiwan</i>	20,4	9,2	45,1	23,6	6,3	26,8
<i>Indonèsia</i>	24,3	5,5	22,6	31,4	7,2	23,1
<i>Malàisia</i>	28,5	5,4	18,9	37,9	9,5	25,0
<i>Tailàndia</i>	27,7	8,1	29,2	41,1	8,6	20,9
<i>Filipines</i>	20,7	1,1	5,3	22,5	2,8	12,6
<i>Mitjana Aritmètica</i>	<b>27,3</b>	<b>6,6</b>	<b>24,2</b>	<b>32,3</b>	<b>7,0</b>	<b>21,7</b>

*Nota: Els valors recollits al quadre constitueixen la inversa del ICOR, és a dir, el quocient entre la taxa de creixement del PIB i la inversió com a percentatge del PIB. Un augment de la ràtio significa una millora de l'eficiència de la inversió mentre que una disminució comporta un empitjorament de l'eficiència.*

*Font: Elaboració pròpia a partir de dades del "International Financial Statistics" del FMI.*

<sup>7</sup> Algunes d'aquestes operacions es realitzaven sota el control directe de l'Estat i d'altres eren subvencionades a través de polítiques de crèdit dirigides a determinades empreses o a sectors específics.

Tanmateix, a diferència de les dècades anteriors, aquest procés d'acumulació permanent de capital no va anar acompanyat del creixement esperat de la demanda agregada. L'apreciació real del tipus de canvi juntament amb la debilitat dels preus d'exportació i altres perturbacions específiques van produir una notable disminució de les exportacions, que van afectar a la majoria de països de l'Est d'Àsia a partir de 1996, en especial Corea del Sud, Malàisia, Singapur i Tailàndia. A resultes d'això, a molts sectors industrials, va aparèixer una capacitat productiva ociosa. Així, en uns països la inversió massiva a la indústria electrònica va crear un excés d'oferta que va contribuir a la caiguda dels preus als mercats mundials de fins al 80 per cent i a l'esclat de la crisi dels semi-conductors<sup>8</sup>; en uns altres països, la sobrecapacitat es concentrava al sector de la construcció d'automòbils, la producció d'electrodomèstics i la generació d'electricitat.

La pèrdua de competitivitat de les indústries d'exportació introduïa un biaix en benefici de la inversió en indústries productores de béns no comercials, especialment al sector immobiliari. La ràpida inversió en aquest àmbit va crear una "bombolla especulativa" de preus que tendia a retroalimentar aquell procés. Per Corsetti, Penseti i Roubini (1998) l'evidència sobre aquest procés d'especulació en inversions immobiliàries queda palesa quan s'analitza l'evolució dels índexs borsaris durant el període 1990-96. Com es pot comprovar al quadre 10.9, durant el període 1990-96, a molts països, la inflació dels actius financers vinculats al sector immobiliari va superar el creixement mitjà anual del conjunt de valors.

**Quadre 10.9. Evolució dels índex general i del sector immobiliari dels mercats borsaris de l'Est d'Àsia (1990-97)**

Variació percentual respecte l'any anterior en percentatge	Índex General del Mercat Borsari		Índex del Sector Immobiliari del Mercat Borsari	
	1990-1995	1996	1990-1995	1996
<b>Corea del Sud</b>	6,20	-26,19	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
<b>Indonèsia <sup>a)</sup></b>	14,78	24,17	38,08	27,68
<b>Malàisia</b>	20,53	24,32	30,46	47,74
<b>Filipines</b>	44,13	22,21	27,23	36,78
<b>Singapur</b>	16,81	-2,21	28,15	5,54
<b>Tailàndia</b>	21,02	-35,08	36,02	-48,44
<b>Hong Kong</b>	35,58	33,54	40,96	57,20
<b>Taiwan</b>	9,72	34,41	14,14	-6,78

Nota: <sup>a)</sup> Per a Indonèsia, les dades disponibles del sector immobiliari disponibles daten de 1991.

Font: Corsetti, Penseti i Roubini (1998).

<sup>8</sup> Moltes de les economies de l'Est d'Àsia s'havien especialitzat en la manufactura de productes electrònics. Segons les estadístiques del BIS un 25 per cent de la producció de Hong Kong, Taiwan i Tailàndia es concentrava en aquests sectors mentre que les exportacions de productes d'aquesta naturalesa representaven el 50 per cent del total a Singapur. De fet, a Corea del Sud, Malàisia i Singapur més del 10 per cent de les exportacions corresponia exclusivament a semi-conductors.

Així, entre 1990 i 1995 les cotitzacions de la borsa de Filipines i Hong Kong van créixer a un ritme del 35-45 per cent anual, entorn al 15-20 per cent a Tailàndia, Singapur i Indonèsia, mentre que a Taiwan i Corea del Sud l'augment del preu de les accions oscil·lava entre el 6-9 per cent. Durant aquest període els ritmes de creixements dels valors cotitzats dels sectors immobiliaris i de la construcció del 30-40 per cent anual van de passar amb escreix la mitjana de creixement dels índexs generals. Aquesta dinàmica de creixement es va mantenir amb més o menys intensitat durant l'any 1996, amb les excepcions de Singapur a causa de l'alentiment de l'activitat exportadora, i, de Tailàndia i Corea del Sud com a conseqüència de les dificultats en determinades corporacions financeres.

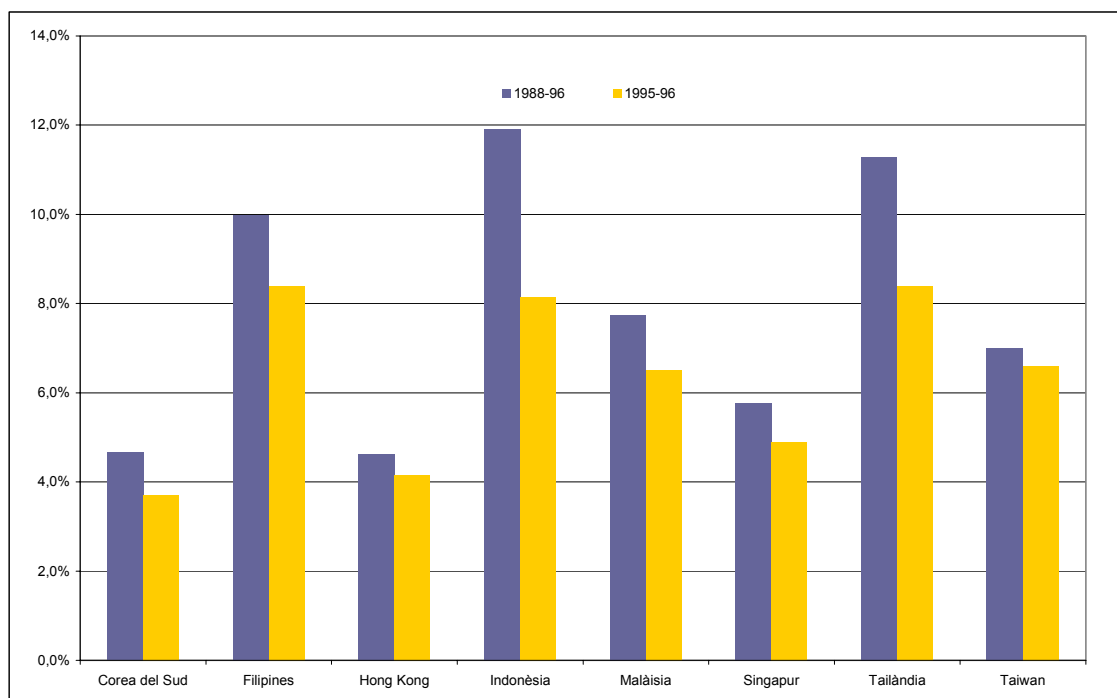
Aquest procés de sobreinversió –que va començar a fer-se evident a partir de 1996– va tendir a erosionar la rendibilitat de les inversions de capital<sup>9</sup>. En aquest sentit, l'evidència sobre l'eficiència de les inversions a la indústria manufacturera es pot mesurar a través de l'ICOR<sup>10</sup> –*Incremental Capital Output Ratio*–. Les dades del quadre 9.9 suggereixen que el rendiment de la inversió era elevada per al conjunt dels vuit països de l'Est d'Àsia, sobretot durant la segona meitat dels anys '80. Però a partir de la dècada dels '90, especialment des de 1993 i fins 1996, la inversió va esdevenir menys eficient en la generació de creixement. Així, al període 1983-89 un nivell d'inversió mitjà entorn al 27,3 per cent del PIB estava associat, en termes mitjans, amb un augment de la producció real del 6,6 per cent anual; en canvi, durant el període 1990-96, tot i que el nivell d'inversió va augmentar fins al 32,3 per cent del PIB, el ritme de creixement va pujar només quatre dècimes, fins al 7 per cent del PIB. Això significa que l'ICOR havia disminuït de manera important en relació al període 1983-89 –amb l'excepció d'Indonèsia, Singapur i Malàisia–, circumstància que d'alguna manera revelaria que l'eficiència de la inversió productiva havia estat disminuint durant els anys previs a la crisi de 1997.

De la mateixa manera, la rendibilitat dels actius de les empreses no financeres a alguns països de l'Est d'Àsia va caure de manera notable entre 1995 i 1996 respecte el període 1988-94. Com es pot observar a la gràfica 4.9, la rendibilitat de les inversions se situava en un interval del 5 al 12 per cent mitjà anual des de finals de 1988 i fins a la primera meitat de la dècada dels '90. Però a partir de 1995, l'expansió de la inversió nacional i l'explosió del crèdit bancari es van traduir en una disminució de la rendibilitat dels actius a uns nivells del 3 al 8 per cent mitjà anual. Amb tot, aquesta rendibilitat continuava sent notablement superior a la que proporcionaven els actius de les empreses no financeres dels principals països industrialitzats.

---

<sup>9</sup> L'evidència relativa de l'excés de capacitat al sector immobiliari pot ser capturada a través de la taxa d'oficines vacants i els rendiments dels lloguers. Així, Krugman (1999a) assenyala que, abans de la crisi de 1997, els rendiments del lloguers d'oficines era bastant baix, la qual cosa posava de manifest els elevats preus dels béns immobles.

<sup>10</sup> L'ICOR, definit com la ràtio entre la taxa d'inversió i la taxa de creixement del PIB en termes reals, és una mesura àmplia de la productivitat del capital que permet determinar, a nivell agregat, l'eficiència de la inversió i els seus canvis al llarg del temps.

**Gràfica 4.9. Rendibilitat dels actius de les empreses no financeres (1988-96)**

Font: Elaboració pròpia a partir de Claessens, Djankov i Lang (1998).

En aquest sentit Radelet i Sachs (1998a), basant-se en dades de l'OCDE, posen de manifest que la rendibilitat del capital<sup>11</sup> a Corea del Sud va disminuir gradualment des del 22 per cent de mitjans dels '80 al 14 per cent l'any 1994. A Singapur, un indicador similar –la rendibilitat de la inversió directa dels Estats Units– va passar del 27 per cent de finals dels '80 al 19 per cent a mitjans dels '90, mentre que a Hong Kong i Taiwan van disminuir del 21 al 15 per cent durant el mateix període. De la mateixa manera, Corsetti, Penseti i Roubini (1998) presentaven dades sobre la taxa de cobertura d'interessos, ICR –*Interest Cover Rate*– amb la que comparaven el *cash-flow* generat per grans empreses coreanes amb el pagament d'interessos que havien de fer efectiu: 11 dels 30 principals conglomerats tenien un ICR inferior a 1. Això significa que els guanys estaven per de sota del pagament d'interessos, i en conseqüència de la rendibilitat econòmica de les seves operacions era negativa.

### 1.2.2. El finançament de la inversió

Les economies asiàtiques van tendir a cobrir la necessitat de finançament que generaven els seus elevats nivells d'inversió a través de l'estalvi nacional que, a principis dels anys '90, se situaven, amb l'excepció de les Filipines, en nivells superiors al 30 i al 40 per cent del PIB.

<sup>11</sup> Aquesta evolució, per tant, avalaria la predicció de la teoria neoclàssica sobre els rendiments decreixents –productivitat marginal decreixent– de la inversió i quadrarien amb la ràpida acumulació de capital argumentada per Young (1994). Amb tot, malgrat aquesta tendència decreixent, el rendiment de la inversió se situaven força per sobre de la que proporcionava una inversió als Estats Units.



**Quadre 11.9. Evolució de les taxes d'inversió a les economies de l'Est d'Àsia**

<i>En percentatge del PIB</i>		<b>1989-90</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>Corea del Sud</b>	<i>Inversió</i>	30,6	38,9	36,6	35,1	36,1	37,0	38,2	34,6
	<i>Estalvi</i>	32,4	36,4	35,2	35,4	36,5	36,8	35,2	34,5
	<i>Diferència</i>	1,8	-2,5	-1,4	0,3	0,4	-0,2	-3,0	-0,1
<b>Hong Kong</b>	<i>Inversió</i>	27,2	27,2	28,5	27,6	31,9	34,8	32,3	34,5
	<i>Estalvi</i>	33,5	33,8	33,8	34,6	33,1	30,5	30,7	30,6
	<i>Diferència</i>	6,3	6,6	5,3	7,0	1,2	-4,3	-1,6	-3,9
<b>Singapur</b>	<i>Inversió</i>	41,7	35,1	36,0	37,7	32,7	33,7	35,3	37,4
	<i>Estalvi</i>	41,8	44,0	45,6	46,3	48,8	51,0	51,2	51,8
	<i>Diferència</i>	0,1	8,9	9,6	8,6	16,1	17,3	15,9	14,4
<b>Taiwan</b>	<i>Inversió</i>	22,8	23,3	24,9	25,2	23,9	23,7	21,2	21,8
	<i>Estalvi</i>	32,9	27,8	27,0	27,0	25,8	25,6	25,1	24,7
	<i>Diferència</i>	10,1	4,5	2,1	1,8	1,9	1,9	3,9	2,9
<b>Indonèsia</b>	<i>Inversió</i>	29,3	32,0	32,4	29,5	32,5	31,9	30,8	31,6
	<i>Estalvi</i>	30,9	33,5	35,3	32,5	32,2	30,6	30,2	31,0
	<i>Diferència</i>	1,6	1,5	2,9	3,0	-0,3	-1,3	-0,6	-0,6
<b>Malàisia</b>	<i>Inversió</i>	30,6	35,8	35,1	37,8	40,4	43,5	41,5	42,0
	<i>Estalvi</i>	33,2	32,0	36,5	37,7	38,8	39,5	42,6	43,8
	<i>Diferència</i>	2,6	-3,8	1,4	-0,1	-1,6	-4,0	1,1	1,8
<b>Tailàndia</b>	<i>Inversió</i>	30,7	42,8	40,0	39,9	40,3	41,6	41,7	35,0
	<i>Estalvi</i>	27,2	35,2	35,2	35,6	36,0	33,6	33,7	31,0
	<i>Diferència</i>	-3,5	-7,6	-4,8	-4,3	-4,3	-8,0	-8,0	-4,0
<b>Filipines</b>	<i>Inversió</i>	22,0	20,2	20,8	23,6	23,5	21,6	23,3	23,9
	<i>Estalvi</i>	22,2	16,6	17,0	15,2	17,0	16,8	18,8	19,2
	<i>Diferència</i>	0,2	-3,6	-3,8	-8,4	-6,5	-4,8	-4,5	-4,7

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del "International Financial Statistics" del FMI.

Com es pot comprovar al quadre 11.9, excepte en el cas de Tailàndia i Filipines, a la majoria de països els seus elevats nivells d'estalvi garantien l'autofinançament. Però a partir de 1994, la ràpida expansió de la inversió va canviar aquesta situació d'autonomia financera i aleshores, les economies de Corea del Sud, Hong Kong, Indonèsia, a més de Tailàndia i Filipines, van haver de cobrir les necessitats de finançament dels nous projectes d'inversió amb recursos procedents de l'estranger<sup>12</sup>.

En un context de gran liquiditat internacional, la supressió dels controls als moviments de capitals i la liberalització dels sistemes financers nacionals unida a la presència de sistemes de tipus de canvi fix o quasi fix va precipitar un gran flux ingent d'entrades de capitals i l'aparició de dèficits al compte corrent de la balança de pagaments. De fet, les expectatives d'un elevat

<sup>12</sup> Des d'aquesta perspectiva, la situació era força diferent a la que es donava a Mèxic durant el període anterior a la crisi de finals de 1994.

rendiment de la inversió en capital físic alimentaven, també, les expectatives d'una major rendibilitat financera, i, van moure a la baixa el PER<sup>13</sup> de les accions, des de 1993 fins a començaments de 1997<sup>14</sup>. Aquesta tendència constituïa un pol d'atracció per a la inversió financera directa i en cartera procedents de l'estranger que, alhora, proporcionava els recursos necessaris per finançar la creixent necessitat de finançament exterior. Com a conseqüència d'aquesta dinàmica, la inversió nacional en béns reals i la inversió financera per part d'estrangers tendiren a retroalimentar-se durant tota la dècada dels '90.

Paradoxalment, la liberalització dels moviments dels capitals va distorsionar de manera radical l'eficiència en l'assignació dels recursos financers, a diferència del que havia succeït durant les dècades precedents malgrat l'intervencionisme de l'Estat en el sistema bancari (Banc Mundial, 1993). En aquest sentit, el sistema de garanties governamentals –que havia servit durant els anys del “*miracle asiàtic*” per corregir les falles dels mercats financers i afavorir el desenvolupament del sistema bancari– va perdre les seves bondats, en un context de grans entrades de capitals, perquè l'absència d'uns mecanismes de supervisió i de regulació prudencial introduïen la possibilitat de “*risc moral*”. Així, les entrades de capitals de l'estranger van ser usades per finançar les inversions en sectors molts específics, sovint aquells que estaven experimentant un creixement de preus més significatiu. A més, les empreses financeres i no financeres van tendir a assumir operacions massa arriscades o que proporcionaven un rendiment marginal perquè els mercats funcionaven amb la sensació, explícita o implícita, que la rendibilitat de les inversions estava “*assegurada*” contra qualsevol pertorbació adversa.

Aquesta sensació responia a la instrumentació, durant dècades, d'una política industrial i financera activa associada a l'existència d'uns mecanismes de protecció implícita per part de l'Estat que actuaven a favor d'empreses amb problemes, però també per l'existència d'una xarxa de favoritismes personals i polítics –*crony capitalism*–.

Però en un clima d'eufòria generalitzat i en un context de gran liquiditat a nivell internacional, la caiguda de la demanda d'exportacions, la disminució del rendiment de la inversió productiva, l'aparició d'una capacitat industrial ociosa i l'existència d'una “*bombolla financera*” al mercat immobiliari van passar, aparentment, desapercibudes.

Amb tot, aquesta caiguda de la rendibilitat del capital no explica per si mateixa la crisi de l'any 1997, en la mesura que la resposta esperada a aquesta situació hauria estat un ajust lent i gradual.

---

<sup>13</sup> El PER —*price earning ratio*– definit com el quocient entre el preu de les accions i el benefici net de la societat, és una mesura del temps que un inversor trigarà en recuperar la seva inversió i, d'alguna manera, pot ser interpretat com una mesura inversa de la rendibilitat de la inversió financera realitzada.

<sup>14</sup> Els PER de les accions a molts dels mercats asiàtics va assolir un valor màxim el 1993, uns nivells notablement superiors als que prevalien als Estats Units. La disminució significativa d'aquest valor que es va registrar, a partir d'aleshores, a la majoria de països asiàtics –en un moment a més en què els PER als mercats dels Estats Units estaven augmentant de manera significativa– suggereixen que els inversors havien començat a esperar un major creixement dels beneficis de les empreses asiàtiques. La caiguda de les exportacions de 1996 va causar un alentiment de la dinàmica de creixement de l'activitat productiva de la regió i va moure a l'alça el PER de les accions per la caiguda dels beneficis empresarials.

## 2. Estabilitat de preus

Amb caràcter general, als vuit països asiàtics el nivell d'inflació era baix durant la dècada dels '90. L'any 1991 la inflació mitjana se situava entorn al 8 per cent anual, amb independència de si es mesura a través del IPC o del deflactor del PIB.

**Quadre 12.9. Taxes d'inflació a les economies emergents de l'Est d'Àsia (1991-97)**

<i>Variació respecte l'any anterior</i>		<b>Mitjana</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<i>En percentatge</i>		<b>1985-90</b>							
<b>Corea del Sud</b>	<i>IPC</i>	4,9	9,4	6,3	4,8	6,2	4,4	5,0	5,0
	<i>Índex de preus industrials</i>	1,4	4,8	2,1	1,5	2,7	4,7	3,2	3,9
	<i>Deflactor del PIB</i>	6,6	10,8	7,7	7,0	7,6	7,2	3,9	3,2
<b>Filipines</b>	<i>IPC</i>	1,4	18,5	8,6	7,0	8,3	8,0	9,1	5,9
	<i>Índex de preus al major</i>	8,8	17,1	3,7	-0,1	8,5	5,5	9,0	0,5
	<i>Deflactor del PIB</i>	10,0	16,5	7,9	6,8	10,0	7,6	7,7	6,2
<b>Indonèsia</b>	<i>IPC</i>	-5,3	9,3	7,6	9,7	8,5	9,5	7,9	-42,9
	<i>Índex de preus al major</i>	8,4	5,1	5,2	3,7	5,4	11,4	7,6	9,2
	<i>Deflactor del PIB</i>	-1,6	8,9	5,3	8,9	7,8	9,8	8,7	12,6
<b>Malàisia</b>	<i>IPC</i>	1,7	4,3	4,7	3,5	3,7	3,4	3,5	2,7
	<i>Índex de preus industrials</i>	1,2	4,1	5,4	-4,8	5,0	4,7	2,8	2,5
	<i>Deflactor del PIB</i>	-2,9	3,6	2,4	4,0	3,9	3,6	3,7	3,5
<b>Tailàndia</b>	<i>IPC</i>	3,7	5,7	4,2	3,3	5,1	6,1	5,6	5,6
	<i>Índex de preus al major</i>	3,6	6,9	0,2	-0,5	3,9	8,3	4,7	4,0
	<i>Deflactor del PIB</i>	4,4	5,8	4,5	3,3	5,2	5,6	4,0	4,1
<b>Hong Kong</b>	<i>IPC</i>	6,8	11,4	9,6	8,7	8,8	9,0	6,4	5,8
	<i>Deflactor del PIB</i>	7,9	9,2	9,7	8,5	6,9	2,5	5,9	5,8
<b>Singapur</b>	<i>IPC</i>	1,2	3,4	2,3	2,3	3,1	1,7	1,3	2,0
	<i>Índex de preus al major</i>	-1,2	-4,1	-4,4	-2,8	-2,1	0,0	-3,0	-4,0
	<i>Deflactor del PIB</i>	2,1	4,0	1,3	3,4	2,8	2,2	1,1	0,8
<b>Taiwan</b>	<i>IPC</i>	1,8	3,6	4,4	3,0	4,1	3,6	3,1	0,9
	<i>Índex de preus al major</i>	-1,9	0,1	-3,6	2,6	2,2	7,3	-1,0	-0,5
	<i>Deflactor del PIB</i>	2,1	3,9	3,2	3,6	2,0	2,0	3,1	1,7
<b>Estats Units</b>	<i>IPC</i>	4,0	4,2	3,0	3,0	2,6	2,8	2,9	2,3
	<i>Deflactor del PIB</i>	3,3	3,6	2,4	2,4	2,1	2,2	1,9	1,9
<b>Unió Europea</b>	<i>IPC</i>	3,5	4,3	3,8	3,4	2,8	2,6	2,3	1,7
	<i>Deflactor del PIB</i>	4,9	5,3	4,3	3,5	2,7	3,0	2,5	1,9
<b>OCDE</b>	<i>Deflactor del PIB</i>	6,8	5,8	4,5	3,9	4,6	5,2	4,3	3,7

Font: Elaboració pròpia a partir de dades estadístiques del Asian Development Bank i del International Financial Statistics del FMI.

