

CAPÍTOL 10

La crisi de l'Est d'Àsia de 1997 (II)

La crisi canviària i financera de l'Est d'Àsia de finals de 1997 i 1998 fou remarcable per diversos motius. En primer lloc, la crisi va afectar els països del “*miracle asiàtic*” després de quasi tres dècades de creixement econòmic espectacular i un desenvolupament social sense precedents. Per això, com destaquen Radelet i Sachs (1998b) la crisi de 1997 pot ser entesa com una “*crisi d'èxit*” causada per l'expansió prèvia del crèdit internacional i la reversió posterior del flux d'entrada de capitals.

En segon lloc la crisi asiàtica és d'alguna manera única, perquè la coincidència en el temps d'una crisi canviària i una crisi bancària va desencadenar una situació de “*pànic financer*” que transformà les dificultats financeres d'una sèrie d'empreses, en uns determinats països, en una espiral especialment violenta de devastació econòmica i financera que es va estendre al conjunt de la regió. Per altra banda, la crisi fou una nova manifestació de les limitacions dels mercats de capitals internacionals i de la seva vulnerabilitat a canvis sobtats en la confiança dels mercats (Stiglitz, 2002). Aquí, a l'igual que en el cas de Mèxic, els errors en l'administració de la política econòmica i la reacció precipitada de la comunitat internacional i dels agents econòmics nacionals van transformar l'ajust a un desequilibri econòmic moderat en una situació de “*pànic financer*” i una profunda crisi canviària i financera d'efectes devastadors sobre l'activitat econòmica i financera d'aquells països.

La crisi també és remarcable perquè va donar lloc als programes de rescat financer més importants de la història econòmica. Per a Feldstein (2000) la manera en què el FMI va gestionar els problemes financers originats als mercats de capitals va tendir a empitjorar la crisi, perquè les seves polítiques van contribuir a transformar una manca de liquiditat transitòria en una situació d'insolvència permanent.

Finalment, tot i que a primera vista podria semblar que la crisi asiàtica era un episodi regional, la seva extensió a Rússia, Sud Àfrica i Amèrica Llatina evidenciava que el món estava experimentant una crisi internacional conseqüència de la mundialització de l'economia. Per això, la crisi de l'Est d'Àsia, a banda de la seva importància com a fet històric, va deixar una seqüela important en el pensament econòmic sobre l'origen i les causes de les crisis canviàries i financeres.

Aquest capítol s'estructura en quatre parts. A la primera secció s'ofereix una cronologia de la crisi asiàtica des del seu esclat a Tailàndia fins al seu contagi a la resta de la regió. A la segona part, s'analitzen els efectes de la crisi canviària i financera sobre l'oferta i la demanda agregada dels diferents països afectats. Al tercer apartat es descriu la naturalesa de les polítiques macroeconòmiques desenvolupades així com dels programes de rescat financer i de reforma estructural implementats. Finalment, la darrera de les seccions s'exposa les principals conclusions que es deriven de la nostra anàlisi.

A. L'esclat de la crisi canviària i financera de 1997

Com s'ha posat de manifest al capítol anterior, l'evolució de les principals variables macroeconòmiques, entre 1990 i 1996, no revelava indicis evidents sobre la possibilitat d'una eventual crisi canviària a l'Est d'Àsia, en el sentit tradicional: alentiment del creixement de la producció, elevats dèficits públics, inflació alta i dèficits recorrents al compte corrent de la balança de pagaments.

Des d'aquesta perspectiva, estrictament, no existien la naturalesa de condicionants que expliquen segons els models de crisi canviària de "*primera generació*" un atac especulatiu contra la moneda nacional. Amb tot, autors com Corsetti, Penseti i Roubini (1998), Goldstein (1998) i Krugman (1998a) plantegen que les garanties implícites que oferien els Governos a entitats bancàries i a determinades empreses industrials constituïen un passiu contingent potencial –no explicitat en les xifres oficials– que elevava la probabilitat que el govern en un futur immediat hagués d'emetre moneda per poder finançar uns dèficits sobrevinguts. Aquesta interpretació pròpia dels models de "*tercera generació*" recupera, d'alguna manera, la importància de l'evolució de les variables macroeconòmiques pròpia dels models de "*primera generació*" i les concilia amb les expectatives que "*s'autoconfirmen*", característiques dels models de "*segona generació*".

El que va succeir a Tailàndia primer, i successivament a les Filipines, Malàisia, Indonèsia i Corea del Sud, fou un procés circular devastador on les dificultats financeres d'algunes empreses financeres i no financeres provocà una progressiva disminució de la confiança dels inversors en l'economia d'aquells països. Aquesta circumstància precipità una reversió sobtada de les entrades de capitals o *sudden stop* i l'aparició de pressions als mercats de divises perquè la moneda nacional es devalués. La combinació d'una situació de "*pànic financer*" a una part de la comunitat inversora internacional, els errors de la política econòmica en esclatar la crisi financera i canviària per part dels Governos i uns programes de rescat internacional mal dissenyats van precipitar una severa contracció de l'activitat productiva.

1. Cronologia de la crisi asiàtica de 1997

L'evolució de la crisi de l'Est d'Àsia i el seu contagi posterior al conjunt de la regió pot ser dividida en una sèrie d'episodis que es corresponen amb el seguit d'atacs especulatius que van afectar els països de la regió durant la segona meitat de 1997. Així la crisi s'inicia amb l'esclat d'una crisi canviària a Tailàndia. Posteriorment, la flotació del *bath* a principis del mes de juliol va alimentar les pressions especulatives sobre les monedes de les Filipines, Malàisia i Indonèsia. Com a conseqüència de les devaluacions del *peso filipí*, del *ringgit malai* i de la *rupia* d'Indonèsia, el *nou dòlar* de Taiwan i el *dòlar* de Hong Kong es van veure sotmesos a una

intensa pressió durant el mes d'octubre que, a la vegada, van reactivar les pressions sobre les divises del sud-est asiàtic que s'havien vist afectades en les primeres onades. En última instància, el *won* de Corea del Sud va ser víctima d'un nou atac especulatiu, alhora que la crisi canviària i financera es feia sentir més enllà de la regió, tot afectant els mercats borsaris i de canvis de Rússia, Argentina, Brasil i Mèxic.

1.1. L'ESCLAT DE LA CRISI A TAILÀNDIA

La cronologia dels esdeveniments que van convulsionar les economies emergents de l'Est d'Àsia situa l'origen de la crisi el 2 de juliol de 1997, quan el Banc de Tailàndia anunciava l'abandonament de la defensa del tipus de canvi i permetia la flotació del *baht*.