A nivell particular però, podem observar com la moderació en el creixement de preus era especialment significativa a Taiwan, Singapur, Malàisia i Tailàndia, on les taxes de variació tant del IPC com del deflactor del PIB se situaven en valors entorn al 3-4 per cent, comparables a les

taxes d'inflació dels Estats Units, la Unió Europea o els països OCDE. Per contra la inflació, entre 1990 i 1991, era especialment significativa a Filipines (18,5 per cent) i Hong Kong (11,4 per cent) i, en menor mesura, a Corea del Sud (9,4 per cent) i a Indonèsia (9,3 per cent). Malgrat aquests registres, aquestes economies van embarcar-se, a partir d'aleshores, en un procés de desinflació continu –amb l'excepció de 1994– que va situar el creixement mitjà dels preus d'aquests països en el 4,25 per cent anual. Però com es pot comprovar al quadre 12.9, malgrat aquesta tendència, les taxes d'inflació registrades entre 1992 i 1996 van continuar sent, en molts casos superiors a la mitjana ponderada d'inflació dels seus principals socis comercials. Per al BIS (1998), aquesta circumstància contribuïa a erosionar la competitivitat de les seves exportacions, i, juntament amb l'augment recurrent del dèficit extern –especialment a Malàisia i Tailàndia i en menor mesura Indonèsia, Corea del Sud i Filipines– eren indicis que posaven de manifest un cert rescalfament de les economies d'aquells països.

### ***3. Equilibri extern***

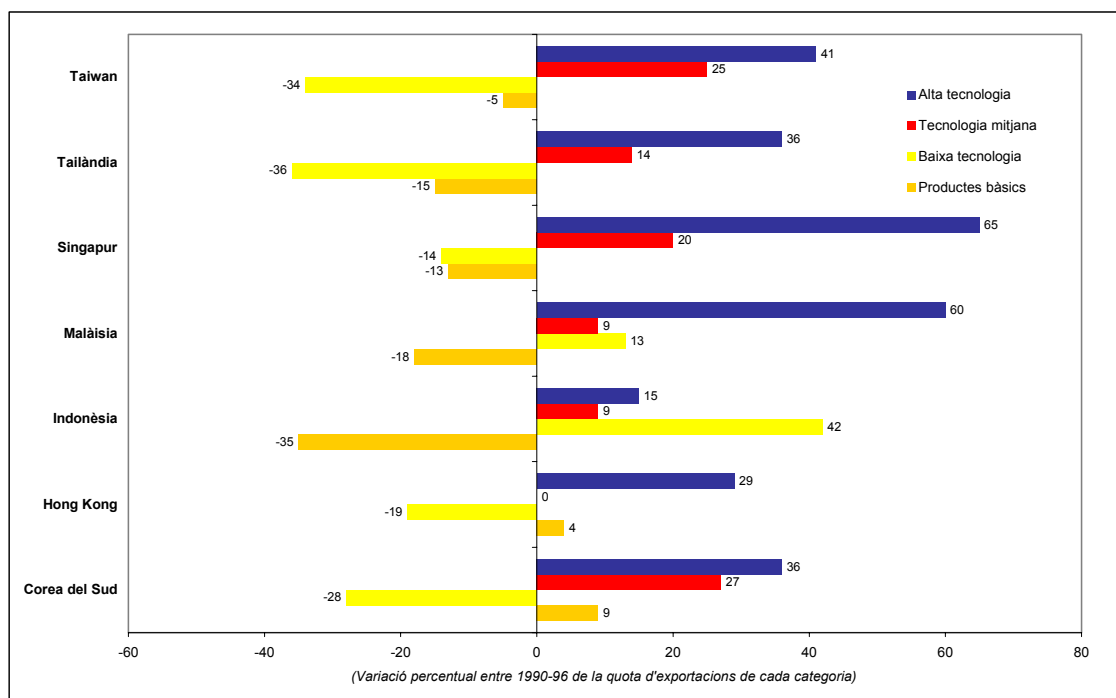
Des de la perspectiva de l'equilibri extern, els fets més destacables que van experimentar les economies de l'Est d'Àsia durant la primera meitat de la dècada dels anys '90 foren el canvi accelerat en l'estructura del comerç exterior així com la presència de dèficits recorrents i de dimensió creixent al compte corrent de la balança de pagaments.

#### ***3.1. EL CANVI EN L'ESTRUCTURA DE LES EXPORTACIONS***

Un dels aspectes més remarcables en l'evolució de les exportacions de l'Est d'Àsia fou el canvi accelerat en l'estructura del seu comerç exterior, des de les exportacions de recursos naturals i béns intensius en mà d'obra cap a béns produïts per indústries capital-intensives.

A principis dels '90, la majoria de països de l'Est d'Àsia presentaven una notable dependència de les exportacions de primeres matèries i altres recursos naturals. En aquell temps aquesta mena d'exportacions constituïen més del 72 per cent del total a Indonèsia, el 54 per cent a Malàisia i el 40 per cent a Tailàndia i Singapur. Anàlogament, a les economies de Hong Kong, Corea del Sud i Taiwan, les exportacions de baixa tecnologia representaven el 60 per cent del total de les seves vendes a l'exterior. A l'altre extrem trobem que només el 30 per cent de les exportacions de Malàisia i Singapur es corresponien amb productes d'alta tecnologia.

Però l'any 1996, l'estructura comercial dels països de l'Est d'Àsia havia canviat substancialment. Singapur i Malàisia van doblar la importància relativa de les seves exportacions de productes d'alta tecnologia, mentre que en el cas de Tailàndia aquestes exportacions es van multiplicar per tres. A Indonèsia es van reduir les exportacions de recursos i primeres matèries, però el contingut tecnològic de les seves exportacions continuava sent baix.

**Gràfica 5.9. El canvi en la composició de les exportacions a l'Est d'Àsia**

Font: Banc Mundial (1998a)

Per al Banc Mundial (1998a) la ràpida transformació de l'estructura d'exportacions dels països de l'Est d'Àsia era una evidència de la ràpida acumulació de capital humà i de capital físic que havia propiciat la política industrial i comercial dels anys del “*miracle asiàtic*”, però també era la conseqüència d'un seguit de factors que van accelerar aquest canvi durant la primera meitat de la dècada dels '90.

Així per exemple, els baixos costos laborals de la mà d'obra xinesa exercien una gran competència sobre els productes intensius en mà d'obra que elaboraven. Paral·lelament, la inversió directa procedent dels països industrialitzats va precipitar el creixement de les exportacions de béns amb un major contingut tecnològic a Indonèsia, Tailàndia, Malàisia i Filipines. De la mateixa manera, Corea del Sud, Hong Kong, Taiwan i Singapur van tendir a deslocalitzar la producció als països veïns, a finals dels '80, per beneficiar-se d'uns salaris i costos laborals més baixos.

Com a conseqüència d'aquests factors, l'estructura del comerç exterior dels països de l'Est d'Àsia va evolucionar des de les exportacions de béns d'indústries treball-intensives cap a una major especialització en exportacions de productes amb un contingut tecnològic superior, especialment exportacions de productes electrònics. Aquesta tendència va afavorir el creixement de la renda per càpita però, alhora, va donar lloc a una creixent interdependència entre les exportacions d'aquests països en una varietat de productes d'exportació limitada, la qual cosa configurava una estructura comercial més interdependent i, per tant més inestable i procliu al contagi d'una crisi per la via comercial.

### 3.2. *L'EVOLUCIÓ DEL SALDO DEL COMPTE CORRENT DE LA BALANÇA DE PAGAMENTS*

Durant la primera meitat de la dècada dels '90, l'únic desequilibri macroeconòmic realment remarcable que presentaven algunes economies de l'Est d'Àsia era l'existència de dèficits per compte corrent –de dimensió variable– que estaven creixent de manera significativa i eren força més elevats del que ho havien estat als anys '80<sup>15</sup>. En un principi, aquests dèficits exteriors no es consideraven un problema preocupant perquè el seu origen era imputable a un nivell d'inversió superior a l'estalvi nacional, i no tant al creixement del dèficit públic o del consum privat, tal com estableixen els models de crisis canviàries de “*primera generació*”. Amb tot, per a Jacobs i Rodríguez-Arana (2003) l'experiència de la crisi mexicana de 1994 posava de manifest que la presència de dèficits per compte corrent de dimensió creixent a països com Tailàndia i Malàisia i, en menor mesura Indonèsia i Filipines, podien ser considerats com uns indicadors avançats de la crisi posterior, més quan aquells dèficits tendien a finançar-se amb capitals a curt termini procedents de l'estranger.

Els països amb dèficits externs més grans i persistents eren Tailàndia, Malàisia i Filipines. En el primer cas, a Tailàndia els dèficits per compte corrent a la primera meitat dels '90 se situava entre el 5,5 i el 8 per cent del PIB. A Malàisia el dèficit extern va arribar a situar-se a prop del 10 per cent del PIB el 1995, disminuint lleugerament fins al 4,4 per cent el 1996. Filipines també va experimentar desequilibris en la seva balança per compte corrent d'entre el 2 i el 5,7 per cent del PIB durant el període 1990-95 i, de fet, el 1996 el dèficit exterior suposava el 4,8 per cent del PIB. Indonèsia va iniciar la dècada amb un dèficit extern entorn al 3 per cent del PIB que es va anar reduint a la meitat entre 1992 i 1993, per tornar-se a ampliar posteriorment i situar-se en el 3,4 per cent del PIB. A Corea del Sud, el dèficit per compte corrent era reduït a començaments dels '90, entre l'1 i el 3 per cent del PIB però l'any 1996 va créixer ràpidament fins al 4,8 per cent del PIB.

Aquesta situació contrastava amb la situació de Singapur, Taiwan i Hong Kong –si més no fins a 1994–, on en el saldo del compte corrent de la balança de pagaments presentava notables superàvits. Així, a Singapur el superàvit mitjà anual de la balança per compte corrent entre 1990 i 1996 era aproximadament del 12 per cent del PIB; a Taiwan, el superàvit extern durant la primera meitat de la dècada dels '90 es va situar –amb l'excepció dels anys 1994 i 1995– per sobre del 3 per cent del PIB; Hong Kong des de 1990 havia presentat uns superàvits exteriors molt significatius, superiors al 6 per cent del PIB, però aquesta tendència es va començar a invertir a partir de 1994. Així, entre 1995 i 1996, el país registrava uns dèficits del 3,9 i del 1,3 per cent del PIB respectivament.

---

<sup>15</sup> Només a Indonèsia, el dèficit es va mantenir en uns nivells similars als del període anterior.

**Quadre 13.9. Evolució del saldo per compte corrent de la balança de pagaments (1990-96)**

<i>En percentatge del PIB</i>	<b>1983-89</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>
<b>Corea del Sud</b>	2,5	-0,9	-3,0	-1,4	0,1	-1,0	-1,8	-4,8
<b>Filipines</b>	-0,3	-7,0	-2,2	-1,9	-5,7	-4,3	-2,7	-4,8
<b>Indonèsia</b>	-3,5	-2,7	-3,4	-2,0	-1,3	-1,6	-3,3	-3,4
<b>Malàisia</b>	-0,7	-2,1	-8,5	-3,8	-4,8	-6,0	-9,9	-4,4
<b>Tailàndia</b>	-3,2	-8,4	-7,6	-5,7	-5,1	-5,6	-8,2	-8,2
<b>Hong Kong</b>	8,3	8,9	7,1	5,7	7,4	1,6	-3,9	-1,3
<b>Singapur</b>	1,8	8,1	10,7	12,1	7,1	15,5	17,8	13,6
<b>Taiwan</b>	12,9	6,7	6,7	3,8	3,0	2,6	1,9	5,2

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del *International Financial Statistics* del FMI, excepte les dades de Taiwan que procedeixen de *Economist Intelligence Unit Reports* i de *Asian Development Bank*.

Aquesta evolució del saldo per compte corrent s'explica per la disminució del ritme de creixement de les exportacions i el creixement de les importacions associada tant a l'apreciació real del tipus de canvi de les diferents monedes, com a una sèrie de perturbacions internes i externes.

### **3.2.1. La tendència a l'apreciació real**

D'alguna manera, l'anàlisi de les dades relatives al creixement de les exportacions i de les importacions de béns i serveis avalarien la hipòtesi de què el deteriorament de la posició del compte corrent estaria associada amb un problema de competitivitat externa. En un principi, la voluntat de donar certesa als intercanvis comercials i, posteriorment, la necessitat d'afavorir el flux d'entrades de capitals privats per poder finançar uns nivells d'inversió força elevats, va moure als quatre països ASEAN (Indonèsia, Malàisia, Filipines i Tailàndia), a més de Corea del Sud, Singapur, Hong Kong i Taiwan a fixar, de manera explícita o implícita, el tipus de canvi de les seves monedes amb el dòlar dels Estats Units.

Inicialment, aquesta pràctica va resultar positiva perquè amb la depreciació del dòlar respecte el ien japonès, entre 1994 i el segon trimestre de 1995, les economies emergents de l'Est d'Àsia van experimentar importants millores de la seva competitivitat i, en conseqüència, les seves exportacions van créixer entorn a l'11-12 per cent anual entre 1994-95. Paradoxalment, malgrat aquesta trajectòria del tipus de canvi, el creixement de les importacions fou molt important, entre el 20 i el 30 per cent en funció del país. Aquesta evolució revelava la importància de les importacions de béns intermedis i de béns de capitals, en un escenari de fort creixement de les exportacions i de la inversió privada.

**Quadre 14.9. Creixement de les exportacions i de les importacions de mercaderies (1992-97)**

<i>Variació respecte l'any anterior</i> <i>En percentatge</i>		1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Corea del Sud</b>	<i>Exportacions</i>	8,0	7,7	15,7	31,5	4,1	7,2
	<i>Importacions</i>	1,0	2,3	22,4	32,1	12,2	-2,3
	<i>Diferència</i>	7,0	5,4	-6,7	-0,6	-8,1	9,5
<b>Filipines</b>	<i>Exportacions</i>	11,1	15,8	18,5	29,4	17,7	22,8
	<i>Importacions</i>	20,5	21,2	21,2	23,7	20,8	14,0
	<i>Diferència</i>	-9,4	-5,4	-2,7	5,7	-3,1	8,8
<b>Indonèsia</b>	<i>Exportacions</i>	14,0	8,3	9,9	18,0	5,8	11,2
	<i>Importacions</i>	7,8	6,0	13,9	26,6	8,1	4,8
	<i>Diferència</i>	6,2	2,3	-4,0	-8,6	-2,3	6,4
<b>Malàisia</b>	<i>Exportacions</i>	18,1	16,1	23,1	26,6	7,3	6,0
	<i>Importacions</i>	10,1	17,8	28,1	30,4	1,7	7,0
	<i>Diferència</i>	8,0	-1,7	-5,0	-3,8	5,6	-1,0
<b>Tailàndia</b>	<i>Exportacions</i>	13,7	13,4	22,7	24,8	-1,9	3,2
	<i>Importacions</i>	6,0	12,2	18,1	31,9	0,6	-9,3
	<i>Diferència</i>	7,7	1,2	4,6	-7,1	-2,5	12,5
<b>Hong Kong</b>	<i>Exportacions</i>	21,2	13,2	11,9	14,8	4,0	4,0
	<i>Importacions</i>	23,0	12,3	16,7	19,1	3,0	5,1
	<i>Diferència</i>	-1,8	0,9	-4,8	-4,3	1,0	-1,1
<b>Singapur</b>	<i>Exportacions</i>	8,5	17,0	25,8	21,0	6,4	-3,1
	<i>Importacions</i>	11,3	17,8	19,8	21,6	5,4	0,1
	<i>Diferència</i>	-2,8	-0,8	6,0	-0,6	1,0	-3,2
<b>Taiwan</b>	<i>Exportacions</i>	6,9	4,5	9,4	20,0	3,8	5,2
	<i>Importacions</i>	13,6	7,1	10,4	21,2	-0,1	10,1
	<i>Diferència</i>	-6,7	-2,6	-1,0	-1,2	3,9	-4,9

Font: Elaboració pròpia a partir de la informació del Asian Development Bank

Contràriament, quan el dòlar va començar a apreciar-se, a partir de mitjans de 1995 i durant els dos anys posteriors, la tendència es va invertir i aquells països van experimentar una pèrdua substancial de la seva competitivitat. I aleshores, el creixement de les exportacions però també el de les importacions es va reduir de manera dràstica.

### 3.2.2. La importància de les perturbacions externes

Aquesta evolució desfavorable del comerç exterior dels països de l'Est d'Àsia es va veure reforçada per una sèrie d'esdeveniments que es van concatenar en el temps.

En primer lloc, l'esclat de la "bombolla" dels mercats financers de Japó a finals dels anys '80 i la inefectivitat de les polítiques instrumentades van abocar l'economia d'aquell país a una situació de "trampa de liquiditat". L'estancament de l'economia japonesa durant tota la dècada dels '90 es va traduir en una caiguda molt significativa de les importacions que el país realitzava



al sud-est asiàtic, fins al punt que l'any 1995 la UE havia desplaçat el Japó<sup>16</sup> com segon client comercial a països com Corea del Sud, Malàisia i Filipines (Corsetti, Penseti i Roubini, 1998).

Segon, la creixent importància de la producció de Xina en el total d'exportacions de l'àrea va augmentar les pressions competitives en moltes de les economies asiàtiques. Així, els costos salarials més baixos de Xina, reforçats per la devaluació del iuan de 1994, van provocar que països com Malàisia i Tailàndia haguessin de fer front a una erosió de la competitivitat en els productes intensius en mà d'obra que elaboraven com roba i sabates (Banc Mundial, 1998a).

En tercer lloc, la disminució de la demanda de semi-conductors i l'excés d'oferta d'altres mercats de productes electrònics es va traduir en una caiguda molt significativa dels preus internacionals l'any 1996. Aquest extrem va afectar els ingressos d'exportació de Corea del Sud, Malàisia i Singapur.

**Quadre 15.9. Origen i destinació de les exportacions de l'Est d'Àsia**

Destinació	Àsia		Japó		Estats Units		Unió Europea		Altres	
	1985	1996	1985	1996	1985	1996	1985	1996	1985	1996
<b>Corea del Sud</b>	12,9	38,4	15,0	12,3	35,6	16,8	10,4	13,3	24,7	17,8
<b>Filipines</b>	19,5	25,1	19,0	17,1	35,9	32,6	13,8	18,6	9,7	5,5
<b>Hong Kong</b>	35,6	46,0	4,2	6,5	30,8	21,2	11,8	15,8	15,3	8,7
<b>Indonèsia</b>	17,2	31,5	46,2	28,8	21,7	16,5	6,0	18,3	7,6	2,1
<b>Malàisia</b>	38,1	45,9	24,6	13,4	12,8	18,2	13,6	14,8	9,1	6,0
<b>Singapur</b>	36,7	48,4	9,4	8,2	21,2	18,4	10,1	13,4	18,1	9,2
<b>Taiwan</b>	15,6	n.d.	11,3	n.d.	15,5	n.d.	5,5	n.d.	49,7	n.d.
<b>Tailàndia</b>	27,1	34,0	13,4	16,8	19,7	18,0	17,8	15,7	20,1	14,1

*Nota: Dades en percentatge del total d'exportacions.*

*Font: Elaboració pròpia a partir de la informació del Asian Development Bank (ADB).*

Quart, la reducció de les importacions dels països més industrialitzats –en gran part per la contracció de l'activitat productiva a Europa– també va incidir negativament sobre el creixement de les exportacions.

Finalment, com s'il·lustra al quadre 15.9, fruit del procés d'especialització i de l'externalització de les activitats productives es va registrar un augment significatiu del comerç intraregional entre 1985 i 1996. Les exportacions intraregionals entre les economies de l'Est d'Àsia –sense considerar Japó– representaven un 32 per cent de les exportacions totals l'any 1985 mentre que deu anys després ja suposaven el 40 per cent. Aproximadament, el 75 per cent d'aquest comerç es basava en l'intercanvi de primeres matèries, béns intermedis i béns de capital. Filipines era el país que presentava una menor dependència comercial amb d'altres països de l'Est d'Àsia, doncs només un 25 per cent de les seves exportacions s'adreçaven a aquesta regió. Per contra, a

<sup>16</sup> Tradicionalment, l'economia japonesa havia estat el principal mercat comercial per a la majoria de països de l'Est d'Àsia, amb l'excepció de Hong Kong i Corea del Sud.

Singapur, Hong Kong i Malàisia el comerç intraregional representava entre un 40 i un 45 per cent del seu comerç exterior. Això explicaria la importància que va tenir la disminució del comerç intraregional sobre l'empitjorament de les balances comercials entre 1996 i 1997, i, perquè la menor demanda d'exportacions va alentir de manera tan significativa el dinamisme de l'activitat productiva al conjunt de la regió.

Fruit d'aquests esdeveniments, i com un reflex de la creixent interdependència dels intercanvis comercials a la regió, la mitjana ponderada de creixement d'exportacions i importacions va disminuir de manera ostensible. Així, la reducció en el creixement de les exportacions més espectacular, entre 20 i 30 punts percentuals, es va produir a Corea del Sud, Tailàndia i Malàisia, seguit de Taiwan, Singapur, Filipines i Indonèsia on el creixement de les exportacions va caure entre 13 i 15 punts percentuals. Quant a les importacions, les reduccions més significatives, entorn als 30 punts percentuals, es van registrar a Tailàndia i Malàisia, mentre que a Taiwan, Corea del Sud, Indonèsia, Hong Kong i Singapur la contracció fou d'entre 15 i 20 punts percentuals. A Filipines, la caiguda de les importacions no va ser gaire significativa.

### ***3.2.3. La sostenibilitat del dèficit per compte corrent***

Amb tot, la dimensió acumulativa dels dèficits per compte corrent no es consideraven un desequilibri greu<sup>17</sup> –excepte en el cas de Tailàndia i Malàisia– perquè, amb unes finances públiques sanejades a la majoria de països, aquell desequilibri extern reflectia l'excés de la inversió privada sobre l'estalvi nacional, públic i privat.

De fet, a l'igual que en el cas de la crisi de Mèxic de 1994, la vinculació de la necessitat de finançament externa amb una despesa en inversió privada elevada i uns nivells creixents d'estalvi nacional van alimentar la sensació que els dèficits externs servirien per augmentar la capacitat productiva futura<sup>18</sup>. A mig i llarg termini, a mesura que les noves inversions anessin madurant la productivitat de l'economia augmentaria, s'ampliaria l'oferta de béns exportables. A més, les taxes de creixement del PIB a preus constants registrades durant més de 25 anys havien estat extraordinàriament elevades i s'esperava que aquesta tendència històrica es mantingués en el futur.

Per això, el saldo del compte corrent s'ajustaria automàticament i no hauria d'haver problemes ni per atendre el servei del deute extern ni per cobrir els rendiments de la inversió estrangera.

<sup>17</sup> Per a Krugman (1999a), les economies emergents de l'Est d'Àsia havien minimitzat les conseqüències de pertorbacions anteriors. La crisi del preu del petroli, l'any 1985, fou un cop important per a les exportacions del petroli indonesi i, amb tot, l'economia va seguir creixent. La recessió de 1990-91, que va afectar bona part del món industrial, va reduir la demanda de les exportacions asiàtiques però no l'impetu de la regió. Per això, els dèficits externs, la sobrevaloració del tipus de canvi i la disminució del ritme de creixement de les exportacions, a causa de pertorbacions internes i externes, eren desequilibris que havien d'ajustar-se però la seva presència no podia ser considerada com l'auguri d'una gran crisi.

<sup>18</sup> Recordem que el dèficit per compte corrent de l'economia mexicana era del 5,1 per cent el 1991 i del 7,3 per cent el 1992. La crisi internacional i la caiguda de la inversió i el consum privat van corregir parcialment aquella tendència durant 1993, però només de manera transitòria, perquè novament el 1994, el dèficit extern va tornar a situar-se en el 7 del PIB.

Des d'una perspectiva financera, la confiança aparent dels inversors internacionals en la solidesa de les economies emergents amb uns nivells d'inflació històricament baixos, unes finances públiques sanejades i una política de liberalització comercial i financera que facilitaven la inversió estrangera, a més d'altres aspectes conjunturals, van precipitar un flux de capitals financers estrangers de tal dimensió que els països van cobrir amb escreix les seves necessitats de finançament exterior.

**Quadre 16.9. Evolució de les reserves internacionals de divises (1990-96)**

	<b>Creixement Reserves Oficials (1990-96)</b>		<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>
<b>Hong Kong</b>	159%	<i>Reserves Oficials (Variació percentual)</i>	n.d.	n.d.	4,1	4,6	3,2	2,8	3,5
		<i>Reserves Oficials / Importacions (en mesos)</i>	3,1	3,0	3,0	3,3	3,3	3,1	3,5
<b>Corea</b>	127%	<i>Reserves Oficials (milions de dòlars)</i>	1.208	1.147	-3.724	-3.009	-4.614	-7.039	-1.416
		<i>Reserves Oficials / Importacions (en mesos)</i>	2,3	1,8	2,2	2,5	2,6	2,5	2,3
<b>Singapur</b>	176%	<i>Reserves Oficials (milions de dòlars)</i>	-5.431	-4.197	-6.100	-7.578	-4.736	-8.599	-7.396
		<i>Reserves Oficials / Importacions (en mesos)</i>	5,1	5,8	6,1	6,3	6,3	6,1	6,5
<b>Taiwan</b>	n.d.	<i>Reserves Oficials (Variació percentual)</i>	-0,4	4,2	n.d.	0,3	2,2	-0,5	-0,5
		<i>Reserves Oficials / Importacions (en mesos)</i>	13,0	12,9	11,3	10,6	10,9	8,9	8,7
<b>Indonèsia</b>	144%	<i>Reserves Oficials (milions de dòlars)</i>	-2.088	-1.210	-1.909	-594	-784	-1.573	-4.503
		<i>Reserves Oficials / Importacions (en mesos)</i>	4,1	5,7	6,6	7,5	6,2	5,0	5,5
<b>Malàisia</b>	176%	<i>Reserves Oficials (milions de dòlars)</i>	-1.951	-1.236	-6.618	-11.350	3.160	1.763	-2.513
		<i>Reserves Oficials / Importacions (en mesos)</i>	3,7	3,3	4,7	6,2	4,5	3,3	n.d.
<b>Filipines</b>	985%	<i>Reserves Oficials (milions de dòlars)</i>	388	-1.937	-1.746	-447	-2.107	-873	-4.073
		<i>Reserves Oficials / Importacions (en mesos)</i>	0,8	2,8	3,1	2,7	2,8	2,3	n.d.
<b>Tailàndia</b>	183%	<i>Reserves Oficials (milions de dòlars)</i>	-2.961	-4.618	-3.029	-3.907	-4.169	-7.159	-2.167
		<i>Reserves Oficials / Importacions (en mesos)</i>	4,5	5,0	5,2	5,5	5,5	5,3	5,4

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del FMI

Com a conseqüència d'aquesta dinàmica, les reserves internacionals –excepte en el cas de Malàisia on la dotació de divises va començar a reduir-se des de 1993– van augmentar en 23 per cent anual. De fet, com es pot apreciar al quadre 16.9, a finals de 1996, els països havien

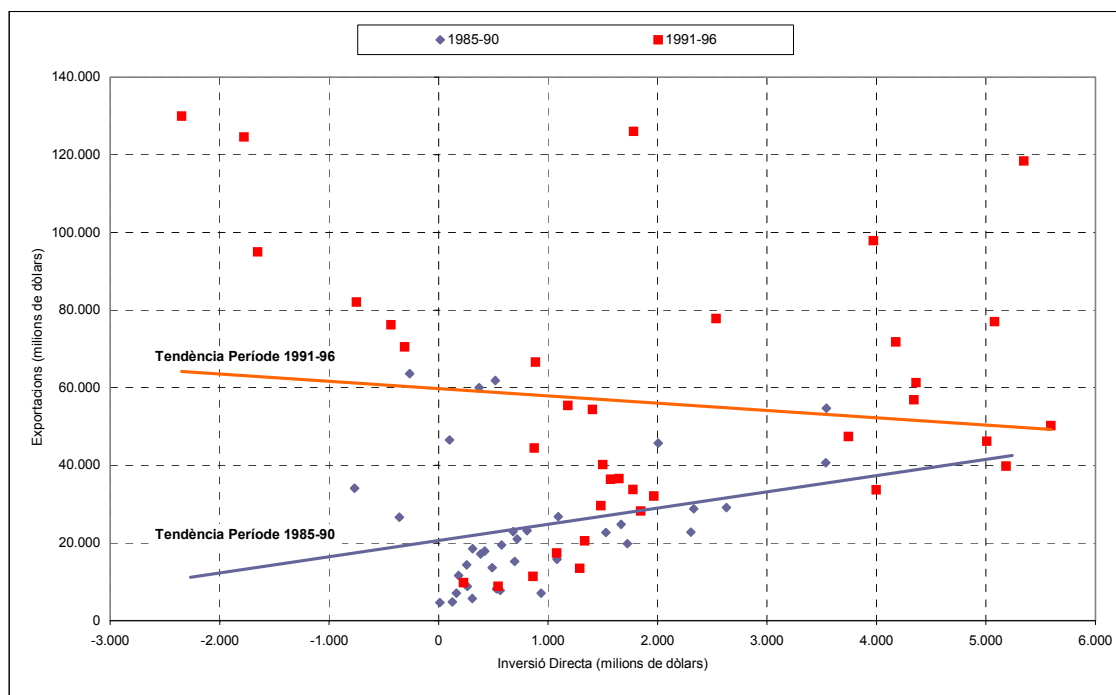
acumulat reserves internacionals que permetien finançar les importacions durant més de quatre mesos a tots els països de l'Est d'Àsia, excepte a Corea del Sud on la dotació de reserves equivalia a 2,8 mesos d'importacions.

Aquesta tendència d'acumulació creixent de reserves movia a les autoritats econòmiques a creure, malgrat la trajectòria divergent entre el saldo del compte corrent i el compte financer, que les entrades netes de capitals eren un símptoma de la confiança dels inversors en la solidesa de l'economia i que, per tant, el dèficit exterior era sostenible més quan el grau d'endeutament exterior del país com a percentatge del PIB era baix segons els estàndards internacionals (veure quadre 24.9).

### 3.2.4. El risc latent dels dèficits per compte corrent

Amb tot, aquest escenari amagava certes debilitats. La gràfica 6.9 reproduïx la línia de regressió que relaciona la inversió directa procedent de l'estranger (IDE) i el valor de les exportacions de béns i serveis entre 1985 i 1996. Com es pot comprovar, al període 1985-90 l'augment de la inversió directa procedent de l'estranger estava associat a un major volum de vendes a l'exterior. Però aquesta relació causal positiva s'inverteix durant el període 1991-96, perquè les entrades de capitals alimentaven l'apreciació real del tipus de canvi i les noves inversions tendien a concentrar-se en indústries productores de béns no comercials.

**Gràfica 6.9. La relació causal entre la IDE i el creixement d'exportacions**



Font: Elaboració pròpia a partir de dades del "International Financial Statistics" del FMI.

Per tant, com en el cas de Mèxic, no era del tot clar que el deteriorament del compte corrent, imputable a l'augment de les importacions de béns de capital i associada a la inversió directa, pogués ser corregit en el futur més immediat per l'increment de la capacitat exportadora que generava l'expansió de la capacitat productiva.

Amb tot, i tal com s'argumenta més endavant, la principal debilitat de les economies emergents de l'Est d'Àsia procedia del vessant financer, doncs moltes de les entrades de capitals s'estaven registrant a curt termini. La cobertura de les necessitat de finançament exterior amb capitals a curt termini a països com Tailàndia, Indonèsia, Filipines, Malàisia i Corea del Sud es va erigir en una font d'inestabilitat potencial perquè, en absència de traves a la lliure circulació de capitals, qualsevol canvi en les condicions o en el sentiment dels mercats financers podia precipitar una reversió sobtada en aquest flux d'entrades i dificultar la sostenibilitat dels dèficits per compte corrent de la balança de pagaments.

### **3.3. LA LIBERALITZACIÓ DE LES OPERACIONS DEL COMPTE FINANCER DE LA BALANÇA DE PAGAMENTS**

L'èxit de l'estratègia de desenvolupament econòmic basada en la promoció de les exportacions, implementada durant les dècades precedents, va moure als països de l'Est d'Àsia –seguint recomanacions dels organismes econòmics internacionals als que s'havien anat incorporant (article VII del FMI, OMC i acord GATS, i en el cas de Corea del Sud a l'OCDE)– a integrar-se als mercats de capitals mundials.

A més, des de principis dels anys '90, l'autosuficiència financera que havia caracteritzat fins aleshores als països asiàtics va començar a canviar. La creixent necessitat de finançament exterior de les economies –l'estalvi nacional a la majoria de països resultava insuficient com per cobrir tots els projectes d'inversió<sup>19</sup>– imposava eliminar els controls de capitals i obrir els mercats financers a la inversió estrangera si no es volia estroncar el dinamisme de l'activitat productiva.

#### **3.3.1. La importància dels “pull” i dels “push factors”**

La intensificació del flux de capitals cap a les economies emergents durant la primera meitat de la dècada dels '90 es va veure afavorida per la disminució dels rendiments dels actius financers als països més industrialitzats. Segons el FMI (1997a i 1997b) la debilitat del creixement econòmic als països més industrialitzats entre 1991 i 1992 va reduir les oportunitats d'inversió en relació al nivell d'estalvi existent. En aquell context, els bancs centrals dels països

<sup>19</sup> Les empreses més petites eren finançades per homes de negocis locals però les grans fàbriques d'exportació estaven vinculades a la inversió directa estrangera (Krugmna, 1999a).

industrialitzats, per tal d'estimular l'expansió de l'activitat productiva, van decidir-se des de començaments de 1993, a relaxar significativament les condicions monetàries. Aquesta conjuntura de gran liquiditat i tipus d'interès baixos a nivell internacional va moure als inversors d'aquells països a cercar oportunitats d'inversió més lucratives arreu del món.

En aquest escenari, la resolució de la crisi del deute llatinoamericana juntament amb la desintegració dels sistemes comunistes de l'Europa Central i Oriental van fer que la inversió als països en vies de desenvolupament semblés menys arriscada que abans per a les economies occidentals (Krugman, 1999a). Com s'ha destacat en capítols anteriors, en un principi, una gran part d'aquestes inversions es va adreçar a Amèrica Llatina, especialment Mèxic; però després de la crisi mexicana de 1994-95 i els seus efectes sobre Argentina, els capitals financers van començar a dirigir-se a les, aparentment, cada cop més segures economies asiàtiques.

Segons el BIS (1998) les millores en la qualificació creditícia<sup>20</sup>, entre finals de 1994 i principis de 1997, van fer augmentar el valor percebut dels bons dels països asiàtics emergents i aquesta circumstància va fer que els inversors internacionals estiguessin disposats a prestar a uns períodes de venciment més llargs. En aquest sentit, el procés de liberalització financera desplegat des de finals dels anys '80 i començaments dels '90 va obrir noves oportunitats d'inversió per als inversors dels països industrialitzats que cercaven una major rendibilitat i major diversificació del risc.

A més com assenyalen Radelet i Sachs (1998a), la combinació d'uns nivells d'inflació moderats, uns tipus d'interès elevats en relació als nivells vigents als països industrialitzats i uns sistemes de tipus de canvi fix van crear l'expectativa entre els inversors nacionals i estrangers que podien obtenir una elevada rendibilitat sense assumir un risc canviari excessiu (Kawai, 1998). De fet, les taxes de rendibilitat esperada de les inversions financeres en aquestes economies emergents eren, aparentment, molt elevades i a més presentaven una baixa correlació amb els actius financers de les "*economies madures*", la qual cosa permetia als inversors dels països industrialitzats conciliar l'objectiu d'un major rendiment amb una diversificació i cobertura efectiva del risc. Aquestes condicions van convertir, des de 1995, les *economies emergents* de l'Est d'Àsia en un pol d'atracció dels capitals financers internacionals, que es veia reforçat pels avenços en el camp de la tecnologia i de les telecomunicacions que van augmentar el grau d'innovació financera i l'eficiència en la difusió de la informació.

---

<sup>20</sup> Així, la qualificació del deute a llarg termini en moneda estrangera va augmentar a Indonèsia (abril de 1995), Corea del Sud (maig de 1995) i Tailàndia (desembre de 1994), Filipines (maig de 1995 i febrer de 1997), Hong Kong (maig de 1995), Singapur (maig de 1994 i gener de 1996). Amb tot, per als analistes del BIS, bona part de les millores que es van produir posteriorment en la qualificació per part de les dues agències de *rating*, Moody's i Standard & Poor's, no semblaven estar justificats donada de l'evolució dels esdeveniments.

### ***3.3.2. La composició de les entrades netes de capitals financers***

D'aquesta manera, les entrades de capitals a l'Est d'Àsia van passar de representar l'1,4 per cent del PIB entre 1986-90, al 4 per cent del PIB entre 1990-94 i el 6,7 per cent del PIB entre 1995-96. En particular, entre 1990 i 1996, les entrades netes de capitals a Corea del Sud van ser de 72.288 milions de dòlars, a Tailàndia es van acumular 94.391 milions de dòlars, a Indonèsia van entrar 46.898 milions de dòlars i 45.361 milions de dòlars a Malàisia mentre que les Filipines van rebre 33.165 milions de dòlars. Com es pot comprovar al quadre 17.9, aquest flux de capitals representava en termes mitjans un 10,3 per cent del PIB anual a Tailàndia, el 9,6 per cent del PIB de mitjana anual a Malàisia, el 4,3 per cent a Filipines, el 4,1 per cent a Indonèsia i el 2,6 per cent a Corea del Sud.

Aquest gran flux d'entrades de capitals financers es concretava, principalment, en crèdits bancaris denominats en moneda estrangera –majoritàriament dòlars i en menor mesura marcs alemanys i iens– i inversions en cartera (Banc Mundial, 1998a). Així per exemple, a Tailàndia, els crèdits bancaris procedents de l'estranger representaven una mitjana del 7,3 per cent del PIB durant els anys '90, mentre que la inversió en cartera i la inversió directa eren substancialment menors i suposaven només l'1,6 i l'1,1 per cent del PIB respectivament.

Tot i que Tailàndia era el cas més extrem, arreu de la regió les entrades de capitals procedents de l'estranger s'explicaven, principalment, a partir de l'endeutament a l'exterior de bancs i empreses privades. Així, durant el període 1989-96 a Tailàndia, Indonèsia, Malàisia, Filipines i Corea del Sud el valor dels crèdits bancaris i altres préstecs procedents de l'estranger era 116.500 milions de dòlars, mentre que les inversions en cartera totalitzaven 102.600 milions de dòlars. En cadascun d'aquests països, les entrades netes de capitals a curt termini representaven en termes mitjans entre un 2,8 i un 3 per cent del PIB; de fet, durant els anys previs a la crisi de 1997, els crèdits bancaris i la inversió en cartera representaven un 80 per cent del finançament extern. Malàisia era l'única excepció on la inversió directa, que representava un 6,5 per cent del PIB, tenia una importància superior a l'endeutament bancari i als préstecs d'empreses privades, que representaven el 4 per cent del PIB. Al conjunt de països asiàtics que es van veure menys afectats per la crisi de 1997: Hong Kong, Taiwan i Singapur, la font principal de finançament exterior, entre 1990 i 1996, provenia d'inversions directes de l'exterior per valor de 168.500 milions de dòlars, que representava un 60 per cent del finançament extern total d'aquestes economies.

Per altra banda, el flux net de capitals públics durant aquest període era inferior en termes mitjans al 0,5 per cent del PIB, excepte en el cas de les Filipines que suposava un 1,7 per cent del PIB, com a conseqüència dels programes d'assistència del FMI.

Quadre 17.9. Flux net de capitals a les economies de l'Est d'Àsia

(En percentatge del PIB)	Mitjana 1990-96	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Corea del Sud</b>							
Flux net de capitals privats	2,6	2,2	2,4	1,6	3,1	3,9	4,9
<i>Inversió directa neta</i>	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
<i>Inversió en cartera neta</i>	1,9	1,1	1,9	3,2	1,8	1,9	2,3
<i>Altres inversions netes</i>	1,0	1,3	0,7	-1,5	1,7	2,5	3,0
Flux net de capitals públics	-0,2	0,1	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Filipines</b>							
Flux net de capitals privats	4,3	1,6	2,0	2,6	5,0	4,6	9,8
<i>Inversió directa neta</i>	1,6	1,2	1,3	1,6	2,0	1,8	1,6
<i>Inversió en cartera neta</i>	0,1	0,3	0,1	-0,1	0,4	0,3	-0,2
<i>Altres inversions netes</i>	2,6	0,2	0,6	1,1	2,5	2,4	8,5
Flux net de capitals públics	1,7	3,3	1,9	2,3	0,8	1,4	0,2
<b>Indonèsia</b>							
Flux net de capitals privats	4,4	4,6	2,5	3,1	3,9	6,2	6,3
<i>Inversió directa neta</i>	1,4	1,2	1,2	1,2	1,4	2,3	2,8
<i>Inversió en cartera neta</i>	1,1	—	—	1,1	0,6	0,7	0,8
<i>Altres inversions netes</i>	1,7	3,5	1,4	0,7	1,9	3,1	2,7
Flux net de capitals públics	0,4	1,1	1,1	0,9	0,1	-0,2	-0,7
<b>Malàisia</b>							
Flux net de capitals privats	9,6	11,2	15,1	17,4	1,5	8,8	9,6
<i>Inversió directa neta</i>	6,5	8,1	9,0	7,8	5,7	4,8	5,1
<i>Inversió en cartera neta</i>	-0,9	0,3	-1,9	-1,1	-2,2	-0,5	-0,3
<i>Altres inversions netes</i>	4,0	2,9	8,1	10,2	-1,8	4,5	4,7
Flux net de capitals públics	-0,1	0,4	-0,1	-0,6	0,2	-0,1	-0,1
<b>Tailàndia</b>							
Flux net de capitals privats	10,3	11,9	8,5	8,5	8,4	13,2	10,8
<i>Inversió directa neta</i>	1,4	1,9	1,8	1,3	0,6	0,7	0,8
<i>Inversió en cartera neta</i>	1,6	-0,1	0,8	4,4	1,7	2,5	2,0
<i>Altres inversions netes</i>	7,3	10,1	5,9	2,8	6,1	10,0	8,1
Flux net de capitals públics	0,5	1,1	0,1	0,2	0,1	0,7	0,7
<b>Singapur</b>							
Flux net de capitals privats	-0,8	9,6	1,8	4,4	5,4	6,4	1,9
<i>Inversió directa neta</i>	5,6	-2,0	5,1	-8,6	-10,6	-8,8	-12,9
<i>Inversió en cartera neta</i>	-5,8	-2,4	-3,3	2,1	-7,0	1,4	1,4
<i>Altres inversions netes</i>	-0,6	-6,6	-3,2	8,0	3,1	-6,4	4,1
Flux net de capitals públics	—	—	—	—	—	—	—
<b>Taiwan</b>							
Flux net de capitals privats	-2,3	-1,2	-3,2	-2,1	-0,6	-3,6	-3,2
<i>Inversió directa neta</i>	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,5	-0,4	-0,7
<i>Inversió en cartera neta</i>	0,2	—	0,2	0,5	0,4	0,2	-0,4
<i>Altres inversions netes</i>	-2,0	-0,9	-3,0	-1,9	-0,5	-3,3	-2,1
Flux net de capitals públics	—	—	—	—	—	—	—

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del "International Financial Statistics" del FMI.