Amb tot, l'evidència empírica revelava que la inestabilitat canviària que va culminar amb l'atac especulatiu del mes de juliol de 1997 es remuntava a principis d'aquell any, o fins i tot abans. Així, durant els mesos de gener i febrer de 1997 Tailàndia va ser objecte de pressions sobre el tipus de canvi del *baht*, que procedien de les dificultats que s'albiraven per mantenir la paritat fixada amb el dòlar dels Estats Units, a la vista de l'evolució del dèficit per compte corrent de la balança de pagaments, el notable endeutament a curt termini en moneda estrangera, la caiguda dels preus dels béns immobles i la pèrdua de competitivitat causada per la contínua apreciació del dòlar dels Estats Units respecte el ien japonès. Però a l'igual que en d'altres ocasions, les autoritats econòmiques van contenir les pressions canviàries a través d'intervencions als mercats de divises i alces puntuals dels tipus d'interès. Amb tot, aquestes mesures van ser considerades insuficients i inadequades per corregir la fragilitat del sector financer i les cotitzacions borsàries van continuar el decliu iniciat a principis de 1996.

Les pressions sobre el *baht* van renovar-se a principis de maig de 1997, la qual cosa va obligar al banc central a intervenir amb contundència als mercats de divises *spot* i *forward*, tot venent dòlars a canvi de moneda nacional i apujant els tipus d'interès. Per reforçar aquestes accions, Tailàndia va intentar desincentivar les sortides de capitals amb la introducció de controls de capitals que perseguïen segmentar els mercats interns *-on-shore-* i externs *-off-shore-* i així aïllar els mercats nacionals d'increments substancials dels tipus d'interès en els mercats exteriors. Aquestes mesures tampoc no van aconseguir restablir la confiança dels inversors i les tensions canviàries van continuar durant la segona meitat del mes de maig i tot el mes de juny.

Implícitament, aquests moviments especulatius als mercats de divises reflectien també l'increment sobtat del rendiment dels bons japonesos i de la significativa apreciació del ien, circumstàncies que reduïen l'atractiu d'endeutar-se al Japó per finançar inversions que proporcionaven una gran rendibilitat en qualsevol mercat emergent (Corsetti, Penseti i Roubini, 1998). Aquest extrem imposava unes condicions de finançament més dures, especialment per a

economies que, com la de Tailàndia, cobrien les seves necessitats de finançament exterior amb entrades de capitals a curt termini.

Com a conseqüència d'això, els inversors internacionals –bancs comercials, bancs d'inversió i *hedge funds*– i els inversors nacionals havien anat assumint posicions curtes en contra del *baht*, que proporcionaven una estratègia d'una sola direcció donada la paritat que s'havia fixat, l'evolució del dèficit extern, l'elevat endeutament i el cost relativament baix d'assumir aquelles posicions.

Les intervencions als mercats de divises i els controls de capitals i de canvis, en aquest escenari, podien fer ben poc per deturar el flux de capitals especulatiu. Per això el 2 de juliol de 1997, el Banc de Tailàndia, davant la continuada sortida de capitals i la disminució de la dotació de reserves internacionals, va abandonar la defensa de la paritat que havia estat fixada de manera efectiva entre 25,2 i 25,6 *baht* per dòlar des de 1990 i fins 1997.

El *baht* immediatament es va depreciar en un 15 per cent durant la primera setmana per després continuar debilitant-se durant les setmanes successives, a mesura que creixien les preocupacions sobre la incertesa de la situació política i es demorava l'adopció de les mesures per reconduir la fragilitat del sistema financer. Alhora, la pregona depreciació del *baht* ràpidament va generar dubtes sobre la viabilitat dels règims canviaris dels països veïns.

1.2. L'EXTENSIÓ DE LA CRISI ALS PAÏSOS ASEAN

Una vegada el *bath* va començar a depreciar-se durant el mes de juliol de 1997, les divises d'aquells països amb unes variables macroeconòmiques i una estructura d'exportacions similar a la de Tailàndia, com les Filipines, Malàisia, i Indonèsia, es van veure sotmeses a tensions molt importants.

En primera instància, les pressions més contundents van emergir a les Filipines, on les autoritats econòmiques havien estat mantenint, *de facto*, un tipus de canvi fix de 26,2 *pesos filipins* per dòlar des de la primavera de 1995. Després d'intentar defensar, tímidament, aquella paritat a través de l'alça dels tipus d'interès i intervencions als mercats de divises, el banc central va deixar flotar el tipus de canvi del peso l'11 de juliol de 1997 dins d'una àmplia banda, alhora que imposava limitacions a les vendes de contractes a futur a no residents, en un intent per frenar l'especulació contra la moneda nacional.

Les pressions dels mercats canviaris ràpidament es van fer extensives a Malàisia on, el 24 de juliol, les autoritats econòmiques van acceptar que el *ringgit* es depreciés, abans d'haver d'imposar uns tipus d'interès més alts. Paral·lelament a Indonèsia, de manera precautòria, les autoritats econòmiques van ampliar el rang de les bandes de flotació del 8 al 12 per cent, immediatament després que es decidís la lliure flotació del *peso filipí*. Malgrat aquest major marge, el 21 de juliol el tipus de canvi de la *rupia* va situar-se en el límit de depreciació que

determinaven les noves bandes d'intervenció. I donat que els augments dels tipus d'interès per part del banc central van resultar infructuosos per contenir les pressions especulatives, el 14 d'agost les autoritats econòmiques d'Indonèsia anunciaven que abandonaven el sistema de bandes de flotació i permetien la lliure flotació de la *rupia*.

Fruit d'aquesta dinàmica, el mes d'agost el *bath* s'havia depreciat en un 34 per cent respecte el seu valor en relació al dòlar a començament de l'any, però només un 10 per cent respecte les divises de les Filipines, Malàisia i Indonèsia. Alhora, la cotització del *peso filipí* havia caigut un 14 per cent, la del *ringgit* en un 17 per cent i la de la *rupia* en un 27 per cent en relació al seu valor de principis de 1997.

Aquest escenari de devaluacions contagioses, en el que la depreciació d'una moneda induïa ulteriors devaluacions d'altres divises, es va mantenir durant el mes de setembre a mesura que augmentaven les preocupacions dels inversors sobre els efectes que aquestes devaluacions successives i uns tipus d'interès més alts podien causar sobre l'estructura financera d'unes empreses força palanquejades, però també pels dubtes sobre el grau de compromís de les autoritats econòmiques a l'hora d'implementar les polítiques necessàries per restablir l'estabilitat canviària. D'aquesta manera, el *bath* va continuar depreciant-se, fins a un 42 per cent respecte el seu nivell de gener de 1997, a l'igual que la *rupia indonesia* -37 per cent-, el *ringgit malai* -26 per cent- i el *peso filipí* -29 per cent-.