### 3.3.3. *La vulnerabilitat financera que introduïen les entrades de capitals financers*

L'absorció d'aquesta entrada ingent de capitals imposava un seguit de reptes tant per a la gestió de la política monetària i canviària, com per al funcionament d'uns sistemes financers poc desenvolupats (Berg, 1999).

Així, els intents de les autoritats econòmiques per esterilitzar aquest flux d'entrada de capitals van precipitar –com s'argumenta al capítol següent– l'augment del crèdit intern. La major disponibilitat de recursos que proporcionava el flux d'entrada de capitals de l'exterior, en un principi, va permetre finançar el creixement de la inversió i del consum.

Però amb el temps, l'expansió monetària es va limitar a si mateixa (Krugman, 1999c). L'elevada inversió i l'augment del consum van afavorir l'augment de les importacions mentre la dinàmica de creixement de la renda tendia a elevar els salaris, fent menys competitives les exportacions de la regió que acabaren disminuint. El resultat fou un augment progressiu del dèficit per compte corrent com a percentatge del PIB a mesura que el flux d'entrades de capitals començava a finançar les compres a l'exterior. Alhora, l'excés de liquiditat alimentava la inflació d'actius financers als mercats immobiliaris i als mercats de capitals.

Per a Dornbusch (1998a) aquesta combinació d'esdeveniments va accentuar la tendència a l'apreciació del tipus de canvi real i, aquesta circumstància, es va erigir com un factor de pressió addicional per als règims de tipus de canvi quasi fix amb els que operaven *de facto* la majoria de països de l'Est d'Àsia, perquè la pèrdua de competitivitat reforçava l'expansió recurrent del dèficit exterior.

Per altra banda, els canvis institucionals que exigia el nou context de lliure circulació de capitals no van evolucionar amb la celeritat necessària, tot creant un entorn favorable a l'endeutament excessiu en moneda estrangera i l'assumpció de riscos excessius (Furman i Stiglitz, 1998). D'aquesta manera, a les economies de Tailàndia, Indonèsia, Filipines, Malàisia i Corea del Sud va aparèixer, a partir de 1995, un contingent de fons mòbils a curt o molt curt termini o *hot money* que augmentaven la probabilitat d'una reversió àmplia, ràpida i sobtada del flux d'entrada de capitals, davant de qualsevol canvi inesperat de les expectatives dels mercats financers. I aquest extrem, per a Corsetti, Penseti i Roubini (1998) qüestionava la sostenibilitat del dèficit per compte corrent de la balança de pagaments, perquè el major endeutament extern de les economies de l'Est d'Àsia va fer més intensa la relació que s'estableix entre la pèrdua de confiança i el col·lapse financer. En aquest escenari, les autoritats econòmiques no només no van ser capaces d'adonar-se de quant vulnerable era el seu sistema bancari a qualsevol alentiment del creixement econòmic, sinó que tampoc van caure en què la defensa d'una paritat determinada resultava més exigent en presència d'uns mercats de capitals més oberts i més volàtils.

### ***C. La política econòmica als països de l'Est d'Àsia els anys previs a la crisi de 1997***

Durant els anys previs a la crisi de 1997, l'actuació de la política fiscal va procurar l'equilibri pressupostari de les finances públiques. Per altra banda, la voluntat d'afavorir el creixement continuat de les exportacions i, posteriorment, la necessitat d'afavorir el flux d'entrades de capitals privats per poder finançar uns nivells d'inversió força elevats, va moure a les economies de l'Est d'Àsia a fixar, de manera explícita o implícita, el tipus de canvi de les seves monedes amb el dòlar dels Estats Units. Fruit d'aquesta estratègia, la instrumentació de la política monetària es va veure subordinada al manteniment del tipus de canvi. Amb tot, les autoritats econòmiques van procurar sempre que les seves intervencions als mercats de divises no tinguessin efectes inflacionistes. Finalment, com a complement de l'estratègia de desenvolupament econòmic els països asiàtics van decidir-se a liberalitzar els sistemes financers nacionals.

#### ***1. Política fiscal i pressupostària***

Al llarg de la primera meitat de la dècada dels '90, la instrumentació de la política fiscal i pressupostària va perseguir els mateixos objectius que en les dècades precedents. D'una banda, la política fiscal procurava garantir l'estabilitat macroeconòmica a partir d'unes finances públiques sanejades, promoure la inversió pública en infraestructures de capital i la formació del capital humà i mantenir l'estabilitat dels sistemes financers.

**Quadre 18.9. Evolució del saldo pressupostari de l'Estat a les economies de l'Est d'Àsia (1990-97)**

<i>En percentatge del PIB</i>	<b>1983-89</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>Corea del Sud</b>	-0,3	-0,9	-1,9	-0,3	0,6	0,6	0,5	0,0	-0,5
<b>Filipines</b>	-2,8	-3,5	-1,8	-1,2	-1,5	1,0	0,6	0,3	0,1
<b>Indonèsia</b>	-1,3	1,8	-0,7	-0,4	-0,4	1,0	0,4	0,8	-0,2
<b>Malàisia</b>	-4,0	-2,9	-2,0	-0,8	0,2	2,3	0,9	0,7	1,8
<b>Tailàndia</b>	-3,0	4,9	4,0	2,8	2,1	2,7	3,0	0,9	-0,9
<b>Hong Kong</b>	1,6	0,7	3,2	2,8	2,1	1,1	-0,3	2,2	5,8
<b>Singapur</b>	4,8	11,4	11,3	12,6	15,5	8,9	7,6	6,8	3,3
<b>Taiwan</b>	1,3	1,9	-2,2	-5,4	-5,2	-5,7	-7,4	-7,4	-5,7

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del "Asian Development Bank".

En aquest sentit, com es pot comprovar al quadre 18.9, les finances públiques estaven sanejades i l'evolució de la inflació era un reflex de l'orientació de la política monetària. A la majoria de

països el saldo pressupostari del Govern presentava superàvits o en tot cas lleugers dèficits. L'any 1996, només Taiwan registrava un dèficit de l'ordre del 5 per cent del PIB.

Per altra banda, les intervencions selectives dels governs dels Estats que limitaven la competència als mercats financers, incidien en l'assignació dels crèdits bancaris o fomentaven activament el desenvolupament de determinats sectors industrials, van tendir a diluir-se en el temps a mesura que es liberalitzaven els diferents mercats.

Amb tot, per a Corsetti, Penseti i Roubini (1998) l'absència de desequilibris fiscals no hauria de ser entesa com una evidència en contra de l'origen fiscal de la crisi asiàtica. Com s'argumenta més endavant, durant els anys previs a la crisi els països de l'Est d'Àsia van experimentar un creixement excessiu del crèdit dels bancs comercials, circumstància que va donar lloc a un augment de la cartera vençuda dels bancs comercials i d'inversió que va derivar en una situació de préstecs no retornats i de col·lapse de diverses institucions financeres. D'aquesta manera, per a Fischer (1998) els costos potencials associats a la reestructuració del sistema financer representaven un passiu fiscal contingent per als països asiàtics. Uns passius que no es reflectien a les dades sobre l'equilibri pressupostari, però que suposaven un seriós obstacle per l'equilibri pressupostari dels països afectats en el futur més immediat. Aquest extrem afavoria les expectatives sobre la necessitat de canvis dràstics en l'orientació de la política econòmica, com per exemple la necessitat d'una reforma fiscal que generés recursos amb què poder finançar el cost de les compensacions<sup>21</sup>.

A més, els problemes experimentats pel sector creditici a diversos països asiàtics durant la dècada dels '90 generaven considerables dubtes sobre la capacitat dels Governos per mantenir la inflació controlada en nivells moderats o baixos. Aquests dubtes sorgien perquè la possibilitat del *bail-out* de "males inversions" per part de l'Estat podia forçar a les autoritats monetàries a injectar liquiditat i així prevenir un col·lapse del sistema financer. Des d'aquesta perspectiva, la depreciació nominal de les divises asiàtiques l'any 1997 podria explicar-se a partir d'unes majors expectatives d'inflació derivades del rescat del sistema bancari<sup>22</sup>.

Per altra banda, la voluntat de perpetuar en els temps les taxes de creixement força elevades que s'havien registrat històricament, va moure a les autoritats econòmiques a seguir unes polítiques fiscals més aviat expansives, especialment a partir de 1996. Aquesta circumstància va afavorir certament la reactivació de l'activitat productiva, però per a Kawai, Newfarmer i Schumukler (2001) hauria estat preferible una política més restrictiva que limités l'expansió del crèdit bancari i acabés amb la dependència de l'estalvi exterior. Aquesta política hauria agreujat la

---

<sup>21</sup> En aquest sentit, a principis de 1998, el cost de sanejar el sector financer s'estimava en un 15 per cent del PIB per a diverses economies asiàtiques. Al mes de setembre d'aquell mateix any, segons estimacions no oficials, el cost ja s'elevava al 20-30 per cent del PIB. Veure capítol 10 d'aquesta tesi doctoral.

<sup>22</sup> L'evolució dels esdeveniments, d'alguna manera, va confirmar *ex-post* aquesta previsió: les injeccions de liquiditat al sistema bancari que es van produir en diversos països, com Indonèsia i Malàisia, van alimentar certes pressions inflacionistes que van quedar parcialment emmascarades pels controls de preus.

caiguda de la producció de 1996, però com a contrapartida podia haver contribuït a corregir la tendència a l'apreciació real del tipus de canvi i el creixement excessiu del dèficit per compte corrent i a reduir el risc d'il·liquiditat de l'economia.

## **2. La gestió de la política monetària i canviària**

### **2.1. L'ÚS DEL TIPUS DE CANVI COM A ÀNCORA NOMINAL**

Històricament, l'estabilitat canviària era un dels pilars sobre els que s'havia bastit la política comercial dels països de l'Est d'Àsia. Des de mitjans dels anys '80, la política canviària de la majoria de països de l'Est d'Àsia va començar a articular-se sobre la base de sistemes de tipus de canvi fixos o quasi fixos.

Així Hong Kong, des de 1983, funcionava mitjançant un *currency board* en el que la paritat de la moneda nacional estava vinculada al dòlar dels Estats Units. A Malàisia, Tailàndia i les Filipines s'havia fixat formalment el tipus de canvi a una cistella de divises (*basket peg*); tanmateix, la ponderació de la divisa nord-americana era tan important que a la pràctica existia un fixament *de facto* al dòlar dels Estats Units<sup>23</sup>. Així, a Malàisia la política del banc central perseguia evitar les fluctuacions excessives del tipus de canvi de la moneda nacional. La paritat de la moneda es movia en un interval del 10 per cent, entre unes paritats de 2,7 i 2,5 *ringits* per dòlar entre 1990 i 1997. A Tailàndia, el tipus de canvi estava fixat de manera efectiva entre 25,2 i 25,6 *bath* per dòlar des de 1990 i fins 1997. A Filipines entre 1990-95, el tipus de canvi podia fluctuar entre els 24 i els 28 *pesos filipins* /dòlar, tot i que des de la primavera de 1995 i fins a començaments de 1997, la paritat s'havia establert en 26,2 *pesos filipins* per dòlar.

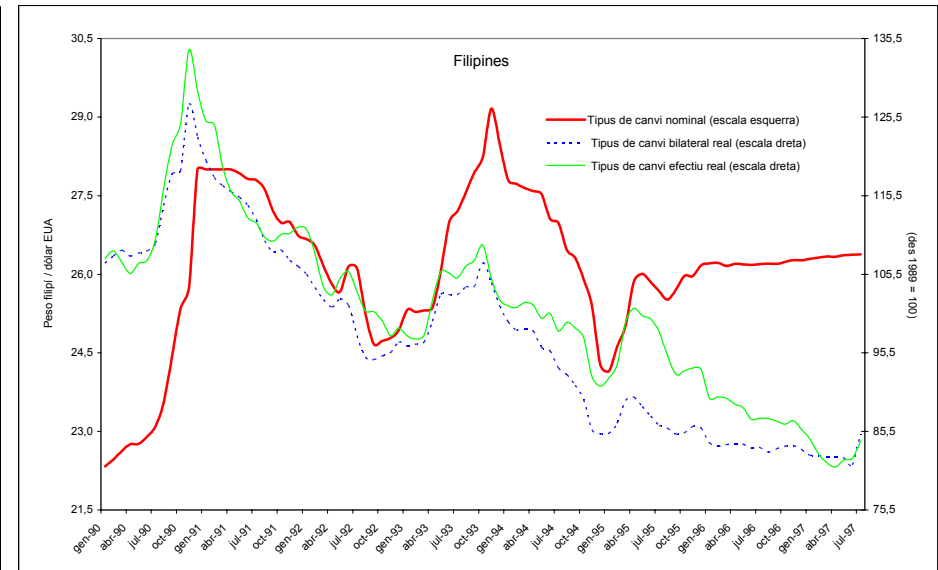
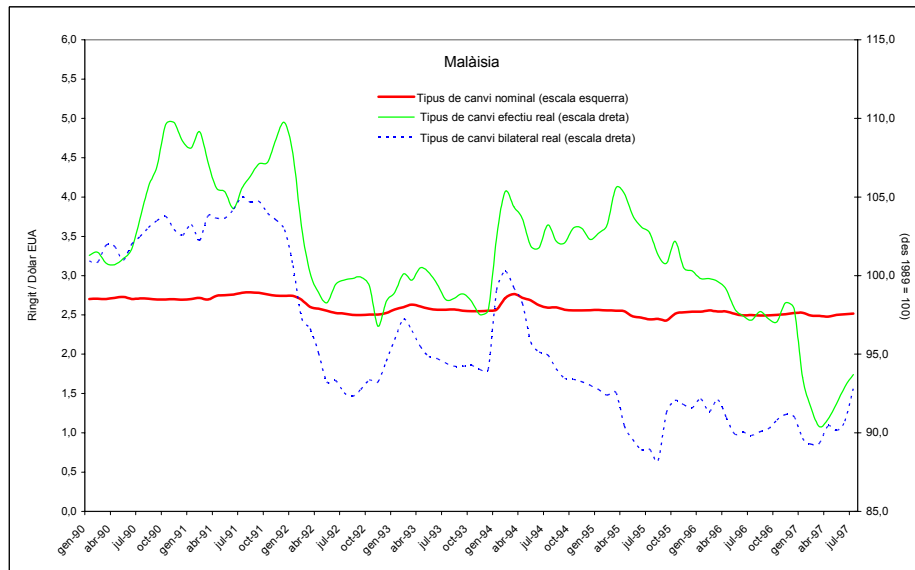
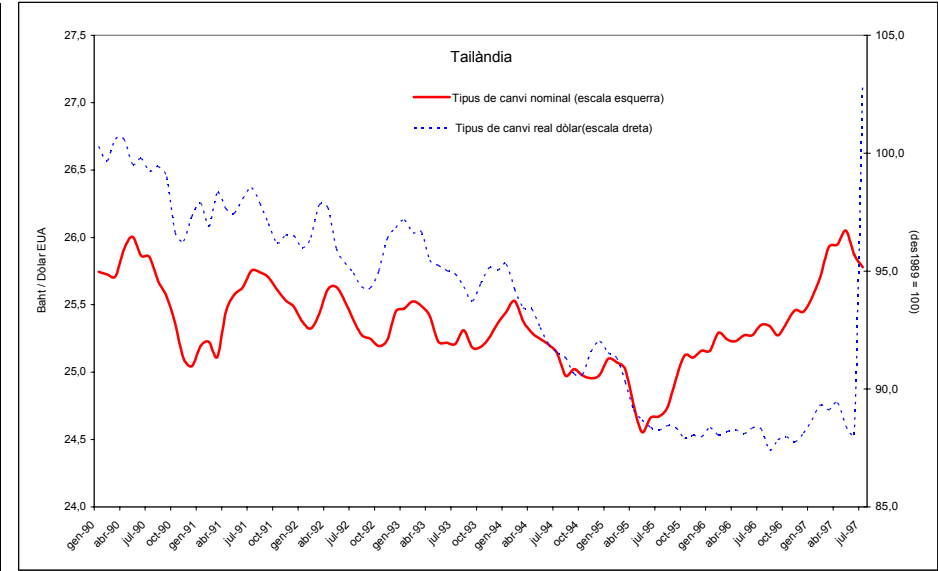
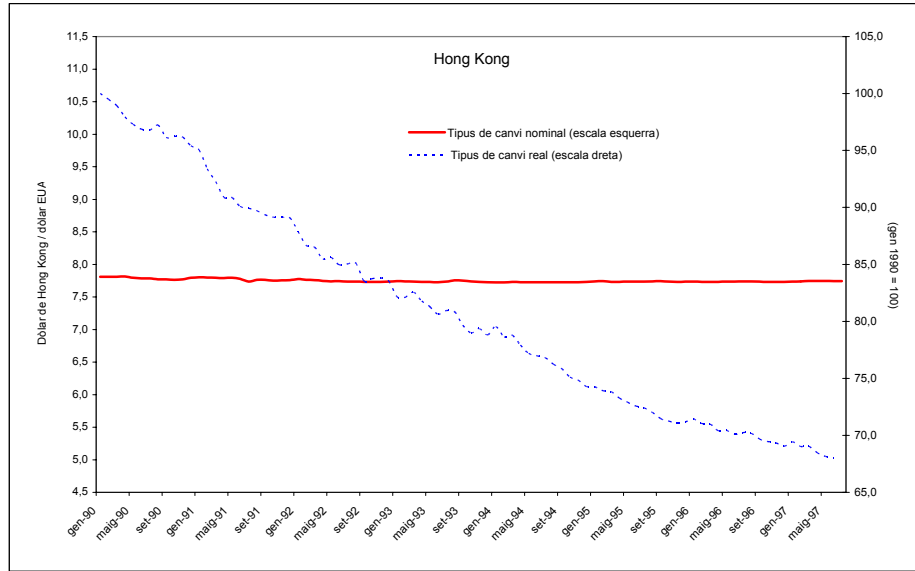
Altres països com Corea del Sud i Singapur van seguir una política de tipus de canvi més flexible. A Corea del Sud, entre 1990 i mitjans de 1993, la moneda nacional es va depreciar en termes nominals des dels 700 fins als quasi 800 *wons* per dòlar; entre 1993 i mitjans de 1996, la cotització es va moure dins d'un marge molt estret: entre els 770 i els 810 *wons* per dòlar, però a partir d'aleshores la paritat es va depreciar de nou fins a situar-se en els 884 *wons* a finals de 1996. A Singapur, la moneda nacional va tendir a apreciar-se en termes nominals des d'una paritat de 1,7 *dòlars singaporencs* per dòlar l'any 1990 a una de 1,4 a finals de 1996.

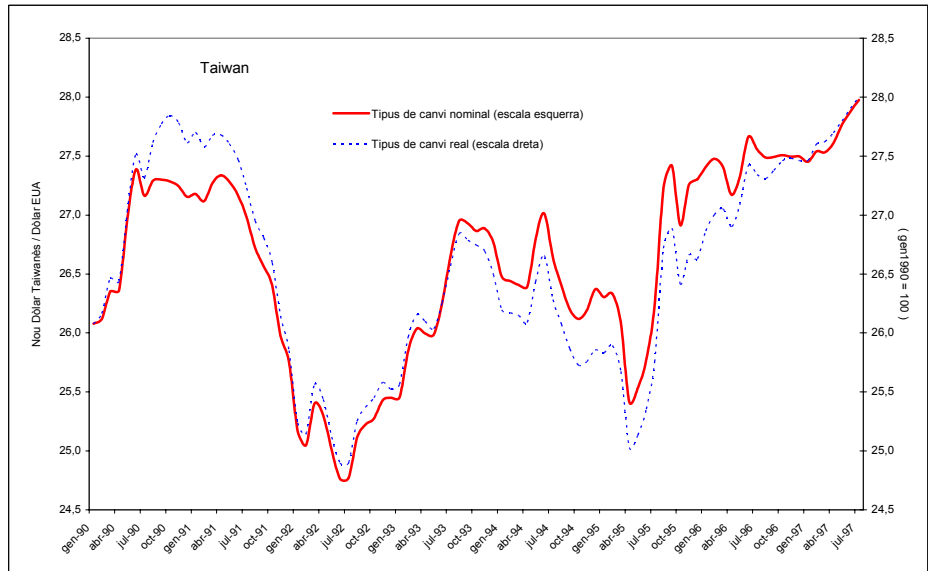
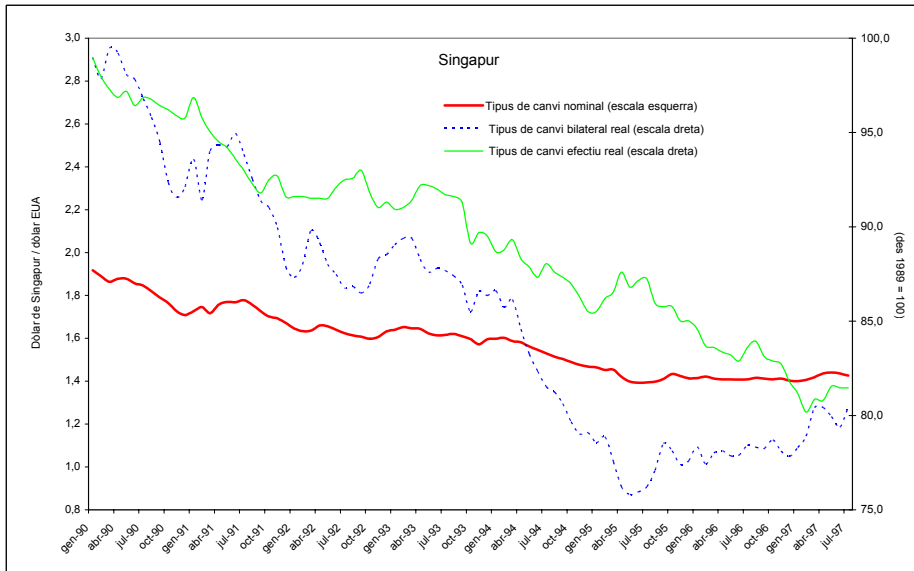
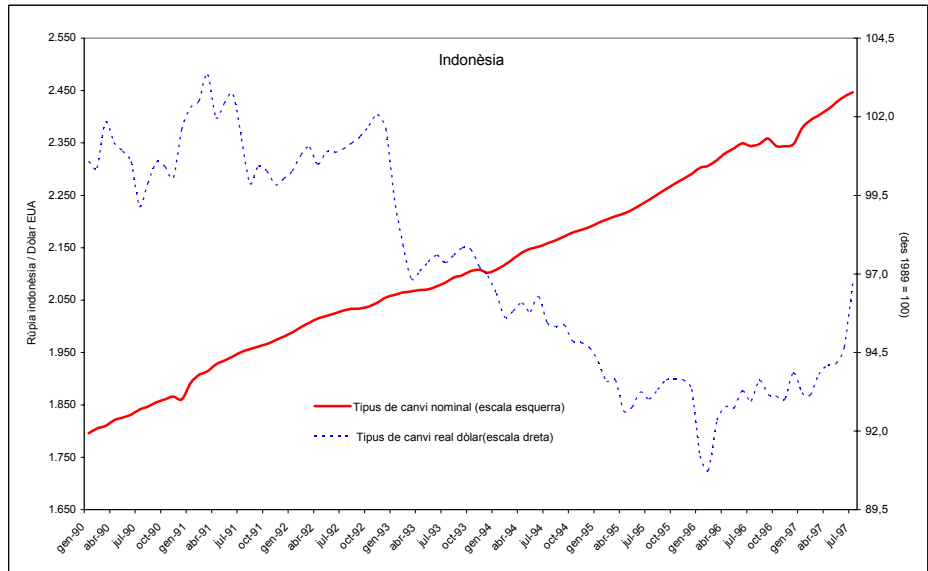
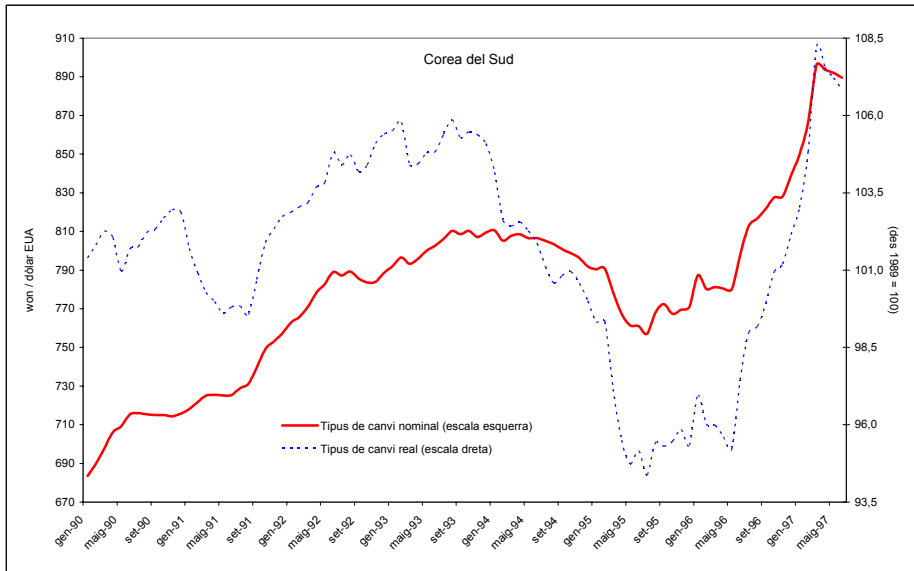
Finalment, la política canviària d'Indonèsia establia objectius en termes de tipus de canvi real i, per això, les autoritats monetàries permetien la depreciació nominal de la *rúpia*. D'aquesta manera, la cotització de la moneda nacional va passar d'una paritat 1.900 *rúpies* per dòlar dels Estats Units a finals de 1990 a una de 2.400 *rúpies* per dòlar a començaments de 1997.

---

<sup>23</sup> La ponderació del dòlar dels Estats Units en els règims canviaris que havien vinculat la paritat de la seva moneda a una cistella de divises era aproximadament del 30 per cent. Però el que realment dotava d'una major importància la ponderació del dòlar era la creixent importància del comerç intraregional i el fet que la majoria de socis comercials d'aquests països a la regió també havien vinculat l'evolució del tipus de canvi de la seva moneda al dòlar.

**Gràfica 7.9. Evolució dels tipus de canvi nominal i reals als països de l'Est d'Àsia**





Font: Elaboració pròpia a partir de dades del "International Financial Statistics" del FMI

Taiwan també seguia una política canviària amb objectius de tipus de canvi real. Aquí la moneda nacional va moure's des d'una paritat de 25 *nous dòlars* de Taiwan per dòlar dels Estats Units el 1992, a una paritat de 28 a finals de 1996.

En un principi, l'elecció d'aquests règims canviaris fixos o quasi fixos s'explicava per tres raons principals. En primer lloc, la voluntat d'estabilitzar els fluxos comercials en unes economies on la majoria d'operacions es realitzaven en moneda estrangera. Usant dades prèvies a la crisi de 1997 i recollides al quadre 14.9, el *ADB* mostra com el comerç exterior de la regió estava denominat principalment en dòlars, en la mesura que el principal soci comercial de les vuit economies emergents de l'Est d'Àsia analitzades era els Estats Units, on s'adreçaven entre un 25 i un 35 per cent de les exportacions d'aquesta zona entre 1985 i 1996. Per això, durant la dècada prèvia a la crisi financera de 1997, les economies de la regió –amb l'excepció de Japó– van vincular l'evolució del seu tipus de canvi al dòlar dels Estats Units.

Segon, donat que els mercats de capitals en aquests països eren incomplets, les finances havien d'establir-se en horitzons temporals de curt termini i, en conseqüència, la definició de la política monetària en termes d'un objectiu directe d'inflació (*inflation targeting*) no era possible. D'aquí que les autoritats econòmiques decidissin usar el tipus de canvi com àncora nominal, tot vinculant la paritat de les seves respectives monedes amb el dòlar dels Estats Units. D'aquesta manera, l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal s'erigia en un instrument per estabilitzar els preus de l'interior del país que alhora evitava els comportaments erràtics i arbitraris en la gestió de la política monetària<sup>24</sup>.

A partir de la dècada dels '90, es va afegir una motivació addicional per fixar la paritat de la moneda nacional: la voluntat de facilitar el finançament extern dels projectes d'inversió nacional. Des d'aquesta perspectiva, l'estabilitat canviària eliminava –aparentment– la prima de risc canviari i reduïa el cost d'endeutar-se a l'exterior, la qual cosa afavoria tant la inversió nacional com el flux d'entrada de capitals estrangers. Aquest extrem resultava consistent amb una estratègia que perseguia mantenir uns elevats nivells d'inversió, per afavorir l'expansió de la productivitat i un major creixement de l'activitat econòmica.

## **2.2. ELS COSTOS ASSOCIATS A L'ÀNCORA NOMINAL**

### **2.2.1. Apreciació real i pèrdua de competitivitat**

En un principi, aquesta política va ser molt fructuosa perquè la depreciació del dòlar dels Estats Units respecte les principals divises internacionals, entre 1987 i el primer trimestre de 1995, es va traduir en una millora gradual de la competitivitat de les economies de l'Est d'Àsia. Aquesta circumstància va promoure un ràpid creixement de les exportacions i l'augment de la capacitat productiva instal·lada com s'ha destacat als apartats anteriors.

<sup>24</sup> En aquest sentit, per McKinnon (2000b) aquesta voluntat d'estabilitzar el nivell de preus explicaria el control exercit sobre els moviments del tipus de canvi mensuals o trimestrals denominat "*fixament de baixa freqüència*" –*low frequency pegging*– a través d'intervencions directes o indirectes als mercats de divises.

Però des de la segona meitat de 1995, la forta apreciació del dòlar respecte el ien japonès i les altres divises europees va marcar un punt d'inflexió per als països de l'Est d'Àsia i el començament d'un període de sobrevaloració que es va traduir en la pèrdua de competitivitat d'economies de la regió i la disminució de les exportacions de la zona<sup>25</sup>.

Aquesta aparició del tipus de canvi real presentava asimetries entre països. Chinn (1998), prenent com a any base 1990, troba que a la primavera de 1997 el tipus de canvi real bilateral s'havia apreciat en un 30 per cent a Hong Kong, el 23 per cent a les Filipines, 19 per cent a Malàisia, el 18 per cent a Singapur, el 12 per cent a Tailàndia i el 8 per cent a Indonèsia. A Corea del Sud i Taiwan, la moneda nacional es va depreciar en termes reals en un 14 per cent i en un 10 per cent, respectivament.

Si considerem les dades que proporciona el quadre 19.9 sobre el tipus de canvi real, relatives al període comprés entre 1993 i 1996, com una mesura de la magnitud del grau d'apreciació/depreciació de les monedes nacionals observem que la sobrevaloració de les monedes era molt menys pronunciada.

**Quadre 19.9. La tendència a l'apreciació del tipus de canvi efectiu real**

<i>(1993 = 100)</i>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>Corea del Sud</b>	99,6	94,3	94,1	120,2
<b>Filipines</b>	86,0	85,0	80,6	93,1
<b>Indonèsia</b>	96,2	90,3	79,7	108,2
<b>Hong Kong</b>	92,4	90,6	86,1	77,0
<b>Malàisia</b>	102,0	101,3	96,9	117,9
<b>Singapur</b>	95,5	94,2	91,2	90,5
<b>Tailàndia</b>	101,1	97,8	92,8	122,7
<b>Taiwan</b>	101,4	103,3	100,9	107,9

Font: J.P. Morgan i elaboració pròpia

Així, l'apreciació més significativa es donava a Indonèsia (20,3 per cent), Filipines (19,4 per cent), Hong Kong (13,9 per cent) i en menor mesura a Singapur (8,8 per cent), a Tailàndia (7,2 per cent) i a Malàisia (3,1 per cent). Però, en qualsevol cas el grau d'apreciació no era tan considerable com la que es va donar a Mèxic els anys previs a la crisi, quan el tipus de canvi real va apreciar-se en un 40 per cent entre 1988 i 1993.

Sigui com sigui, la gràfica 7.9 evidencia que aquells països que comptaven amb unes normes de política canviària més rígides són els que van experimentar una apreciació real més significativa a partir de la segona meitat de 1995. Així, el grau d'apreciació real registrat a Tailàndia, Indonèsia, Malàisia, Hong Kong i Filipines –les economies que havien perseguit més estrictament l'estabilitat canviària– fou superior a l'experimentada a Indonèsia on el sistema

<sup>25</sup> El dòlar dels Estats Units es va apreciar notablement en els mesos previs a la crisi. En particular, entre 1991 i 1995 el dòlar dels Estats Units va seguir tendència nominal a la baixa en relació al ien i al marc. Però des de la primavera de 1995 i l'estiu de 1997, el dòlar es va apreciar en un 56 per cent respecte el ien japonès i en un 27 per cent en relació al marc alemany.



canviari establia objectius en termes del tipus de canvi real. Per contra, a Corea del Sud i Taiwan amb sistemes canviaris més flexibles van veure com el seu tipus de canvi real es depreciava. Així, entre juny de 1995 i juny de 1997, l'apreciació real era, aproximadament, del 21 per cent a Filipines, d'un 14 per cent a Tailàndia i d'un 12 per cent a Indonèsia i Malàisia. En canvi, a Corea del Sud el tipus de canvi real s'havia apreciat lleugerament, en un 1,5 per cent, mentre que en el cas de Taiwan la depreciació real fou del 4,5 per cent.

### **2.2.2. La subordinació de la política monetària i l'aparent desaparició del risc canviari**

Aquesta evidència avalaria l'argument que els sistemes canviaris van tenir una responsabilitat important en la tendència a la sobrevaloració de les distintes monedes nacionals. De fet, el Banc Mundial (1998a) identifica aquesta apreciació en un període tan curt de temps com la causa immediata d'una potencial crisi de la balança de pagaments.

Amb tot, la inestabilitat latent que introduïa la sobrevaloració de la moneda nacional no provenia tant de la possibilitat d'una crisi de pagaments com de la infravaloració del risc canviari i els errors en la gestió del tipus de canvi. Així, l'estabilitat canviària que introduïen els règims de tipus de canvi quasi fix havia fet menys perceptible el risc canviari i, aquest extrem era un incentiu per prendre amplies posicions no cobertes del risc en moneda estrangera. Aquest biaix a favor de l'endeutament en moneda estrangera es va accentuar amb el procés de liberalització del sistema financer i la supressió de les restriccions als moviments de capitals.

En aquest escenari, una depreciació de qualsevol de les monedes asiàtiques podria tenir uns efectes devastadors sobre la situació financera i econòmica de les empreses amb notables passius denominats en dòlars i a molt curt termini. Aquesta circumstància, explicaria per McKinnon (2000b) el "*fixament d'alta freqüència*" (*high frequency pegging*), és a dir, la necessitat imperiosa per part dels països asiàtics de limitar, també, les fluctuacions del tipus de canvi respecto al dòlar en horitzons temporals molt reduïts –a un dia o a una setmana– com a mecanisme de cobertura informal.

Finalment, l'orientació de la política canviària va tenir una implicació encara més subtil –i que molt sovint ha passat desapercibuda en les anàlisis econòmiques de la crisi de l'Est d'Àsia, però que va tenir una rellevància molt significativa en la gestió de la crisi posterior (BIS, 1998). En aquest sentit, el fixament *de iure* o *de facto* del tipus de canvi va reduir, amb el temps, la capacitat de les autoritats monetàries per gestionar adequadament les necessitats de liquiditat de l'economia nacional. No només perquè l'àncora nominal subordinava la política monetària al manteniment del tipus de canvi, sinó perquè els compromisos canviaris van coartar la iniciativa dels bancs centrals a l'hora d'eleva els tipus d'interès per refredar la demanda nacional i limitar la inversió financera i immobiliària en projectes amb una rendibilitat reduïda a mitjans dels '90, en un context en què el rescalfament de l'economia es va començar a fer evident a molts països

asiàtics. A més, aquesta prevenció de la política monetària es veia incrementada per l'elevat palanquejament financer a curt termini i en moneda estrangera de moltes empreses financeres i no financeres.

### ***3. La política de liberalització dels sistemes financers nacionals***

#### ***3.1. L'ORIGEN I LA LòGICA DE L'INTERVENCIONISME FINANCER***

La dificultat per obtenir finançament a llarg termini en uns mercats de capitals, poc amplis i profunds, va moure als diferents països de l'Est d'Àsia a finançar la dinàmica de creixement econòmic a través d'un sistema "*bancari flexible*" (Furman i Stiglitz, 1998). Històricament, els Governos dels països asiàtics van jugar un paper important en el procés de creació d'institucions financeres, en el manteniment de la seva capacitat per prestar i en l'ampliació de les seves línies d'actuació tradicionals<sup>26</sup> (Banc Mundial, 1993).

La racionalitat de les intervencions de l'Estat als mercats financers anava, fins i tot, més enllà. Així el compromís dels Governos amb l'estabilitat econòmica com a base del desenvolupament i la millora del benestar exigia evitar l'elevada volatilitat financera que podia derivar-se d'una restricció de liquiditat en un context de recessió econòmica. En conseqüència, el funcionament del sistema creditici requeria la creació de mecanismes que permetessin "*socialitzar*" el risc del sector i corregir les falles dels mercats financers (Stiglitz, 1998c). D'aquesta manera, la disposició dels Governos a compensar (*bail-out*) les "*males inversions*" de les entitats de crèdit, en cas de crisi econòmica, era una fórmula de distribució del risc amb uns efectes adversos limitats perquè, d'alguna manera, es vinculava el risc de les operacions d'inversió amb l'evolució de la conjuntura macroeconòmica.

Aquestes intervencions pro-actives es completaven amb un seguit de "*restriccions*" que perseguïen ampliar el grau de capitalització de les empreses i afavorir el finançament sostingut i permanent de l'activitat productiva. Així per exemple, en limitar la competència i imposar límits als tipus d'interès sobre préstecs i dipòsits, els Governos de l'Est d'Àsia van incrementar la rendibilitat de la banca nacional. Els menors tipus d'interès reduïen la càrrega financera de les empreses i ampliaven els fons propis de bancs i empreses. Aquesta major capitalització possibilitava, alhora, que les distintes societats poguessin assumir projectes d'inversió més arriscats, però també més rendibles.

A nivell extern i durant molts anys, la majoria d'economies asiàtiques van procurar l'hermetisme dels seus sistemes financers. Existien límits a l'endeutament exterior i els moviments de capitals estaven controlats. Aquests controls de capitals protegien els incipients sistemes financers de la regió davant qualsevol pertorbació externa. Encara més important, els

---

<sup>26</sup> En un principi, segons el Banc Mundial, les institucions financeres concentraven la seva activitat en la concessió de crèdits comercials i préstecs hipotecaris, per això, el crèdit al desenvolupament destinat a finançar projectes d'inversió a llarg termini per part de la banca era més aviat limitat.

controls de capitals evitaven que la fragilitat financera que pogués existir a nivell intern es transformés en una vulnerabilitat externa a través de l'aparició d'un contingent de deute a curt termini en moneda estrangera no cobert (Wade i Veneroso, 1998).

Aquesta intervenció àmplia i decidida dels Estats en els sistemes financers nacionals, a l'igual que la pràctica activa d'un proteccionisme financer es va perllongar fins a finals de la dècada dels '80. A partir d'aleshores, els països de l'Est d'Àsia van iniciar un procés de desregulació i liberalització dels mercats financers aprofitant una conjuntura favorable. Així, es va procedir a reduir els límits als tipus d'interès sobre préstecs i dipòsits, a eliminar els controls directes sobre els crèdits i a liberalitzar la circulació de capitals amb l'exterior. Els Governos de la regió van suprimir també les restriccions que limitaven l'endeutament financer de les empreses i van afavorir una major competència en la prestació dels serveis financers. A més, es va autoritzar a la banca internacional a realitzar operacions de compra-venda de moneda nacional i estrangera. Finalment, les autoritats econòmiques van abandonar el seu paper actiu en la coordinació de préstecs i inversions, per tal de configurar un sistema econòmic on l'assignació de recursos fos menys dependent de la influència política (Banc Mundial, 1998a).

### **3.2. L'EXPANSIÓ DEL CRÈDIT BANCARI**

El procés de liberalització dels sistemes financers nacionals i altres elements de la conjuntura econòmica internacional –destacats en apartats anteriors– van propiciar una gran expansió dels préstecs bancaris, quan les entitats de crèdit van intentar compatibilitzar un ràpid creixement de la renda nacional, la demanda d'uns serveis financers més sofisticats i la intermediació del flux de capitals procedents de l'estranger. Com es pot comprovar al quadre 20.9, als anys '90 els ritmes de creixement del crèdit bancari eren tan alts com a la dècada anterior però la seva importància relativa com a percentatge del PIB era molt superior. Així, l'expansió del crèdit bancari als països de l'Est d'Àsia s'havia enfilat a nivells superiors als que havien existit fins al moment als països desenvolupats i superava, amb escreix, el 80 per cent del PIB, excepte a Corea del Sud, Indonèsia i Filipines. En aquest sentit, l'evidència empírica suggereix un creixement sostingut del crèdit bancari entorn al 14 per cent anual entre 1991 i 1997 a la majoria de països asiàtics. En alguns països com Indonèsia, Tailàndia i Malàisia l'expansió del crèdit fou superior al 20 per cent anual i, fins i tot a les Filipines va arribar a superar el 30 per cent anual. En termes acumulats entre 1990 i 1996, l'explosió del crèdit bancari mesurada per Corsetti, Penseti i Roubini (1998) fou més pronunciada a les Filipines (151 per cent), Tailàndia (58 per cent), Malàisia (31 per cent) i Hong Kong (26 per cent). El creixement acumulat del crèdit fou més moderat a Singapur (17 per cent), Corea del Sud (11 per cent) i Taiwan (10 per cent)<sup>27</sup>.

<sup>27</sup> Resulta simptomàtic observar que els països més afectats per l'especulació als mercats de divises a finals de 1997 van ser aquells on més va créixer el crèdit bancari.

**Quadre 20.9. Expansió del crèdit bancari al sector privat**

	Variació anual del crèdit (en percentatge)		Crèdit bancari en percentatge del PIB <sup>b)</sup>	Crèdit Boom <sup>c)</sup>
	1981-89	1991-97	1990-97	Variació anual entre 1990 i 1996
<b>Corea del Sud</b> <sup>a)</sup>	13	18	58	11%
<b>Filipines</b>	-5	32	34	151%
<b>Indonèsia</b>	22	24	54	10%
<b>Malàisia</b> <sup>a)</sup>	11	20	83	31%
<b>Tailàndia</b>	15	22	90	58%
<b>Hong Kong</b> <sup>a)</sup>	13	16	151	n.d.
<b>Singapur</b>	10	14	89	17%
<b>Taiwan</b>	15	16	137	26%

*Nota: <sup>a)</sup> Les dades de Hong Kong i Malàisia corresponen al període 1993-94 mentre que les dades de Corea del Sud fan referència al període 1991-94.*

*<sup>b)</sup> Les dades de Hong Kong i Taiwan reflecteixen la importància relativa d'aquests països com a places financeres internacionals.*

*<sup>c)</sup> Quocient entre els crèdits del sector privat respecte als dipòsits de diner i el PIB nominal.*

*Font: Elaboració pròpia a partir de dades de Corsetti, Pensetti i Roubini (1998) excepte les dades per al període 1981-89 que corresponen al Bank for International Settlements (BIS) a partir de la informació dels diferents bancs centrals, IBCA Ltd. i del "International Financial Statistics" del FMI.*

La liberalització parcial del sistema financer a finals dels '80 i començaments dels '90 va proporcionar als bancs més llibertat per actuar com a intermediaris financers i canalitzar els capitals procedents de l'exterior cap a les empreses nacionals, la qual cosa va propiciar l'endeutament exterior del sector bancari (King, 2001).