Amb tot, les autoritats econòmiques es van mostrar reticents a elevar els tipus d'interès davant la possibilitat d'afectar negativament els deutors i posar en entredit la solvència d'uns bancs amb una estructura financera en la que predominava l'endeutament a curt termini¹. A més, els agents que operaven als mercats de divises sabien que les autoritats econòmiques estaven condicionades per la conjuntura econòmica i financera, i, aquesta circumstància feia difícilment creïbles les intervencions del banc central als mercats de canvis.

La imposició de controls a les sortides de capitals també va contribuir a minar la confiança dels inversors. En el cas de Tailàndia, els *hedge funds* van jugar un paper important en desfermament de l'atac especulatiu contra el *baht*. A les Filipines, Malàisia i Tailàndia, els inversors nacionals i, en algunes ocasions, els bancs d'inversió i els bancs comercials internacionals fugint d'aquestes restriccions, però també cercant cobrir-se de la seva exposició al risc canviari, van desencadenar una sortida precipitada de capitals que realimentava les tensions sobre les distintes divises.

Per això, el recurs als controls administratius, la persuasió moral i altres accions per desincentivar les sortides de capitals van ser lluny de tenir èxit i contribuïren a erosionar, encara més, la confiança dels inversors.

¹ Ver capítol 9 d'aquesta tesi doctoral.

1.3. EL CONTAGI DE LA CRISI ENLLÀ DEL SUD-EST D'ÀSIA

A finals de l'estiu, l'efecte combinat d'una devaluació aproximadament del 30 per cent en menys de tres mesos de les monedes de Tailàndia, Indonèsia, les Filipines i Malàisia va tenir un impacte negatiu sobre les altres divises de la regió. En aquest sentit, entre finals de juliol i principis d'octubre el *dòlar* de Singapur –que formalment operava en un règim de lliure flotació– va començar a depreciar-se. La devaluació de la *rupia* d'Indonèsia –la moneda del seu principal competidor comercial– va qüestionar les expectatives de creixement de l'economia, posant en entredit la competitivitat de la indústria d'exportació. D'aquesta manera, a finals de setembre, el *dòlar* de Singapur havia perdut un 8 per cent del seu valor respecte al *dòlar* a començaments de l'any.

La decisió de Singapur de permetre la depreciació de la seva moneda fou determinant en el contagi de la crisi canviària a Taiwan. En la mesura que la composició de les seves exportacions era molt similar a la de Singapur –béns intermedis o productes d'alta tecnologia–, la depreciació del *dòlar* de Singapur s'entenia com una amenaça important per a la posició competitiva de Taiwan. A principis d'octubre, el *nou dòlar taiwanès* es va veure sotmès a importants pressions especulatives. En aquest escenari, el 17 d'octubre de 1997, les autoritats econòmiques malgrat disposar d'una àmplia dotació de reserves van preferir renunciar a les intervencions i deixar flotar la moneda, doncs consideraven que no tenia sentit defensar una paritat que en els mesos anteriors s'havia apreciat significativament en termes reals respecte les divises dels seus cinc competidors regionals. Amb aquesta decisió, el *nou dòlar* de Taiwan es va depreciar en un 5 per cent, la qual cosa significava que des de principis d'any la divisa *taiwanesa* havia perdut un 11,8 per cent del seu valor.

La depreciació mitjana de Tailàndia, Malàisia, Indonèsia i Filipines, que a finals del mes d'octubre de 1997, s'aproximava al 40 per cent², però sobretot la devaluació posterior del *dòlar* de Singapur i del *nou dòlar* de Taiwan van generar expectatives de depreciació a Hong Kong. La sobrevaloració en un 30 per cent del *dòlar* de Hong Kong i el dèficit per compte corrent creixent introduïen la necessitat d'una correcció peremptòria. De fet, la conjunció d'aquests elements juntament amb la incertesa política que generava la reunificació amb Xina durant aquell estiu alimentaven les expectatives d'un atac especulatiu imminent sobre el *dòlar* de Hong Kong a finals d'octubre de 1997. Amb tot, les autoritats econòmiques del país van resistir la pressió i la depreciació de la moneda nacional fou quasi imperceptible. Aquest èxit del país en la defensa de la paritat fixada en 7,74 *dòlars* de Hong Kong per *dòlars* dels Estats Units, davant del fort atac especulatiu del mes d'octubre s'explica, en bona part, per la credibilitat del

² El *bath* de Tailàndia durant aquest període ja havia perdut un 55 per cent del seu valor respecte el *dòlar* dels Estats Units des de principis d'any. De la mateixa manera, la *rupia* d'Indonèsia s'havia depreciat en un 54 per cent, el *ringgit* de Malàisia en un 34 per cent i el *peso* de Filipines en un 33 per cent.

compromís de les autoritats econòmiques amb el *currency board*, explicat en la fermesa de les autoritats monetàries a l'hora d'apujar de manera immediata i pronunciada els tipus d'interès a curt termini.

En un principi va semblar que el *won* de Corea del Sud restava al marge d'aquestes convulsions especulatives. Però a finals del mes d'octubre una política d'ajust gradual en la paritat de la moneda havia conduït al *won* a una depreciació respecte el dòlar dels Estats Units del 14 per cent des del seu valor de 1996 però de només del 8,4 per cent des del mes juliol. Malgrat aquesta depreciació, el cert és que l'evolució recent de les cotitzacions de la resta de divises de la regió feia que el *won* s'hagués apreciat en un 37 respecte el *baht* de Tailàndia, en un 36 per cent respecte la *rupia* d'Indonèsia, en un 20 respecte el *ringgit* de Malàisia i en un 15 per cent respecte el *peso filipí*.

Novament, aquesta circumstància comportava una pèrdua de competitivitat molt acusada de les exportacions coreanes que, alhora, alimentava les expectatives de depreciació als mercats de divises. Inicialment, les autoritats econòmiques van reaccionar ampliant les bandes de flotació del *won* des del $\pm 2,25$ per cent fins al ± 10 per cent el 20 de novembre de 1997. Malgrat aquesta mesura d'ajust, la cotització del *won* es va enfonsar als mercats de divises internacionals en depreciar-se en un 25 per cent a finals d'aquell mes. Per això, el 16 de desembre, les autoritats monetàries de Corea del Sud van cedir a les pressions, permetent la flotació del tipus de canvi de la moneda nacional.