Aquesta tendència a l'endeutament en moneda estrangera per part dels bancs comercials resulta evident a partir de la consideració de les dades del BIS (1998). Així, entre finals de 1996 i mitjans de 1997 el crèdit bancari extern va augmentar fins els 274.000 milions de dòlars, un increment del 10 per cent. En particular, les obligacions dels bancs estrangers amb Tailàndia, Indonèsia, les Filipines, Malàisia i Corea del Sud van incrementar-se en un 24 per cent, passant dels 210.000 milions de dòlars a finals de 1995 als 261.000 milions de dòlars a finals de 1996. A les Filipines, per exemple, els crèdits en moneda estrangera contrets pels bancs comercials van passar del 5,5 per cent del PIB al 17,2 per cent del PIB entre 1993 i 1996 i van continuar creixent ràpidament fins a mitjans de 1997. A Tailàndia, aquestes obligacions van augmentar encara més de pressa, des del 5,9 per cent del PIB l'any 1992 fins al 28,4 per cent del PIB de 1996. A Malàisia, els passius estrangers del sector bancari es van incrementar fins al 19,5 per cent del PIB l'any 1993 per partir d'aquí anar disminuint progressivament. En canvi a Indonèsia, el major endeutament va ser assumit directament per empreses privades, prescindint en bona part de la intermediació dels bancs comercials.

## ***D. Les debilitats de les economies de l'Est d'Àsia els anys previs a la crisi de 1997***

L'any 1996 les economies de l'Est d'Àsia presentaven una fragilitat financera latent que s'explicava per l'elevat endeutament a curt termini i en moneda estrangera, la qual cosa va fer a les economies nacionals molt vulnerables als canvis d'expectatives dels mercats financers internacionals. Més, quan la dotació de reserves de divises internacionals resultava, en la majoria de casos, insuficient per cobrir l'exposició de les empreses financeres i no financeres.

L'origen d'aquesta fragilitat del sistema financer era imputable tant a l'elevat grau d'estabilitat monetària i canviària com al ràpid desenvolupament dels sistemes bancaris locals. En aquest sentit, anys de creixent ininterromput van portar als bancs i a altres institucions a subestimar els riscos que estaven emergint en un entorn nou, poc regulat i més obert. A més, les expectatives que els Governos podrien recolzar les principals institucions financeres en cas de dificultats, també va contribuir a aquesta pauta de comportament.

### ***1. Liberalització i vulnerabilitat financera***

#### ***1.1. ELS PROBLEMES DE LA LIBERALITZACIÓ DEL SISTEMA FINANCER NACIONAL***

Paradoxalment, el procés de desregulació no va enfortir l'eficiència dels sistemes financers dels països de l'Est d'Àsia sinó que més aviat contribuï a augmentar la seva fragilitat, doncs les reformes del sistema financer reduïen la capacitat de les autoritats econòmiques per prevenir i corregir les falles dels mercats financers (Stiglitz, 2002). D'aquesta manera, com a conseqüència de la liberalització dels sistemes financers nacionals, els països de l'Est d'Àsia van experimentar un augment de la vulnerabilitat a una crisi financera que “s'autogenera” i “s'autoalimenta”, característica dels models de “tercera generació”.

##### ***1.1.1. Els efectes de la major competència al sector bancari***

Previ a la desregulació dels sistemes financers nacionals, la intermediació bancària era rendible dins dels límits que determinaven l'assignació i el volum dels préstecs bancaris i els tipus d'interès sobre els dipòsits bancaris. La introducció de major competència en aquests mercats no només no va proporcionar als bancs un marge d'acció superior sinó que sovint va forçar les entitats de crèdit a cercar noves línies de negoci, en previsió de la contracció dels marges de benefici en les seves activitats tradicionals (BIS, 1998). Aquesta situació es veia agreujada per la desaparició dels mecanismes que havien permès la “socialització” del risc i la inexistència d'uns mercats de capitals, amplis i profunds, on poder cobrir-se adequadament (Stiglitz, 1998c).

Simultàniament, els bancs que s'havien desenvolupat en un marc regulador estricte van fallar a l'hora de prendre les precaucions necessàries en un entorn liberalitzat, on la possibilitat d'obtenir uns beneficis superiors anava acompanyada també d'uns riscos més elevats que s'havien de mesurar adequadament. Les estimacions del BIS, i que es presenten al quadre 21.9, mostren com els marges nets d'interessos de les entitats de crèdit no eren molt superiors als seus costos operatius, un extrem que suggereix que durant aquell període no es van fer massa provisions per cobrir el risc d'insolvència.

**Quadre 21.9. Costos operatius i marges d'exploració del sector bancari**

	Costos Operatius		Marge Net d'Interessos	
	1990-94 <sup>a)</sup>	1995-96	1990-94 <sup>a)</sup>	1995-96
	<i>En percentatge dels actius</i>		<i>En percentatge dels actius</i>	
<b>Corea del Sud</b>	1,9	2,1	2,2	2,2
<b>Filipines</b>	4,0	3,5	5,3	4,8
<b>Indonèsia</b>	2,3	2,8	3,3	3,6
<b>Malàisia</b>	1,6	1,4	4,7	3,2
<b>Tailàndia</b>	1,9	1,8	3,6	3,6
<b>Hong Kong</b>	0,1	0,4	0,2	0,3
<b>Singapur</b>	0,8	0,7	2,2	2,0
<b>Taiwan</b>	1,3	1,3	2,1	2,2
<b>Estats Units</b>	3,7	3,4	4,1	3,8
<b>Japó</b>	1,0	1,1	1,2	1,5

*Nota:* <sup>a)</sup> Les dades de Hong Kong i Malàisia corresponen al període 1993-94 mentre que les dades de Corea del Sud fan referència al període 1991-94.

*Font:* Bank for International Settlements (BIS) a partir de la informació dels diferents bancs centrals, IBCA Ltd. i del "International Financial Statistics" del FMI.

D'aquesta manera, la liberalització del sistema bancari va fer augmentar el grau d'exposició de les entitats de crèdit, perquè la major competència propiciava assumir uns majors riscos i bandejar la prudència en les operacions creditícies. Aquesta tendència contribuïa a reduir el valor de les institucions financeres que l'intervencionisme de l'Estat havia ajudat a capitalitzar prèviament. En molts casos, aquesta contracció dels beneficis no va donar lloc a un procés de reconversió o de reestructuració del sector, és a dir, els bancs menys eficients no van ser forçats a abandonar el sector o a fusionar-se amb bancs més eficients<sup>28</sup>. El ràpid desenvolupament del sector financer privat en un entorn poc regulat i les dificultats per finançar-se als mercats

<sup>28</sup> Així per exemple a Indonèsia el govern, lluny d'optar pel tancament dels bancs amb dificultats –des de 1992 només un banc, el Bank Summa havia estat clausurat–, va preferir una estratègia que afavoria els processos de fusió d'empreses però que finalment van derivar en altres fórmules de suport més pròximes al rescat financer.

borsaris van configurar un sistema bancari integrat per un nombre excessiu de petits bancs infracapitalitzats o descapitalitzats, molt vulnerables a la morositat dels crèdits.

### ***1.1.2. La manca d'uns mecanismes de regulació i supervisió del sistema financer***

Alhora, la precipitació en el procés de liberalització va donar lloc a una normativa fràgil i poc acurada, mancada de mecanismes de regulació i supervisió efectiva de les operacions creditícies per part dels diferents bancs centrals. Així per exemple, la liberalització financera de la dècada dels '90 va propiciar l'aparició de molts intermediaris no bancaris que podien superar les limitacions prudencials al crèdit perquè no estaven sotmesos a cap regulació. En un bon nombre de països, com Tailàndia, els bancs comercials o d'inversió, o bé invertien en accions o bé compraven actius financers emesos per altres institucions financeres que estaven menys regulades, i, per tant, indirectament, podien accedir a determinades col·locacions i assumir determinats riscos, que en condicions normals no haurien estat possibles.

Els defectes derivats de la manca d'una regulació prudencial efectiva es van veure accentuats a partir de 1995, arran de la massiva entrada de capitals. La intermediació del flux creixent de capitals procedents de l'estranger i els molts anys de creixent econòmic ininterromput van portar als bancs comercials, als bancs d'inversió i a d'altres institucions financeres a inserir-se en una espiral d'expansió dels crèdits i d'assumpció de riscos excessius que va derivar en una situació de sobredeutament i baixa capitalització de la banca. Amb l'excepció de Hong Kong, Filipines i Singapur, les ràtios de capitalització eren en general massa baixos com per proporcionar un coixí adequat en presència d'algun tipus de contingència<sup>29</sup>.

Així per exemple a Indonèsia, tot i que els bancs estaven sotmesos a regulacions prudencials en sintonia amb les recomanacions del Comitè de Basilea, el seu grau de compliment era més aviat reduït. D'acord amb les estadístiques del banc central d'aquell país, el mes d'abril de 1996 d'un total de 240 bancs 15 no arribaven al 8 per cent de capitalització, 41 no complien amb límit legal d'endeutament i 12 dels 77 bancs estrangers autoritzats no s'ajustaven a les normes sobre les posicions financeres a un dia.

### ***1.1.3. L'existència de garanties implícites o explícites: el problema de risc moral***

Una mentalitat gregària va accentuar aquesta dinàmica d'endeutament excessiu, doncs els bancs tenien la sensació que podien registrar nivells de creixement similars als dels seus competidors

---

<sup>29</sup> Les ràtios només eren significativament més elevades que el mínim que estableix l'Acord de Capital de Basilea a països com Hong Kong (18 per cent), Filipines (17 per cent) i Singapur (19 per cent).

i, en el límit, confiaven en el rescat del govern si les inversions o crèdits que estaven realitzant resultaven incobrables<sup>30</sup>.

De fet, l'expectativa que els Governos recolzarien les principals institucions financeres, com havien fet històricament, o la presumpció que els passius en moneda estrangera estaven assegurats per una compensació indirecta a través dels programes de suport del FMI, van acabar de reforçar aquesta dinàmica d'endeutament excessiu en moneda estrangera i de concessió massiva de crèdits a l'interior dels respectius països<sup>31</sup>.

#### **1.1.4. L'aparició de “bombolles especulatives”**

Una vegada van començar a fluir els capitals cap aquestes economies –en part per la solidesa de les variables macroeconòmiques fonamentals, en part pel gregarisme que demostraven molts inversors–, es va precipitar un increment molt pronunciat dels preus dels actius financers, perquè els intents de les autoritats econòmiques per esterilitzar la massiva entrada de capitals privats procedents de l'estranger es van traduir en l'expansió del crèdit intern i un excés de liquiditat. Aquest creixement del crèdit intern va afavorir l'augment dels crèdits bancaris, molts dels quals es van adreçar a inversions especulatives al mercat immobiliari<sup>32</sup> i, menys a incrementar la capacitat productiva de la indústria manufacturera d'exportacions com en els anys del “*miracle asiàtic*”.

Aquesta circumstància va precipitar una inflació d'actius molt acusada a molts dels països de l'Est d'Àsia. El flux d'entrada de capitals, l'expansió del crèdit bancari i l'alça dels preus dels actius reals i financers es tendien a reforçar mútuament, tot afavorint l'aparició d'una “*bombolla financera*” a l'estil de la que s'havia format al Japó a finals dels '80. Així, els inversors van continuar endeutant-se, fins i tot a uns tipus d'interès creixents, per comprar actius que s'apreciaven ràpidament i els bancs continuaven prestant, perquè el col·lateral, que garantia *a priori* els crèdits que es concedien, valia cada cop més (Krugman, 1998a). Els notables rendiments obtinguts en aquestes inversions especulatives al principi de l'esclat de la febre inversora a l'Est d'Àsia, reforçaven el procés d'elevació dels preus dels diferents actius i, aquest extrem, molt sovint, introduïa una competència entre els bancs i altres institucions financeres tant per captar l'estalvi nacional com per endeutar-se a l'estranger.

<sup>30</sup> A Indonèsia, per exemple, el ministre de finances va anunciar l'any 1994 que no permetria que cap banc públic fes suspensió de pagaments i, potser per això, al mes d'abril de 1996, el banc central del país va haver de rescatar dos bancs pròxims a la família Suharto: el Bank Yama i el Bank Pacific.

<sup>31</sup> En el cas de Corea del Sud, els grans conglomerats industrials tenien un accés privilegiat al crèdit bancari perquè els bancs privats estaven efectivament controlats per aquests *chaebols*, la qual cosa accentuava el problema de risc moral i afavoria el palanquejament excessiu d'aquells conglomerats.

<sup>32</sup> Així en el cas de Malàisia l'any 1996 es va produir una expansió del crèdit bancari de l'ordre de 27,6 per cent, caracteritzada per un canvi significatiu en la seva orientació. Així, el creixement del crèdit al sector manufacturer es va alentir –va passar del 30,7 per cent l'any 1995 al 14 per cent un any després– en benefici dels crèdits dirigits a finançar les compres d'accions als mercats borsaris –que es van accelerar des del 4 per cent l'any 1995 al 20,1 per cent el 1996.



Però tal vegada la conseqüència més insidiosa d'aquest procés era el fet que deutors i creditors estaven satisfets amb el risc que estaven assumint. Així, els inversors no es van mostrar excessivament preocupats per l'alça dels tipus d'interès, perquè el creixement del preu dels actius compensava àmpliament uns costos més elevats. Com tampoc no eren conscients que el risc de tipus d'interès era superior després de la liberalització doncs, aleshores, els preus es formaven als mercats i, en conseqüència, la seva volatilitat era més accentuada.

## 1.2. LA INTERMEDIACIÓ DELS FLUXS DE CAPITALS PROCEDENTS DE L'EXTERIOR

Com s'ha argumentat als apartats anteriors, les seculars imperfeccions dels mercats financers de la majoria de països de l'Est d'Àsia –presència d'uns mercats borsaris i de deute poc desenvolupats– així com la política financera en la que s'havia fonamentat el “*miracle asiàtic*” van imposar una llarga tradició de finançament de les inversions a través del crèdit bancari i l'endeutament a curt termini. Per altra banda, el creixement continuat de la inversió imposava unes necessitats de finançament creixents, que en no poder ser ateses amb estalvi nacional van haver de cobrir-se, després de la liberalització dels moviments de capitals, amb recursos procedents de l'exterior.

Aquesta combinació d'elements explicaria perquè l'estructura de finançament d'empreses financers i no financeres es basava en els préstecs, crèdits i dipòsits procedents de l'estranger així com l'adquisició de bons per part d'estrangers, i menys en la inversió directa i la inversió en cartera.

**Quadre 22.9. Evolució del crèdit bancari internacional i de les emissions de bons als països de l'Est d'Àsia**

	<b>1990-94</b>		<b>1995 1T – 1996 T3</b>		<b>1996 4T – 1997 T3</b>	
	<i>Milers de milions de dòlars</i>	<i>%</i>	<i>Milers de milions de dòlars</i>	<i>%</i>	<i>Milers de milions de dòlars</i>	<i>%</i>
<b>Préstec Interbancari Net</b>	14	46,7	43	46,7	11	19,6
<b>Préstec Bancari a empreses no bancàries</b>	2	6,7	15	16,3	11	19,6
<b>Emissió Neta de Bons</b>	3	10,0	17	18,5	32	57,1
<b>Total</b>	19	63,3	75	81,5	54	96,4
<b>Inversió neta directa i en cartera</b>	11	36,7	17	18,5	2	3,6

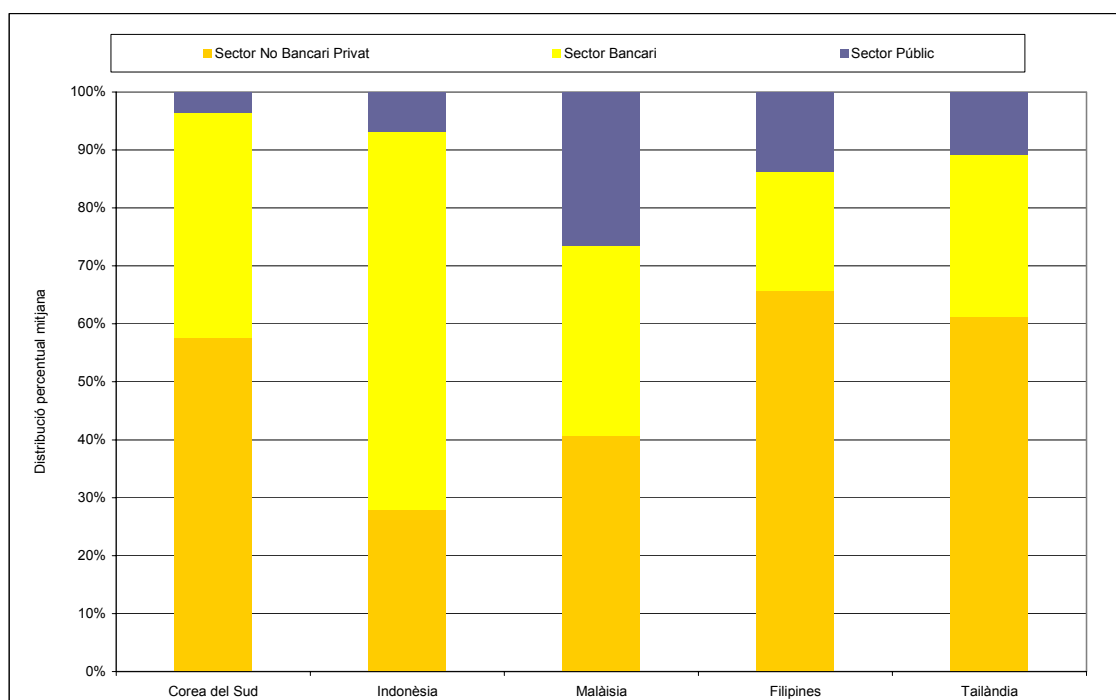
*Font: Elaboració pròpia a partir de dades del BIS i del Institute of International Finance (IIF) relatives a Corea del Sud, Filipines, Indonèsia, Malàisia i Tailàndia.*

En aquest sentit, tal com assenyala l'informe anual del BIS (1998), entre 1990 i 1994, les entrades de capitals procedents de préstecs internacionals i les compres de bons per part d'estrangers a Corea del Sud, Filipines, Indonèsia, Malàisia i Tailàndia sumaven 19.000 milions

de dòlars, un import que gairebé doblava la xifra d'inversió directa i en cartera procedent de l'exterior, 11.000 milions de dòlars. En particular, els préstecs bancaris i l'emissió neta de bons constitueixen el 63,3 per cent del flux net de capitals exteriors.

A partir de 1995 i fins el tercer trimestre de 1996, els préstecs, crèdits i dipòsits procedents de l'estranger més els bons internacionals representaven 75.000 milions de dòlars, un import quatre vegades superior al del període anterior i que suposava més del 80 per cent del flux net d'entrada de capitals. De fet, com és pot observar al quadre 22.9, el crèdit bancari era especialment significatiu, entorn al 63 per cent del total, la qual cosa denotava la importància dels sistemes bancaris nacionals en la intermediació del flux de capital procedent de l'estranger. La millora de les qualificacions creditícies i les renovades expectatives de creixement van crear un entorn favorable per a l'emissió de nous passius financers per a les entitats de l'Est d'Àsia durant l'últim trimestre de 1996 i la primera meitat de 1997, quan el creixement del crèdit bancari internacional es va reduir. Com a conseqüència d'aquesta tendència, des de finals de 1996 va augmentar la importància relativa dels bons com a instrument de finançament, fins a situar-se en el 57 per cent del total. Aquesta circumstància va reduir la dependència del crèdit bancari internacional i a més va permetre ampliar l'horitzó temporal del deute extern.

**Gràfica 8.9. Distribució sectorial dels crèdits bancaris internacionals (període 1995-96)**



*Nota: Distribució percentual mitjana per al període 1995-96.*

*Font: Elaboració pròpia a partir de dades del BIS.*

Per altra banda, les dades que proporcionen les estadístiques del BIS i recollides a la gràfica 8.9 revelen que els crèdits internacionals anaven dirigits tant als bancs nacionals com a empreses no financeres privades. Entre 1995 i 1996, a Indonèsia, Malàisia, Tailàndia i en menor mesura

Filipines, aproximadament el 56 per cent dels préstecs bancaris procedents de l'estranger es van adreçar al finançament del sector no bancari privat. Un cop més l'excepció era Corea del Sud, on el 65 per cent dels préstecs exteriors van ser intermediats per la banca nacional.

## 2. *L'origen de la fragilitat financera de les empreses no financeres*

Amb tot, la liberalització dels sistemes financers nacionals i l'entrada massiva de capitals en un context d'eufòria econòmica generalitzada unida a la manca d'uns mecanismes de regulació i supervisió adequats van propiciar una espiral d'endeutament creixent d'empreses financeres i no financeres.

Claessens, Djankov i Lang (1998), a partir d'una mostra<sup>33</sup> dels estats comptables de 5.500 empreses no financeres de vuit països de l'Est d'Àsia per al període 1988-96, calculaven el grau de palanquejament financer d'aquelles economies. En la mesura que el finançament de les inversions es realitzava a través d'endeutament, el palanquejament financer –definit com el quocient del deute total respecte els fons propis– era molt corrent a la majoria de països de l'Est d'Àsia, com s'observa al quadre 23.9.

**Quadre 23.9. Comparativa del grau de palanquejament financer d'empreses no financeres**

<i>Mitjanes en percentatge</i>	<i>Mitjana 1988-96</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>Mitjana 1993-96</i>
<b>Corea del Sud</b>	3,47	3,22	3,37	3,64	3,53	3,78	3,55	3,62
<b>Filipines</b>	1,13	0,83	1,19	1,18	1,15	1,15	1,29	1,19
<b>Indonèsia</b>	1,95	1,94	2,10	2,05	1,66	2,12	1,88	1,93
<b>Malàisia</b>	0,91	0,61	0,63	0,70	0,99	1,10	1,18	0,99
<b>Tailàndia</b>	2,01	2,01	1,84	1,91	2,13	2,22	2,36	2,16
<b>Hong Kong</b>	1,90	2,05	1,84	1,76	2,27	1,98	1,56	1,89
<b>Singapur</b>	0,94	0,89	0,86	1,10	0,86	1,04	1,05	1,01
<b>Taiwan</b>	0,82	0,68	0,88	0,87	0,89	0,80	0,80	0,84
<b>Alemanya</b>	1,51	1,59	1,51	1,53	1,51	1,49	1,47	1,50
<b>Estats Units</b>	1,03	0,97	1,06	1,05	1,07	1,10	1,13	1,09

*Nota: Dades extretes d'una mostra de 5.550 empreses asiàtiques.*

*Font: Claessens, Djankov i Lang (1998) excepte la mitjana del període 1993-96 que és una elaboració pròpia.*

De fet, les empreses de Corea del Sud juntament amb les de Tailàndia, Indonèsia i Hong Kong es trobaven entre el grup de 10 països que presentaven un nivell de palanquejament superior a 1,8. Les companyies de les Filipines, Singapur i Malàisia també es trobaven dins la categoria

<sup>33</sup> Aquesta mostra aplega dades de 5.500 companyies no financeres de gran dimensió –la dimensió mitjana de les quals és de 4.273 empleats– que cotitzen a bona part de les borses de la regió. En particular s'inclouen dades de 558 empreses de Hong Kong, 317 d'Indonèsia, 2.256 de Japó, 392 de Corea del Sud, 772 de Malàisia, 170 de les Filipines, 348 de Singapur, 256 de Taiwan i 564 de Tailàndia.

que presentaven un menor palanquejament intermedi, això és entre 1,2 i 0,9. Finalment, les empreses de Taiwan estaven molt poc endeutades en relació als seus fons propis.

Aquesta tendència a l'endeutament excessiu de les empreses augmentava la vulnerabilitat financera de les economies per dues raons principals. En primer lloc, la impossibilitat de finançar-se a mig i llarg termini en uns mercats de capitals, poc amplis i profunds, feia que les empreses optessin per cobrir les necessitats de finançament que generaven les seves inversions a llarg termini amb endeutament en moneda estrangera a curt termini perquè, d'una banda, els beneficis esperats de les inversions a llarg termini compensaven els eventuais problemes de liquiditat que podien derivar-se d'un finançament a curt. En segon lloc, els beneficis evidents d'endeutar-se a l'exterior i a uns tipus d'interès baixos prevalien sobre els costos d'una eventual devaluació de la moneda nacional, més quan la paritat fixada era aparentment creïble i feia menys perceptible el risc canviar i, a més, existia la garantia d'un rescat de les "*males inversions*".

Aquesta dinàmica no només significava que els països eren més dependents del deute que dels fons propis, sinó també que les entrades de capitals que s'estaven registrant eren, cada cop, a més a curt termini i, cada cop, més denominades en moneda estrangera<sup>34</sup>. I justament per això, les empreses financeres i no financeres van esdevenir cada cop més vulnerables perquè la doble asincronia entre el període de maduració de les inversions i l'horitzó temporal d'endeutament – *maturity mismatch*– i entre les divises en què estaven denominades els deutes i la moneda amb què es finançaven les inversions – *currency mismatch*– generaven un problema latent a la seva estructura econòmica i financera que era l'origen de la vulnerabilitat del país a una situació de "*pànic financer*", tal com estableixen els models de "*tercera generació*".

## **2.1. EL PROBLEMA DE L'ASINCRONIA EN EL PERÍODE DE VENCIMENT (MATURITY MISMATCH)**

Arran del flux creixent d'entrades de capitals procedents de l'estranger els diferents països de l'Est d'Àsia van experimentar un increment important del seu grau d'endeutament amb l'exterior. Amb tot, si atenem a les xifres que proporciona el Banc Mundial i que es recullen al quadre 24.9 observem que aquest nivell d'endeutament era, en general, més aviat reduït i el seu ritme de creixement moderat, en comparació a països OCDE com els Estats Units i la Unió Europea.

En particular, els nivells d'endeutament més significatius es registraven a Indonèsia, Filipines i, a Tailàndia des de 1995, i assolien valors superiors al 50 per cent del PIB entre 1993 i 1996 en termes mitjans. Així a Indonèsia l'endeutament extern durant la primera meitat dels '90 va

---

<sup>34</sup> Aquest fet, d'alguna manera, resultava un paral·lelisme de la crisi mexicana quan el Govern mexicà va decidir denominar el seu deute en dòlars l'any 1994, un extrem que feu al país més vulnerable a les pressions de liquiditat estrangeres tot i que, a diferència de Mèxic, la crisi asiàtica va esclatar en unes condicions de gran liquiditat.

situar-se entorn al 60 per cent del PIB. En el cas de Tailàndia el deute exterior es va moure entorn al 33 per cent del PIB durant la dècada dels '90 per bé que l'any 1995 va augmentar fins al 60 per cent del PIB. A Filipines el nivell d'endeutament demostrava una tendència decreixent en passar del 66 al 49,8 per cent del PIB entre 1993 i 1996. A Malàisia el nivell d'endeutament exterior va situar-se entorn al 40 per cent del PIB durant tot el període, mentre que a Corea del Sud el deute extern representava el 14 per cent del PIB entre 1993 i 1996. Finalment a Hong Kong, Singapur i Taiwan el deute extern era pràcticament inexistent.

El servei del deute, durant la dècada dels anys '90, segons les estimacions del Banc Mundial (1998a), es va situar per de sota del 10 per cent a la majoria de països de l'Est d'Àsia. Les excepcions eren Indonèsia amb una ràtio del 30 per cent, les Filipines amb el 16 per cent i Tailàndia amb el 11,6 per cent.

**Quadre 24.9. Evolució del deute extern a les economies de l'Est d'Àsia (1993-96)**

<i>En percentatge</i>		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Corea del Sud</b>	<i>Deute Extern / PIB</i>	14,0	14,0	14,2	13,7	17,7	17,6	23,4
	<i>Deute Extern a curt termini</i>	30,9	28,2	27,0	25,8	43,7	54,3	57,5
<b>Filipines</b>	<i>Deute Extern / PIB</i>	79,5	69,3	61,3	67,5	56,8	52,0	48,6
	<i>Deute Extern a curt termini</i>	14,9	15,8	16,5	14,5	14,9	14,2	20,1
<b>Indonèsia</b>	<i>Deute Extern / PIB</i>	63,0	63,4	64,3	57,1	62,1	63,2	57,7
	<i>Deute Extern a curt termini</i>	16,0	18,0	20,5	20,2	18,0	20,9	25,0
<b>Malàisia</b>	<i>Deute Extern / PIB</i>	34,8	34,4	34,7	41,0	39,7	39,2	39,5
	<i>Deute Extern a curt termini</i>	12,4	12,1	18,2	26,6	20,4	21,2	27,9
<b>Tailàndia</b>	<i>Deute Extern / PIB</i>	32,5	38,0	37,7	42,5	45,3	60,2	59,8
	<i>Deute Extern a curt termini</i>	29,6	33,1	35,2	43,0	44,5	44,1	39,6
<b>Hong Kong</b>	<i>Deute Extern / PIB</i>	16,5	15,4	13,9	15,4	20,5	21,0	24,6
	<i>Deute Extern a curt termini</i>	46,8	47,5	45,8	41,3	30,2	31,2	37,4
<b>Singapur</b>	<i>Deute Extern / PIB</i>	9,9	9,6	9,4	9,5	10,4	10,0	10,7
	<i>Deute Extern a curt termini</i>	19,5	20,9	20,5	17,8	13,4	14,9	20,2
<b>Taiwan</b>	<i>Deute Extern / PIB</i>	11,1	10,3	9,5	10,5	10,6	10,5	9,8
	<i>Deute Extern a curt termini</i>	88,3	86,5	86,9	83,6	76,3	72,2	68,3

*Nota: Deute extern a curt termini en percentatge del total.*

*Font: Elaboració pròpia a partir de les dades estadístiques del Asian Development Bank (ADB).*

Per altra banda, les dades del quadre 24.9 suggereixen que l'endeutament a curt termini de les economies emergents de l'Est d'Àsia era una proporció creixent del deute extern, tot i que no excessivament significativa. A Corea del Sud el deute extern a curt termini va duplicar-se en passar del 26 per cent l'any 1993 al 50 per cent el 1996, mentre que a Taiwan durant tota la primera meitat de la dècada dels '90, l'endeutament a curt termini representava entre un 70 i un 80 per cent del total. A Tailàndia i Hong Kong la importància relativa del deute extern a curt termini durant el període considerat girava entorn al 35-40 per cent. A la resta de països, el

deute extern a curt termini era inferior al 30 per cent del total. Així, a Malàisia la proporció era aproximadament del 28 per cent i del 25 per cent d'Indonèsia; a Filipines i Singapur, a partir de 1995, la importància relativa del deute a curt termini va augmentar fins al 20 per cent.

Amb tot, aquesta informació pot ser matisada amb les dades recollides al quadre 25.9 i basada en les estadístiques del BIS. Aquí se evidencia una major transcendència del deute a curt termini. En aquest sentit, els crèdits bancaris procedents de l'estranger a curt termini amb venciment inferior a un any i dirigits a empreses bancàries, no bancàries i al sector públic representaven entre el 50 i el 60 per cent del total. De la mateixa manera, el treball de Claessens, Djankov i Lang (1998) també revela que, amb l'excepció de Filipines i Taiwan, entre les empreses no financeres de Corea del Sud, Indonèsia, Malàisia i Tailàndia predominava el deute curt termini com a mecanisme de finançament.

**Quadre 25.9. Indicadors de l'estructura financera de les empreses (1996)**

<i>En percentatge del total</i>	<b>Crèdit bancari internacional a curt termini <sup>a)</sup></b>	<b>Deute a curt termini de les empreses no financeres <sup>b)</sup></b>
<b>Corea del Sud</b>	67,6	57,1
<b>Filipines</b>	58,3	45,2
<b>Indonèsia</b>	61,7	51,9
<b>Malàisia</b>	50,5	67,8
<b>Tailàndia</b>	65,2	61,6
<b>Taiwan</b>	<i>n.d.</i>	46,2

Font: Elaboració pròpia a partir de les estadístiques del BIS <sup>a)</sup> i de Claessens, Djankov i Lang <sup>b)</sup> (1998).

Aquesta evidència empírica sobre l'horitzó temporal de l'endeutament de les empreses revela que les companyies financeres i no financeres de l'Est d'Àsia van dur a terme una política financera negligent perquè molt sovint els crèdits bancaris o bons a curt termini servien per finançar projectes d'inversió a llarg termini. Així per exemple, els crèdits a mig i llarg termini que concedien la majoria de bancs asiàtics havien de finançar-se a nivell intern a partir dels dipòsits constituïts bàsicament a curt termini. Aquesta asincronia entre el període de maduració de les inversions i el període de venciment dels deutes amb què es finançaven comportava un desequilibri fonamental per a l'estructura financera d'aquelles empreses<sup>35</sup>.

En un principi, els bancs de la regió podien, i de fet, van limitar el risc que comportava aquest “*desajust de venciments*” entre el període de maduració de les seves inversions –superior a un

<sup>35</sup> McKinnon (2000a) estableix l'origen d'aquest “*desajust de venciments*” o *maturity mismatch* tant en la dificultat per finançar-se a mig i llarg termini en uns mercats de capitals poc desenvolupats com en l'excés de confiança de les empreses a l'hora de dissenyar l'estructura temporal de finançament de les seves inversions.

any– i el període de venciment dels crèdits amb què es finançaven –inferior a un any– a través de dues fórmules: referenciant els crèdits a tipus d'interès variables i diversificant la cartera de crèdits i inversions financeres.

La concessió de préstecs a llarg termini a tipus d'interès variable a *priori* constituïa un mecanisme de cobertura informal. Però el grau de protecció que els bancs nacionals obtenien amb aquesta pràctica era més aviat il·lusori perquè un augment considerable dels tipus d'interès podia causar la insolvència dels deutors, de tal manera que amb aquesta pràctica només s'aconseguia transformar el risc de tipus d'interès en un risc creditici.

Una estratègia de cobertura alternativa passava per diversificar la cartera d'inversions i crèdits de les entitats financeres. Però a la pràctica, aquest mecanisme de salvaguarda resultava difícil de dur a terme. A Malàisia, Tailàndia i Singapur l'elevat grau d'especialització de l'estructura productiva, a Corea del Sud la sobreexposició a un sol prestatari –sovint vinculat al banc prestamista– o a Indonèsia l'intervencionisme de l'Estat que persuadia a la banca a finançar àmpliament projectes específics o en indústries determinades dificultaven l'estratègia de diversificació de les carteres d'inversions i crèdits.

Paral·lelament, moltes corporacions no financeres van aprofitar les millores de les qualificacions creditícies per part d'agències internacionals per emetre bons a mig termini amb els quals provaven de limitar el nivell d'endeutament bancari a curt termini. Tanmateix, molts dels bons a llarg termini contenien provisions que els feien efectius a curt termini tan bon punt es modifiqués a la baixa la qualificació creditícia del país. En aquest mateix sentit, tot i que determinats instruments financers no poden ser considerats formalment de curt termini –com per exemple les accions–, el fet que poguessin ser venudes instantàniament les convertia també en un instrument financer a curt termini.

A nivell extern, els préstecs bancaris procedents de l'estranger es concentraven a curt termini perquè les entitats que els concedien els consideraven més segurs que els de llarg termini. De fet, els prestamistes internacionals tendien a emmirallar el període de venciment dels fons que suportaven una operació creditícia per minorar el risc i, perquè el grau d'exposició que assumien a curt termini podia ser ajustat més ràpidament. Si els crèdits eren a mig o llarg termini es referenciaven sempre a tipus variable o incorporaven clàusules que permetien a l'entitat creditora exigir, en determinades circumstàncies, el reemborsament del deute durant la durada del contracte (BIS, 1998).

Els problemes en l'estructura temporal de finançament de les distintes empreses de la regió eren evidents i comportaven un gran risc per als creditors internacionals. Malgrat tot, els bancs estrangers van continuar prestant als països de l'Est d'Àsia per una qüestió de "*risc moral*". Els bancs internacionals assumien que els préstecs als bancs asiàtics estaven parcialment coberts a nivell internacional per un possible rescat del FMI, a l'estil del que s'havia donat a principis de

1995 a Mèxic<sup>36</sup>. I una lògica similar era aplicable als préstecs que es concedien a empreses privades amb unes fortes connexions amb l'Estat. En canvi, no hi havia motius per suposar que els bancs internacionals esperessin que aquestes garanties sobre els préstecs fossin extensibles a la majoria d'empreses privades. Amb tot, els préstecs a entitats financeres i no financeres van continuar augmentant significativament fins a mitjans de 1997.

Aquesta "*fragilitat financera*" era una font d'inestabilitat potencial, que en un principi va passar desapercibuda perquè no es considerava un problema greu. La trajectòria històrica de les principals economies de l'Est d'Àsia i les projeccions de creixement futur avalava la possibilitat, *a priori*, que els beneficis esperats en el futur immediat de les diferents inversions compensarien amb escreix el risc d'una eventual restricció de liquiditat derivada del palanquejament financer a curt termini. Un cop més, els fluxs de capitals procedents de l'estranger eren considerades com a un símptoma "*evident*" de la fortalesa de l'economia. Amb tot, la caiguda en la rendibilitat de les inversions finançades a crèdit i l'augment del cost del deute qüestionaven l'eficiència del palanquejament financer.

## **2.2. EL PROBLEMA DE L'ASINCRONIA DE DIVISES (CURRENCY MISMATCH)**

Durant molts anys la majoria de les economies de l'Est d'Àsia van mantenir els seus sistemes financers relativament tancats a l'exterior. L'endeutament en moneda estrangera era limitat i els moviments de capitals estaven controlats. Aquestes restriccions protegien els sectors financers nacionals de la potencial volatilitat que imposaven els mercats de capitals internacionals.

Aquesta situació va canviar radicalment durant la dècada dels '90, a mesura que les operacions del compte financer de la balança de pagaments s'anaven liberalitzant i els mercats financers nacionals es desregulaven. A resultes d'aquest procés les economies emergents de l'Est d'Àsia van inserir-se en una espiral d'endeutament en moneda estrangera, especialment dòlars dels Estats Units i en menor mesura iens japonesos.

A l'hora de justificar aquesta tendència es poden esgrimir tres raons principals. Com hem destacat anteriorment, per a Radelet i Sachs (1998a) la presència de sistemes de tipus de canvi fix o quasi fix van fer menys perceptible el risc canviari. De fet, l'estabilitat canviària combinada amb uns diferencials de tipus d'interès alts i uns nivells d'inflació relativament baixos<sup>37</sup> incentivaven l'endeutament en moneda estrangera a l'hora de finançar projectes d'inversió en moneda nacional a l'interior del país. A més, les transaccions a nivell

---

<sup>36</sup> Uns mesos abans del col·lapse de *Finance One*, una de les principals institucions financeres de Tailàndia, el banc ING de Tailàndia havia aprovat un préstec per aquella empresa, com a part integrant d'un préstec sindicat de 160 milions de dòlars de la Corporació Financera Internacional del Banc Mundial. D'acord amb les fonts d'ING, els dubtes sobre la viabilitat de *Finance One* s'havien esvaït davant la promesa explícita del Banc de Tailàndia –i recollida en diversos articles de premsa– de compensar els deutes de les empreses nacionals en cas de problemes financers.

<sup>37</sup> La mitjana de tipus d'interès reals a curt termini a països com Indonèsia, Corea del Sud, Filipines i Tailàndia es va situar per sobre del 5 per cent durant la primera meitat de la dècada dels '90.



internacional dels bancs nacionals havien estat àmpliament regulades, però en suprimir-se les restriccions en aquest àmbit els gestors de les entitats de crèdit no van tenir temps material per adquirir les habilitats necessàries per gestionar els riscos canviaris (Banc Mundial, 1998a).

Per altra banda, Corsetti, Penseti i Roubini (1998) assenyalen que les garanties governamentals van jugar un paper significatiu en crear un problema de "*risc moral*": els bancs estrangers confiaven en les garanties implícites o explícites que els Estats proporcionaven a determinades empreses financeres i no financeres, i per tant bandejaven el risc canviari que podia suposar la contracció d'obligacions excessives en moneda estrangera<sup>38</sup>.

D'aquesta manera, la practica totalitat d'empreses financeres i no financeres de l'Est d'Àsia, amb la important excepció de Taiwan, presentaven una posició deutora neta en moneda estrangera. A les diferents economies de la regió, aquest palanquejament en moneda estrangera corresponia, principalment, a les entitats bancàries, les quals atresoraven més del 70 per cent de les obligacions netes expressades en moneda estrangera entre 1996 i principis de 1997. D'acord amb les dades que proporciona el BIS, els casos més espectaculars d'endeutament extern del sistema bancari eren els de Tailàndia (86 per cent del total de passius en moneda estrangera), les Filipines (78 per cent) i Corea del Sud (72 per cent). Per contra a Indonèsia la posició deutora neta en moneda estrangera s'explicava a partir de les empreses no financeres. A Malàisia existia un cert equilibri en el sentit que l'endeutament exterior era imputables per igual tant al sistema bancari com a les empreses no financeres, tot i que des del primer trimestre de 1997 el nivell d'endeutament dels bancs s'aproximava al 70 per cent del total.

Segons les estimacions del FMI (1999), aproximadament un 40 per cent dels crèdits bancaris internacionals es donava en iens i el 60 per cent restant estava registrat en dòlars dels Estats Units. Però malgrat això, els recursos canalitzats pels bancs dels Estats Units representaven, en termes mitjans, un 11 per cent del total, la qual cosa significa que el 89 per cent dels crèdits internacionals adreçats a les economies asiàtiques estaven intermediats per bancs japonesos i europeus. En particular, segons el BIS (1998), l'any 1996, la banca japonesa va injectar 252.000 milions de dòlars als vuit països de l'Est d'Àsia, aproximadament un 31,5 per cent del total, mentre que els préstecs dels bancs europeus suposaven una mica menys del 43 per cent.

Aquesta tendència de creixent endeutament en moneda estrangera introduïa una altra fragilitat en l'estructura financera de les empreses, des del moment en què els crèdits denominats en moneda estrangera, especialment dòlars, servien per finançar projectes d'inversió que proporcionaven un rendiment en moneda nacional. Aquest desajust entre les divises en què

---

<sup>38</sup> Tot i que en alguns casos l'endeutament excessiu en moneda estrangera responia a la voluntat dels Estats de crear un mercat bancari més enllà de les seves fronteres. Per exemple, la constitució a començaments de 1993 del *Bangkok International Banking Facilities (BIBFs)* perseguia promoure la ciutat de Bangkok com a centre financer internacional, tot permetent als bancs nacionals endeutar-se en dòlars. A més, els bancs estrangers tendien a creure que l'escala de les seves operacions amb el BIBFs podia afectar positivament les seves oportunitats de rebre una llicència per operar als mercats nacionals.

estaven denominades els deutes i la moneda amb què es finançaven les inversions –*currency mismatch*– es veia agreujat per la inexistència de mercats de divises a termini que limitaven l'opció de cobrir-se del risc canviari a un cost raonable.