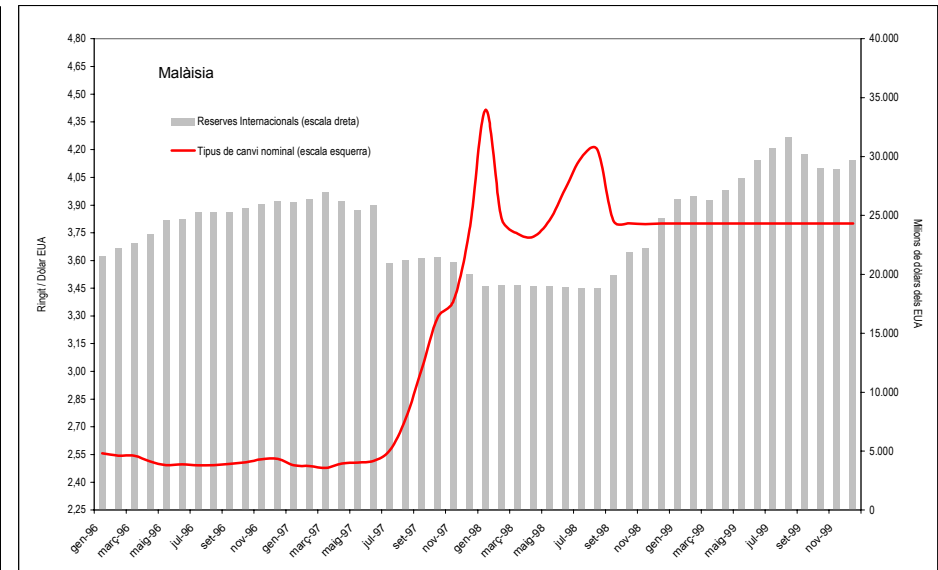
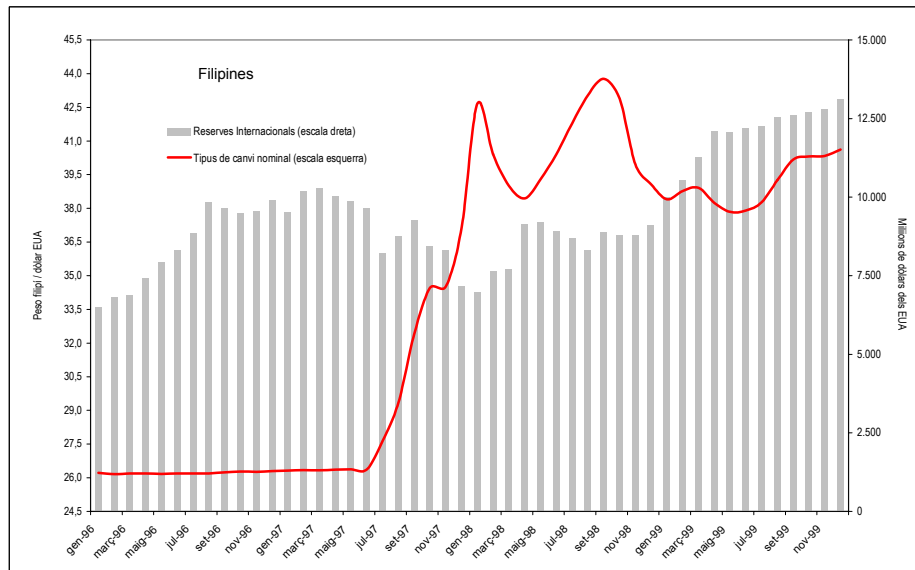
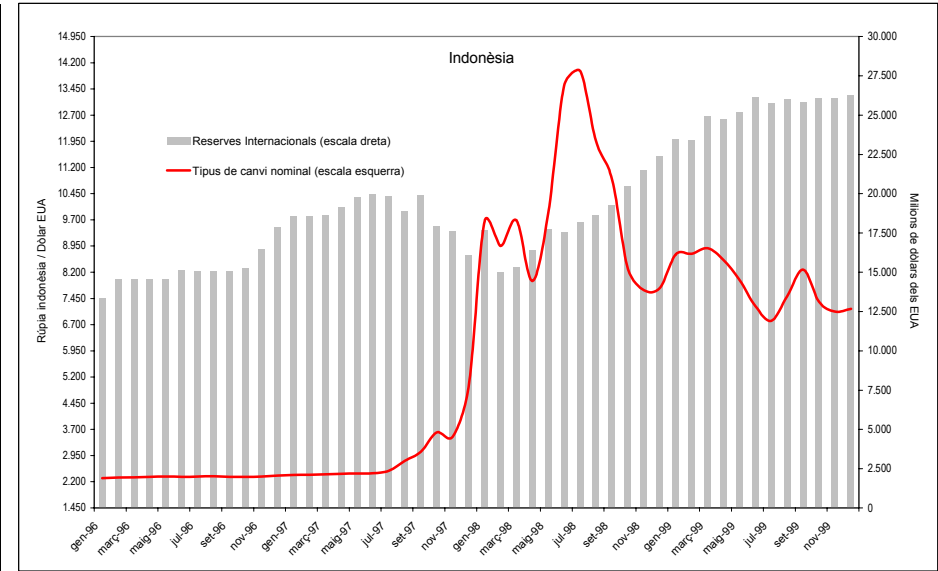
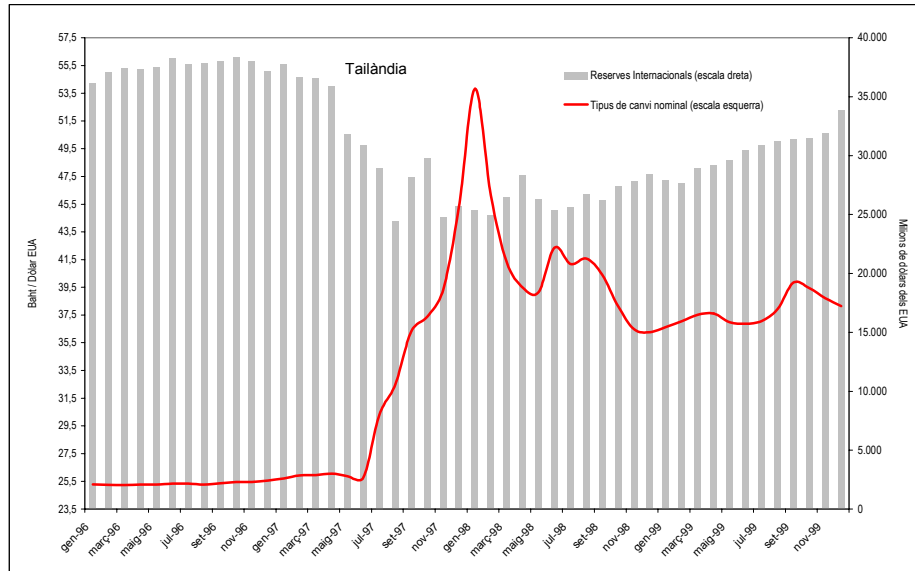
El col·lapse de la divisa coreana entre novembre i desembre va reactivar la caiguda continuada del *nou dòlar* de Taiwan i del *dòlar* de Singapur però també del valor de les monedes de Tailàndia, Malàisia, Indonèsia i Filipines. D'aquesta manera, segons el ADB, entre finals de juny de 1997 i gener de 1998, el tipus de canvi nominal de la *rupia* es va depreciar en un 80 per cent, el del *baht* en un 53 per cent, el del *won*, el del *ringgit* en un 42 per cent i el del *peso filipí* aproximadament en un 30 per cent.

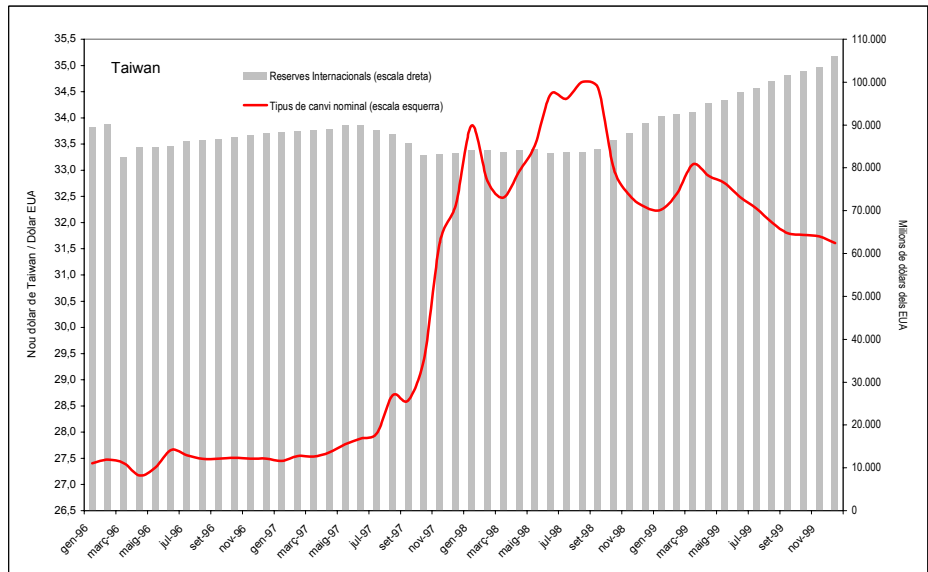
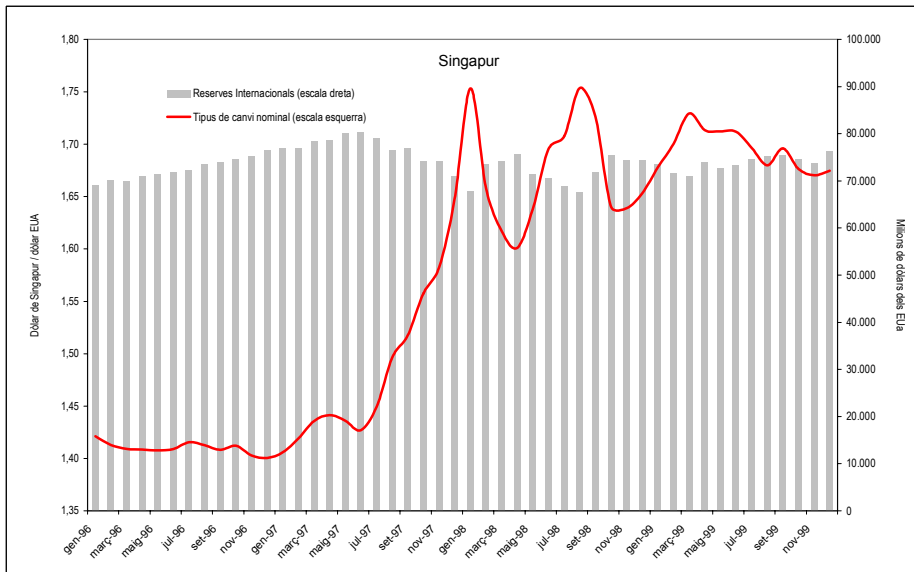
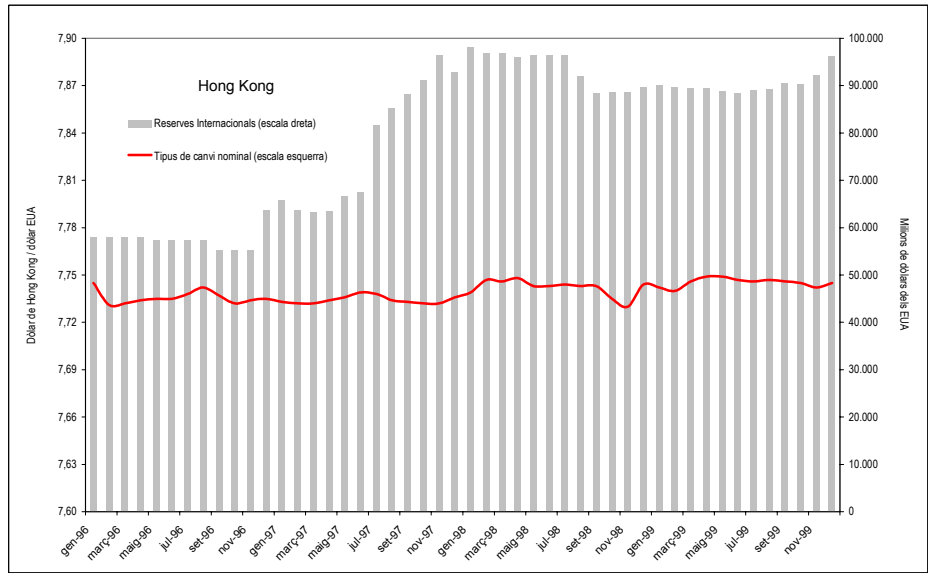
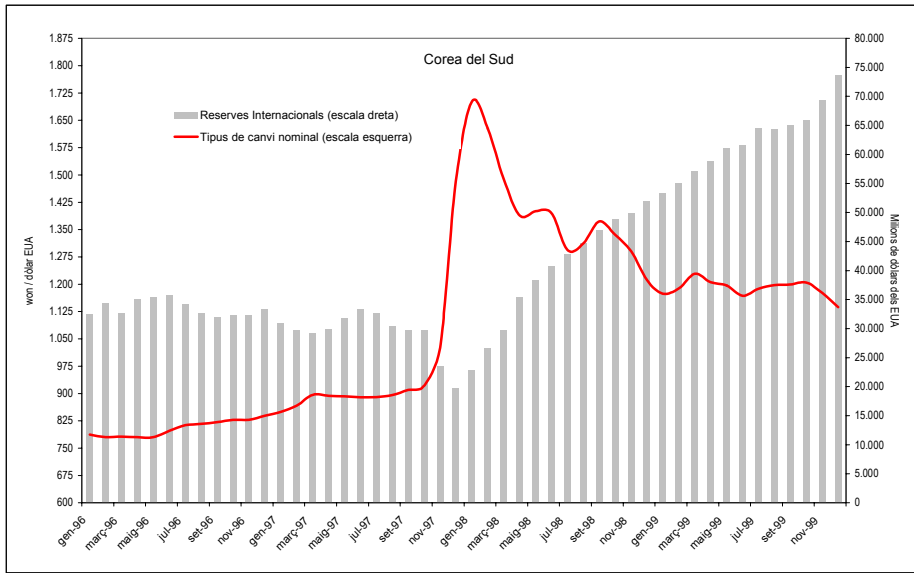
1.4. L'EXTENSIÓ DE LA CRISI ALS MERCATS FINANCERS INTERNACIONALS