**Quadre 26.9. Préstecs bancaris internacional a l'Est d'Àsia (1996)**

<i>Milers de milions de dòlars</i>	<b>Bancs</b>			<b>Total Préstecs Internacionals</b>
	<b>Estats Units</b>	<b>Japó</b>	<b>Unió Europea</b>	
<b>Corea del Sud</b>	9,4	24,3	33,8	100,0
<b>Filipines</b>	3,9	1,6	6,3	13,3
<b>Indonèsia</b>	5,3	22,0	21,0	55,5
<b>Malàisia</b>	2,3	8,2	9,2	22,2
<b>Tailàndia</b>	5,0	37,5	19,2	70,2
<b>Hong Kong <sup>a)</sup></b>	8,7	87,5	86,2	207,2
<b>Singapur <sup>a)</sup></b>	5,7	58,8	102,9	189,3
<b>Taiwan</b>	3,2	2,7	12,7	22,4
<b>Total vuit Economies de l'Est d'Àsia</b>	<b>46,4</b>	<b>260,6</b>	<b>318,3</b>	<b>736,6</b>

*Nota: <sup>a)</sup>Les dades de Hong Kong i Singapur reflecteixen els seus papers com a centres financers internacionals.  
Font: Bank for International Settlements (BIS).*

En aquest escenari, alguns bancs de l'Est d'Àsia van intentar equilibrar l'endeutament en moneda estrangera mitjançant préstecs en moneda estrangera als residents, però aquest mecanisme de cobertura informal no era útil quan els deutors usaven aquells recursos per fer negocis en moneda nacional.

Simultàniament, altres empreses van optar per diversificar la seva cartera d'inversions financeres a través de l'adquisició d'actius estrangers. Amb tot l'evidència empírica recollida al quadre 27.9 demostra com a la majoria de països, aquelles estratègies de cobertura no eren massa habituals.

Malgrat disposar d'uns nivells d'estalvi elevats les economies de l'Est d'Àsia inverteien relativament poc en accions o bons no asiàtics. D'una banda, els bancs nacionals usaven els dipòsits que captaven a l'interior del país i els crèdits que obtenien als mercats internacionals per prestar a nivell nacional o invertir, directament o indirecta, en actius reals i valors mobiliaris. Ni tant sols les institucions financeres no bancàries s'aventuraven a col·locar una part significativa dels seus recursos a l'exterior. A la majoria de països, amb l'excepció de Singapur i Hong Kong<sup>39</sup>, la dotació de reserves de divises internacionals constituïa el principal component del total d'actius financers estrangers.

<sup>39</sup> D'acord amb la informació del BIS només a Singapur i Hong Kong –on els fons de pensions inverteien en títols estrangers– existia un ampli estoc d'actius financers en moneda estrangera a curt termini.

**Quadre 27.9. Grau de cobertura dels passius en moneda estrangera**

En percentatge	1994	1995	1996	1997	
				Primer Trimestre	Segon Trimestre
<b>Corea del Sud</b>					
Total	33,7	30,1	26,6	29,1	30,3
Empreses no bancàries	17,0	20,0	14,4	13,2	11,5
Empreses bancàries	38,4	32,9	30,1	33,9	35,8
<b>Filipines</b>					
Total	103,2	91,0	58,0	56,8	45,1
Empreses no bancàries	113,4	106,1	73,7	65,4	63,0
Empreses bancàries	95,4	81,4	51,1	53,0	37,2
<b>Indonèsia</b>					
Total	25,0	23,5	23,6	21,4	17,9
Empreses no bancàries	10,1	9,2	7,8	8,0	7,2
Empreses bancàries	46,5	42,5	46,7	42,0	34,2
<b>Malàisia</b>					
Total	71,3	69,5	67,5	60,5	52,9
Empreses no bancàries	54,2	46,6	39,7	49,4	40,4
Empreses bancàries	77,7	79,1	77,6	63,7	56,6
<b>Tailàndia</b>					
Total	12,9	12,8	9,1	10,1	8,8
Empreses no bancàries	18,8	17,0	13,4	13,8	15,0
Empreses bancàries	11,7	12,2	8,3	9,5	7,9
<b>Hong Kong</b>					
Total	69,9	64,3	60,5	62,9	59,0
Empreses no bancàries	296,5	240,4	226,2	247,3	243,4
Empreses bancàries	61,4	56,2	50,5	52,6	48,9
<b>Singapur</b>					
Total	61,9	60,4	61,9	65,8	65,9
Empreses no bancàries	268,6	213,6	203,0	166,9	163,7
Empreses bancàries	58,4	57,2	58,5	62,9	63,2
<b>Taiwan</b>					
Total			162,8	162,6	151,4
Empreses no bancàries	n.d.	n.d.	290,0	288,5	235,1
Empreses bancàries	n.d.	n.d.	146,5	142,2	137,4

Nota: Proporcio dels actius en moneda estrangera respecte els passius en moneda estrangera

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Bank for International Settlements (BIS): International Banking and Financial Market Developments

Aquests nivells d'inversió a l'estranger baixos eren un reflex d'uns mercats de capitals incomplets però, sobretot, evidenciaven l'elevada rendibilitat que proporcionaven les inversions en actius financers i reals asiàtics. De fet, aquest extrem va fer que els inversors nacionals fossin miops davant el risc que imposava la inadequada diversificació de les seves carteres d'inversions i el desequilibri entre actius i passius en moneda estrangera.

Com a conseqüència d'aquesta situació, la majoria de països presentaven una sobreexposició al risc canviari en la mesura que el valor dels actius en moneda estrangera només cobria, en el

millor dels casos, el 60 per cent dels passius en moneda estrangera. En aquest sentit, a finals de 1996 i principis de 1997, entre els països amb un menor grau de cobertura destacaven, especialment, Tailàndia on els actius representaven aproximadament el 9,6 per cent de les obligacions en moneda estrangera. Així, el grau d'exposició del sistema bancari a Tailàndia era espectacular, els passius en moneda estrangera superaven en 11 vegades el valor dels actius; una situació molt similar a la que es donava entre les empreses no financeres on només el 13 per cent de les obligacions estava garantit per actius de la mateixa naturalesa. A Indonèsia, la ràtio de cobertura era del 22,5 per cent i a Corea del Sud del 28 per cent, la qual cosa significava que els passius valien, respectivament, entre 4,5 i 3,5 vegades més que els actius en moneda estrangera.

En el cas d'Indonèsia el risc provenia principalment de les companyies no financeres i en menor mesura, però també, dels bancs nacionals. Aquí la situació de les companyies no financeres era alarmant perquè els seus actius en moneda estrangera suposaven només el 8 per cent dels seus passius. La posició de les entitats de crèdit no era excessivament millor, però el seu grau de cobertura era del 44 per cent. A Corea del Sud l'escenari era bastant similar: el grau de cobertura que presentaven les empreses no financeres girava entorn al 14 per cent mentre que el dels bancs se situava en el 13,8 per cent. A Singapur, Malàisia, Hong Kong i les Filipines la manca de cobertura no era tan acusada i oscil·lava entorn al 60 per cent aproximadament. Malgrat aquesta aparent similitud, l'origen de l'exposició variava d'un país a un altre. En aquest sentit, a Hong Kong, Singapur i Filipines el risc canviari es concentrava al sector bancari, on només entre el 50 i el 60 per cent dels passius estava cobert. En canvi, les empreses no financeres de Hong i Singapur tenien les seves posicions en moneda estrangera totalment assegurades mentre que les companyies filipines, malgrat que la seva posició no era tan saludable, tenien cobert el 69,5 per cent de les seves obligacions en moneda estrangera. Per contra, a Malàisia les inquietuds procedien més aviat de les empreses no financeres, els passius externs de les quals doblaven el valor dels seus actius mentre que el grau de cobertura dels bancs del país era del 70,5 per cent. Només a Taiwan, les empreses no financeres així com les entitats bancàries tenien totalment cobertes les seves posicions en moneda estrangera, un reflex de la seva posició creditora neta en moneda estrangera a nivell internacional.

Si bé l'endeutament en moneda estrangera representava a la majoria de països de l'Est d'Àsia aproximadament un 40 per cent dels seus passius, l'escassa cobertura d'aquestes obligacions augmentava substancialment el grau d'exposició de les empreses financeres i no financeres a una eventual devaluació de la moneda nacional. Aquest altre tipus de "*fragilitat financera*" i font d'inestabilitat potencial també va passar desapercibuda. Ara, l'estabilitat canviari secular i l'historial de moderada inflació, a més de l'acumulació creixent de reserves internacionals i les perspectives de creixement econòmic futur, feien que els beneficis evidents d'endeutar-se a l'exterior i a uns tipus d'interès més baixos prevalguessin sobre els costos d'una eventual

devaluació de la moneda nacional. I a més, en última instància sempre quedava la garantia d'un rescat de les “*males inversiones*” per part del Govern de l'Estat.

### ***3. Dotació de reserves internacionals i liquiditat a curt termini***

Davant les imperfeccions dels mercats de capitals i en la mesura que ni els tipus d'interès ni els tipus de canvi podien moure's suficientment, la dotació de reserves internacionals del banc central va esdevenir *de facto* l'única font de cobertura possible a l'excessiva exposició de les economies al risc canviari que es derivava d'un endeutament excessiu en moneda estrangera.

El quadre 28.9 mesura la liquiditat en moneda estrangera de les economies de l'Est d'Àsia a partir d'un seguit de ràtios que relacionen la dotació de divises amb la  $M_1$ ,  $M_2$  i el deute extern a curt termini més el servei d'interessos associat, entre 1990 i 1997. Com es pot comprovar a Corea del Sud la proporció valia 6,5 a finals de 1996 i va arribar fins el 7 per cent al primer trimestre de 1997. A Indonèsia, la  $M_2$  era una proporció creixent de les reserves internacionals que va assolir un nivell màxim de 7,1 l'any 1995, per tornar a situar-se en un valor superior a 7 a principis de 1997. A Malàisia la ràtio va passar d'un valor 2,9 el 1990 a un de 5 durant 1997. A les Filipines, la ràtio va girar durant tot el període entorn a 4,5 però al 1997 el valor va escalar fins a 7. A Singapur la proporció era inferior a 1,2 entre 1990 i 1997. A Hong Kong la ràtio es va situava per sota de 5, tot i que va disminuir fins a 3,2 l'any 1997. Finalment a Taiwan el valor va anar en augment fins a situar-se en valors entorn a 6 a finals de 1997.

Les xifres relatives a la ràtio  $M_1$ /reserves internacionals són menors, reflectint la importància del “*quasi del diner*”, inclòs a la  $M_2$  i no  $M_1$ . Així a finals de 1996 la ràtio era superior a 1 a Corea del Sud (1,4), Taiwan (1,4), Indonèsia (1,2) i Malàisia (1,2); i inferior a la unitat a Filipines (0,9), Tailàndia (0,4), Hong Kong (0,4) i Singapur (0,25).

Aquestes dades revelen una situació de gran vulnerabilitat a finals de 1996 –més si tenim en compte que al mes de novembre de 1994, just abans de la crisi mexicana, la ràtio  $M_2$ /reserves era igual a 9,1– perquè, malgrat que el flux d'entrades de capitals propiciava una acumulació creixent de reserves internacionals, a diversos països el deute a curt termini en moneda estrangera superava amb escreix la seva dotació de divises. Aquest extrem suposava que a la majoria d'economies no disposaven de liquiditat suficient per cobrir els passius denominats en moneda estrangera. Aquest risc d'illiquiditat adquireix encara més transcendència quan es calcula el quocient del servei del deute extern a curt termini respecte a les reserves internacionals. En essència, aquesta mesura compara les obligacions (principal i interessos) a curt termini en moneda estrangera amb els actius líquids denominats en moneda estrangera

disponibles per atendre aquelles obligacions en cas d'una fugida de capitals<sup>40</sup>. Les dades del quadre 28.9 mostren que entre 1996 i 1997 a Corea del Sud (2,8), Indonèsia (2,1), Tailàndia (1,6) i en certa mesura Filipines, el deute a curt termini en moneda estrangera superava la dotació de reserves internacionals<sup>41</sup>. Òbviament, això no implicava necessàriament l'esclat d'una crisi, però si posava de manifest el grau de “vulnerabilitat” a una situació de “pànic financer”.

**Quadre 28.9. Indicadors de l'adequació del grau de cobertura de la dotació de divises (1996)**

<i>En proporció de la dotació de reserves internacionals</i>		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Corea del Sud</b>	<i>M</i> <sub>1</sub>	1,50	2,16	1,84	1,79	1,57	1,54	1,44	1,81
	<i>M</i> <sub>2</sub>	6,48	8,33	7,20	6,91	6,45	6,11	6,51	10,50
	<i>Servei del deute extern</i>	0,72	0,82	0,70	0,60	0,54	1,71	2,03	2,88
<b>Filipines</b>	<i>M</i> <sub>1</sub>	4,14	1,21	1,05	1,13	1,01	1,19	0,89	1,24
	<i>M</i> <sub>2</sub>	16,33	4,82	4,35	4,90	4,86	5,86	4,50	6,97
	<i>Servei del deute extern</i>	4,79	1,52	1,19	1,08	0,95	0,83	0,79	1,72
<b>Indonèsia</b>	<i>M</i> <sub>1</sub>	1,73	1,48	1,30	1,44	1,58	1,53	1,21	1,62
	<i>M</i> <sub>2</sub>	6,16	5,51	5,61	6,09	6,55	7,09	6,50	7,37
	<i>Servei del deute extern</i>	1,49	1,55	1,73	1,60	1,60	1,89	1,77	2,14
<b>Malàisia</b>	<i>M</i> <sub>1</sub>	0,96	0,93	0,81	0,69	0,84	1,07	1,16	1,46
	<i>M</i> <sub>2</sub>	2,91	2,99	2,64	2,09	2,47	3,33	3,66	4,99
	<i>Servei del deute extern</i>	0,20	0,19	0,21	0,26	0,24	0,31	0,41	0,81
<b>Tailàndia</b>	<i>M</i> <sub>1</sub>	0,57	0,50	0,48	0,48	0,47	0,43	0,44	0,52
	<i>M</i> <sub>2</sub>	4,49	4,10	4,10	4,05	3,84	3,69	3,90	5,29
	<i>Servei del deute extern</i>	0,63	0,71	0,72	0,92	0,99	1,14	1,00	1,56
<b>Hong Kong</b>	<i>M</i> <sub>1</sub>	0,56	0,45	0,46	0,45	0,40	0,35	0,35	0,23
	<i>M</i> <sub>2</sub>	6,31	5,43	4,84	4,54	4,43	4,35	4,25	3,18
	<i>Servei del deute extern</i>	0,24	0,22	0,18	0,17	0,16	0,14	0,22	0,12
<b>Singapur</b>	<i>M</i> <sub>1</sub>	0,30	0,28	0,28	0,29	0,26	0,26	0,25	0,26
	<i>M</i> <sub>2</sub>	1,23	1,18	1,17	1,05	1,06	1,05	1,03	1,17
	<i>Servei del deute extern</i>	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,04
<b>Taiwan</b>	<i>M</i> <sub>1</sub>	0,99	0,98	1,18	1,27	1,28	1,32	1,42	1,55
	<i>M</i> <sub>2</sub>	3,20	3,36	4,28	4,61	4,78	5,35	5,78	6,30
	<i>Servei del deute extern</i>	0,22	0,20	0,21	0,24	0,22	0,22	0,21	0,28

*Nota: El Servei del deute extern és la suma del deute extern a curt termini més el servei d'aquest deute.*

*Font: Elaboració pròpia a partir de dades estadístiques del Asian Development Bank (ADB).*

<sup>40</sup> Aquest indicador és significatiu perquè, en presència d'un canvi d'expectatives, la dotació de divises ha de ser prou important com per cobrir les obligacions derivades del servei del deute. En cas contrari, el risc d'una situació de “pànic financer” per una crisi de liquiditat és molt elevat.

<sup>41</sup> Mèxic i Argentina comptaven amb un deute a curt termini que excedia la seva dotació de reserves l'any 1994, fet que indicava la seva vulnerabilitat a la crisi.

## ***E. Conclusions***

L'èxit econòmic dels països de l'Est d'Àsia durant tota la dècada dels '70 i bona part dels '80 s'havia basat en una estratègia de desenvolupament que girava entorn la millora permanent de la productivitat dels diferents sectors industrials i l'expansió continuada de la demanda agregada. D'aquesta manera, l'estabilitat macroeconòmica i la millora de la distribució de la renda, la inversió física i en capital humà, la industrialització de l'economia a partir de la promoció de les exportacions, la coordinació centralitzada de les activitats productives i una política de "*repressió financera*" van permetre un creixement sostingut de la producció i la seva translació en un nivell de benestar superior. La transformació d'aquests països, originàriament pobres, agrícoles i poc desenvolupats, en economies "*emergents*" de renda mitjana van marcar un dels episodis més remarcables de la història econòmica mundial. Justament per això, la severitat de la crisi canviària i financera de 1997 va sorprendre la majoria d'observadors.

Però, paradoxalment, els mateixos elements que havien fonamentat el "*miracle asiàtic*" juntament amb la liberalització dels sistemes financers i la supressió de les restriccions als moviments de capitals, van jugar un paper cabdal a la dècada dels '90 en la configuració d'una situació d'extremada vulnerabilitat financera.

Així, l'augment recurrent de la inversió que havia possibilitat el creixement ininterromput de l'activitat productiva durant vint o vint-i-cinc anys, va acabar dotant les distintes economies asiàtiques d'una capacitat productiva excessiva en un gran nombre de sectors industrials. Per altra banda, l'estabilitat canviària havia estat un altre dels pilars sobre el que s'havia bastit la política comercial dels països de l'Est d'Àsia, però l'apreciació del dòlar dels Estats Units entre 1995 i 1997 va fer que les exportacions asiàtiques resultessin més cares perquè les seves monedes estaven, formalment o informal, vinculades a la divisa nord-americana mitjançant sistemes de tipus de canvi fix o quasi fix.

Fruit d'aquesta dinàmica, els dèficits per compte corrent de la balança de pagaments es van anar ampliant al llarg del temps fins assolir uns valors més o menys preocupants. La vinculació d'aquesta creixent necessitat de finançament exterior amb una despesa en inversió privada elevada va alimentar la sensació que la dinàmica de creixement era robusta i que aquells dèficits externs eren sostenibles i, per tant, no podien ser considerades com un auguri d'una gran crisi. Aquesta percepció es veia reforçada pel fet que els saldos pressupostaris presentaven lleugers superàvits o tendien a estar equilibrats, les taxes d'inflació eren moderades i reflectien l'orientació de la política monetària. A més, l'experiència de llargs anys de creixement ininterromput reforçaven la confiança en la fortalesa de l'economia.

Un altre dels trets distintius que havia caracteritzat la reeixida experiència de les economies emergents asiàtiques era l'escàs grau d'obertura dels mercats de capitals de la regió. Durant

molts anys, la majoria de les economies de l'Est d'Àsia van mantenir els seus sistemes financers relativament tancats. Però aquesta situació va canviar radicalment durant la dècada dels '90 quan l'èxit de l'estratègia de desenvolupament econòmic basada en la promoció de les exportacions, implementada durant les dècades precedents, va moure als països de l'Est d'Àsia –seguint recomanacions dels organismes econòmics internacionals als que s'havien anat incorporant– a integrar-se als mercats de capitals mundials. En un context de gran liquiditat a nivell internacional, aquelles economies van rebre a partir de 1994 un flux creixent de capitals procedents de l'estrangera, a mesura que es liberalitzaven les operacions del compte financer de la balança de pagaments i es desregulaven els sistemes financers nacionals. Amb tot, la manca d'uns mercats de capitals prou amplis i profunds unida a la forta inclinació –heretada del passat– que les companyies financeres i no financeres tenien pel finançament via deute dels diferents projectes d'inversió, introduïen un biaix en el flux d'entrada de capitals a favor dels préstecs, crèdits i dipòsits així com l'adquisició de bons per part d'estrangers.

En aquest escenari, la possibilitat de finançar-se a l'exterior a un cost menor va desfermar una dinàmica d'endeutament excessiu a curt termini en moneda estrangera per part d'empreses financeres i no financeres, reforçats per l'absència d'una regulació prudencial i d'uns mecanismes de supervisió efectius. D'alguna manera, la trajectòria històrica de les principals economies de l'Est d'Àsia i les projeccions de creixement futur avalaven la possibilitat, *a priori*, que els beneficis esperats en el futur immediat de les diferents inversions compensarien, amb escreix, el risc d'una eventual restricció de liquiditat derivada del palanquejament financer a curt termini. Alhora, l'estabilitat canviària i l'historial de moderada inflació, a més de l'acumulació creixent de reserves internacionals, feien que els beneficis evidents d'endeutar-se a l'exterior i a uns tipus d'interès més baixos prevalguessin sobre els costos d'una eventual devaluació de la moneda nacional. I a més, en última instància sempre quedava la garantia d'un rescat de les “*males inversiones*” per part del Govern de l'Estat.

Paral·lelament, la disponibilitat d'una quantitat ingent de recursos financers va propiciar un augment extraordinari dels crèdits bancaris al sector privat. Aquest increment del crèdit no era imputable tant a l'existència d'unes oportunitats d'inversió extraordinàriament lucratives, sinó més aviat a unes expectatives de futur molt optimistes basades en l'extrapolació d'unes taxes de creixement econòmic històricament molt elevades. Per exemple a Indonèsia, el boom creditici va afavorir la inversió en sectors industrials molt específics, tot generant un excés de capacitat productiva. A Corea del Sud, els crèdits bancaris es van usar per finançar projectes de rendibilitat dubtosa. A Malàisia, l'expansió del crèdit va crear una inflació d'actius reals i financers i l'aparició d'una bombolla al sector immobiliari. En qualsevol cas, el finançament d'activitats sobreexplotades, amb una baixa rendibilitat o que presentaven un major risc no només va reduir l'eficiència de la inversió a l'hora d'alimentar el creixement de la producció



sinó que a més qüestionava la solvència econòmica i financera d'unes empreses massa endeutades.

Aquesta dinàmica no només significava que els països eren més dependents del deute que dels fons propis sinó també que les entrades de capitals que s'estaven registrant eren cada cop a més a curt termini i cada cop més denominades en moneda estrangera. I justament per això, les empreses financeres i no financeres van esdevenir cada cop més vulnerables perquè la doble asincronia en el període de maduració –*maturity mismatch*– i en la composició de divises –*currency mismatch*– generaven un problema latent a la seva estructura econòmica i financera, que era l'origen de la vulnerabilitat del país a una situació de “*pànic financer*”. L'existència de dèficits per compte corrent, la sobrevaloració de la moneda nacional, les males polítiques governamentals o el *crony capitalism*, en la majoria de casos, només van contribuir a agreujar la situació.