La crisi iniciada a Tailàndia i contagiada a bona part de l'Est d'Àsia es va fer extensiva als mercats financers mundials³. A Amèrica Llatina, el tipus de canvi de canvi del *real* brasiler es va veure sotmès a tensions després que els diferents episodis de devaluació a l'Est d'Àsia augmentessin la incertesa dels mercats financers sobre el grau de competitivitat de Brasil i la sostenibilitat del seu dèficit per compte corrent.

³ Si la crisi s'hagués deturat en aquest punt i s'hagués limitat estrictament a l'Est d'Àsia, aleshores l'argumentació segons la qual la crisi canviària i financera eren el resultat d'un seguit de desequilibris macroeconòmics que es van veure accentuats per la fragilitat de l'estructura financera (Krugman, 1998a; FMI, 1997 i 1998; Summers, 1999; Corsetti, Pansetti i Roubini 1998 i 1999) hauria prevalgut sobre la visió imputable a Radelet i Sachs (1998a i 1998b), Krugman (1999d) i ADB (1999), que atribuïa l'origen de la crisi de l'Est d'Àsia a una situació de "*pànic financer*" que va precipitar una crisi canviària i financera que "*s'autogenera*" i "*s'autoalimenta*" (*self-fulfilling crisis*).

Gràfica 1.10. Evolució del tipus de canvi nominal i la dotació de reserves





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

En un principi, la primera reacció de les autoritats econòmiques fou apujar fins als dos dígits els tipus d'interès oficials. A mitjans de novembre de 1997, aquesta acció va ser reforçada amb un paquet de mesures fiscals adreçat a calmar les tensions dels mercats. Els tipus d'interès també es van elevar a Argentina i, en menor mesura, a Mèxic després que el *peso mexicà* es depreciés un 7 per cent respecte el dòlar dels Estats Units.

Les tensions també es van fer sentir a Grècia, Ucraïna i Rússia. Concretament a Rússia, segons el FMI (1997b), els tipus d'interès van elevar-se en 7 punts percentuals a començaments de novembre quan el *ruble* va començar a depreciar-se després d'una caiguda del 20 per cent de les cotitzacions borsàries. Durant 1998 les autoritats monetàries anunciaren l'ampliació de les bandes de flotació del 10 al 30 per cent i continuaren apujant els tipus d'interès. Malgrat aquests esforços les pressions sobre el tipus de canvi de la moneda nacional no cessaren. Finalment, el 17 d'agost de 1998 Rússia va decidir devaluar el *ruble* i forçar la renegociació del seu deute públic.

La crisi russa, alhora, va afectar tant a les economies emergents com als mercats de capitals dels països més avançats. A l'Est d'Àsia, Malàisia va haver d'establir controls de capitals per aïllar la seva economia de la pressió internacional i evitar nous atacs especulatius contra el *ringgit*. Per altra banda, els mercats financers d'Amèrica Llatina van haver de suportar notables pressions entre setembre i octubre de 1998. A Brasil el *real* va haver de ser devaluat al mes de gener de 1999 mentre que les economies d'Argentina, Xile, Colòmbia, Equador, Mèxic i Veneçuela també es van veure afectades, tot i que en menor mesura.

2. El contagi de la crisi canviària i financera a l'Est d'Àsia

El que va succeir a Tailàndia primer, i successivament a les Filipines, Malàisia, Indonèsia i Corea del Sud, fou un procés circular devastador. Les dificultades financeres d'algunes societats financeres i no financeres van provocar una progressiva disminució de la confiança dels inversors en l'economia d'aquells països, tot precipitant una reversió sobtada de les entrades de capitals o *sudden stop* i l'aparició de pressions als mercats de divises per tal que les monedes nacionals fossin devaluades.

En aquest escenari, les polítiques d'ajust macroeconòmic necessàries van ser posposades o bé van resultar insuficients, contribuint d'aquesta manera a incrementar el nivell d'incertesa i a elevar el risc-país dels països asiàtics. El resultat fou que les sortides de capitals es van accentuar alhora que la dotació de reserves de divises queia a nivells mínims. Al final, la pressió dels mercats precipità la devaluació de les distintes monedes, l'elevació dels tipus d'interès i va sumir a aquelles economies en una profunda recessió que, alhora, tendia a realimentar aquest procés de pèrdua de confiança dels inversors, sortida de capitals, devaluació de la moneda i caiguda de la producció real.

2.1. LA REVERSIÓ EN EL FLUX D'ENTRADA DE CAPITALS

La devaluació del *baht* tailandès el 2 de juliol de 1997 va fer que els inversors nacionals i estrangers esdevinguessin més escrupulosos davant una fragilitat financera que prèviament havien ignorat. L'aparició de noves informacions sobre la solvència dels sistemes financers nacionals, la magnitud del deute a curt termini i la capacitat dels Estats per atendre els seus compromisos de *bail-out* augmentaren la inquietud i preocupació dels diferents agents (Radelet i Sachs, 1998b). Aquesta incertesa dels mercats financers es veia reforçada tant per la manca de transparència de les empreses, financeres i no financeres, com per la magnitud dels seus passius contingents.

Per a Summers (1999), en aquest escenari, la fugida de capitals va esdevenir-se tan bon punt els inversors, nacionals i estrangers, es van adonar que la dotació de reserves internacionals resultava insuficient per cobrir el deute a curt termini. La dimensió del canvi en la direcció del flux de capitals als països de l'Est d'Àsia no tenia precedents. Indonèsia, Corea del Sud, Malàisia, les Filipines i Tailàndia van registrar una sortida neta de capitals privats de 13.000 milions de dòlars el 1997, quan l'any anterior les entrades netes de capitals s'havien situat entorn als 75.000 milions de dòlars. Això significa una diferència neta de 88.000 milions de dòlars entre 1996 i 1997, aproximadament el 10 per cent del PIB conjunt (FMI, 1999b). La majoria d'aquestes sortides de capitals van tenir lloc durant la segona meitat de 1997, quan els bancs internacionals van deturar la concessió de préstecs i van començar a reclamar els seus crèdits. Només els bancs comercials –els préstecs i els crèdits dels quals eren de 58.000 milions de dòlars el 1996– van retirar 29.000 milions de dòlars el 1997, 29.000 milions més el 1998 i 18.000 milions el 1999⁴.

Així, durant el segon semestre de 1997 les sortides netes de capitals –39.400 milions de dòlars a Tailàndia, Filipines, Indonèsia i Corea del Sud– van compensar amb escreix les entrades netes de capitals registrades als primers sis mesos de l'any –24.000 milions de dòlars–. Això significava una reversió de 11.582 milions de dòlars durant el tercer trimestre de 1997 i de 49.900 milions de dòlar entre juny i desembre de 1997.

El gran 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, i això va ser fatal en un món caracteritzat per una creixent mobilitat de capital, on qualsevol modificació en la composició de la cartera d'inversions a nivell internacional, que afectés a les economies emergents, es traduïa en ràpids i amplis moviments en els fluxs de capitals dirigits a aquells països.

⁴ Els préstecs dels bancs internacionals a institucions no bancàries d'Àsia –exceptuant Japó– van caure en més de 9.000 milions de dòlars l'últim trimestre de 1997; en alguns països es van experimentar dificultats substancials per obtenir finançament comercial. Alhora, els dipòsits no bancaris a Àsia –diferents als de Japó, Hong Kong i Singapur– es van elevar a quasi 15.000 milions de dòlars, segons les informacions dels bancs BIS, la qual cosa reflecteix un intent de cobertura tardà dels passius en moneda estrangera i potser la fugida de capitals. A més, els préstecs interbancaris nets a nivell internacional van disminuir en 29.000 milions de dòlars. La mitjana dels diferencials dels tipus d'interès dels bons emergents emesos als mercats financers internacionals van augmentar de forma molt pronunciada als mercats secundaris.

Quadre 1.10. La magnitud de la reversió del flux net d'entrada de capitals

<i>Milions de dòlars</i>	1996			1997					1998					1999
		<i>3T</i>	<i>4T</i>		<i>1T</i>	<i>2T</i>	<i>3T</i>	<i>4T</i>		<i>1T</i>	<i>2T</i>	<i>3T</i>	<i>4T</i>	
Corea del Sud	23.841	2.106	6.592	-9.107	4.214	6.728	763	-20.900	-7.727	-5.384	353	-3.749	401	13.221
Filipines	11.277	3.461	1.742	6.498	2.433	3.273	1.893	-1.101	483	842	1.715	-1.345	-729	-935
Indonèsia	10.847	2.823	3.767	-603	3.859	2.226	1.790	-8.478	-9.638	-6.203	203	-2.310	-1.328	-5.941
Malàisia	9.477	n.d.	n.d.	2.197	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2.551	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-6.488
Tailàndia	19.486	3.582	3.795	-12.057	3.034	-1.726	-5.526	-7.837	-14.110	-4.649	-3.347	-3.338	-2.777	-11.074
Total	74.928	11.972	15.896	-13.072	13.540	10.501	-1.080	-38.316	-33.543	-15.394	-1.076	-10.742	-4.433	-11.217
Inversió Directa	11.067	1.668	1.714	12.432	2.878	1.677	2.154	587	11.791	1.860	3.913	2.157	1.699	11.252
Inversió en cartera	10.097	1.675	2.997	422	3.721	6.574	7.091	-4.505	200	1.335	-228	-4.036	-2.272	11.395
Deute	53.764	8.629	11.185	-25.926	6.941	2.250	-10.325	-34.398	-45.534	-18.589	-4.761	-8.863	-3.860	-33.864
<i>Bons</i>	18.335	4.340	5.554	15.951	1.278	2.381	940	-697	-3.309	-1.079	2.828	-710	-166	-1.210
<i>Crèdits i Dipòsits</i>	35.429	4.289	5.631	-41.877	5.663	-131	-11.265	-33.701	-42.225	-17.510	-7.589	-8.153	-3.694	-32.654
Total	74.928	11.972	15.896	-13.072	13.540	10.501	-1.080	-38.316	-33.543	-15.394	-1.076	-10.742	-4.433	-11.217

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del IFS del FMI

Com un reflex d'aquest procés de desmobilització d'inversions, les cotitzacions dels mercats borsaris nacionals van començar a caure. Les tensions a la borsa de Corea del Sud i Tailàndia s'havien fet evidents des de principis de 1996. A Malàisia i les Filipines la pressió va iniciar-se a començaments de 1997, de tal manera que els índexs borsaris van caure entorn a un 52 per cent i a un 48 per cent, respectivament, entre finals de juny de 1997 i finals de gener de 1998. A Indonèsia els mercats van mantenir la seva solidesa durant la primera part de l'any 1997, però amb l'esclat de la crisi les cotitzacions van caure notablement, aproximadament en un 80 per cent entre juny de 1997 i finals de 1998. Aquesta caiguda en el preu de les accions no tenia precedents i, fins i tot, van superar les que es van registrar als mercats de capitals d'Amèrica Llatina conseqüència de l'efecte "*Tequila*", després de la crisi mexicana de finals de 1994.

2.2. L'EFECTE CONTAGI

Per a Krugman (1999a) el mecanisme a través del qual es va contagiar la crisi de Tailàndia, en una primera onada, a Filipines, Indonèsia i Malàisia era la manera en què les economies asiàtiques estaven associades en la ment dels inversors "... resultava que amb independència de quines fossin les diferències entre totes aquelles economies, a l'imaginari col·lectiu formaven part del miracle asiàtic". A les Filipines, Indonèsia i Malàisia, com a Tailàndia prèviament, la pèrdua de confiança al mercat va iniciar un cercle viciós d'enfonsament financer i econòmic. Eren casos similars per als inversors, que consideraven els problemes d'una economia asiàtica com a males notícies per les altres.

En aquesta primera onada de "*contagi*", també fou cabdal l'efecte "*crida*" que generaven les pèrdues o guanys derivats de l'activitat especulativa. En aquest sentit, De la Dehesa (2000a i 2000b) assenyala que la materialització dels beneficis conseqüència de l'atac i posterior devaluació d'una divisa, van induir moviments especulatius en d'altres països, la qual cosa tendia a augmentar la pressió sobre altres divises que, alhora, veien incrementada la seva probabilitat de depreciació; més quan, en un context de sortida de capitals, l'elevat endeutament a curt termini dificultava la capacitat i la voluntat d'intervenció de les autoritats econòmiques en defensa dels seus respectius règims canviaris. Així, l'èxit de l'atac contra el *baht* va generar tensions sobre el *peso filipí*, un altre país amb un tipus de canvi quasi fix, un dèficit exterior significatiu i notablement endeutat en moneda estrangera. La renúncia a una defensa decidida per part del *Banco Sentral* de Filipines va estendre els moviments especulatius al *ringgit* de Malàisia. Novament, les autoritats econòmiques van acceptar la depreciació de la moneda nacional abans d'haver d'imposar uns tipus d'interès més alts. Paral·lelament, a Indonèsia els augmentos dels tipus d'interès per part del banc central van resultar infructuosos per contenir les pressions especulatives i, en conseqüència, es va permetre la lliure flotació de la *rupia*.

Aquesta primera ronda de devaluacions de les monedes de Tailàndia, Indonèsia, Filipines i Malàisia va precipitar, com hem comentat prèviament, nous atacs especulatius sobre el *dòlar* de Singapur, el *nou dòlar* de Taiwan i el *won* de Corea del Sud. De fet, una vegada les divises dels quatre països ASEAN s'havien esfondrat, les preocupacions sobre la competitivitat de les exportacions de la regió va ser més acusada, i aquest extrem erigia el comerç exterior com a factor explicatiu de l'extensió de la crisi cap a Singapur, Taiwan i Corea del Sud (Kawai, Newfarmer i Schmukler, 2001).

Així, malgrat que existien diferències en la composició de l'estructura d'exportacions i d'importacions dels països asiàtics –tèxtil i calçats en un país, components electrònics i màquines eina en els altres– cadascun d'ells competia estretament amb almenys altres dos. Aquest extrem resulta evident a la vista de les correlacions de les quotes d'exportació per a 11 categories de productes bàsics adreçades a la Unió Europea, els Estats Units i Japó calculades per Melick (1997) usant dades del BIS. D'aquesta manera, la depreciació del *ringgit* d'Indonèsia va qüestionar la competitivitat de la indústria d'exportació de Singapur, la qual cosa va accentuar les pressions per tal que el *dòlar* singaporenc es depreciés. Alhora, la decisió de Singapur de permetre la devaluació de la seva moneda fou determinant en el contagi de la crisi canviària a Taiwan, en la mesura que la composició de les seves exportacions en aquest cas era molt similar.

Corea del Sud, en un principi, va restar al marge d'aquestes convulsions especulatives a causa de la dimensió reduïda del dèficit per compte corrent, una inflació moderada i la tendència a la depreciació experimentada pel *won* des de 1995. Però l'evidència de les dificultats financeres dels bancs als països més afectats per la depreciació de les monedes nacionals va posar de manifest la fragilitat del sector bancari a l'Est d'Àsia, també a Corea del Sud. Aquesta conjuntura unida a què la notable depreciació de les divises de Tailàndia, Filipines, Indonèsia, Malàisia, Singapur i Taiwan comportava una pèrdua de competitivitat molt acusada que, finalment, va forçar l'abandonament de les bandes que limitaven la flotació del tipus de canvi del *won* a finals d'octubre de 1997.

B. Els efectes de la crisi canviària i financera

La combinació d'un seguit de perturbacions macroeconòmiques amb una vulnerabilitat financera latent es va traduir en una crisi financera i canviària d'efectes devastadors per a les principals economies emergents de l'Est d'Àsia a finals de 1997 i durant tot 1998.

De fet, la crisi de l'Est d'Àsia ràpidament va evolucionar cap a una crisi econòmica i social de gran magnitud i transcendència. Així, les dificultats per afrontar el procés de reestructuració financera de les empreses amb les accions de política econòmica tradicionals no només van intensificar les tensions als mercats de divises, sinó que va complicar el procés per a una ràpida reactivació de l'activitat econòmica. De fet, tot i que la profunda depreciació de la majoria de divises de la regió no va afectar en excés la inflació i, per tant, va donar lloc a una millora de la competitivitat molt notable, la producció en alguns països va tardar en reaccionar. La demanda interna a la majoria de mercats era més aviat escassa i la debilitat del sistema creditici impedia finançar qualsevol expansió de la producció. A nivell extern, la creixent importància del comerç intraregional va frenar l'expansió de les exportacions.

1. L'impacte de la crisi sobre l'oferta agregada

1.1. ELS EFECTES SOBRE LA PRODUCCIÓ I L'OCUPACIÓ

1.1.1. Producció real

La crisi financera i canviària va provocar una greu recessió a les economies de l'Est d'Àsia, especialment a Tailàndia, Indonèsia, Corea del Sud, Malàisia i Filipines. Durant 1998, la producció agregada va reduir-se aproximadament en el 8 per cent a les economies més afectades per la crisi, una recessió sense precedents en més de 40 anys. Així, com es recull al quadre 2.10, Tailàndia i Indonèsia van ser els dos països que van experimentar una contracció més severa de la seva activitat productiva, seguides de prop per Malàisia i Corea del Sud. En particular, a Tailàndia, els efectes de la crisi financera i canviària sobre l'activitat industrial del tercer i quart trimestre de 1997 van ser de tal magnitud que, entre 1997 i 1998, la disminució acumulada del PIB real fou del 11,9 per cent; a Indonèsia la disminució dràstica de la producció de les indústries manufactureres es va traduir en una disminució del PIB en termes reals del 13 per cent durant 1998. Anàlogament, a Malàisia la recessió econòmica es va traduir en una variació negativa del PIB real del 7,4 per cent, 14 punts per sota del creixement registrat el 1997; en el cas de Corea del Sud, la contracció de l'activitat productiva fou en un principi menys severa que a Tailàndia i Indonèsia, doncs el PIB va caure en un 6 per cent però, a diferència d'aquells països, els efectes de la crisi es van estendre fins 1999. A les Filipines, el PIB en termes reals va disminuir només en un 0,6 per cent l'any 1998, 5,8 punts percentuals menys que l'any anterior,

un fet que contrasta vivament amb l'evolució de la producció experimentada a la resta de països ASEAN.

Quadre 2.10. Evolució de l'activitat productiva i de l'atur (1996-99)

En percentatge excepte especificació en contrari		1996	1997	1998	1999
Corea del Sud	<i>Variació PIB real</i>	23,1	9,7	-6,1	-4,0
	<i>Índex de producció industrial ^{a)}</i>	177,5	185,6	173,3	216,6
	<i>Taxa d'atur ^{b)}</i>	2,0	2,6	6,8	6,3
Filipines	<i>Variació PIB real</i>	5,8	5,2	-0,6	3,4
	<i>Índex de producció industrial ^{a)}</i>	192,9	203,1	205,0	215,2
	<i>Taxa d'atur ^{b)}</i>	7,4	7,9	9,6	9,4
Indonèsia	<i>Variació PIB real</i>	7,8	4,7	-13,1	0,8
	<i>Índex de producció industrial ^{a)}</i>	75,6	85,5	56,2	57,3
	<i>Taxa d'atur ^{b)}</i>	4,9	4,7	5,5	6,4
Malàisia	<i>Variació PIB real</i>	10,0	7,3	-7,4	6,1
	<i>Índex de producció industrial ^{a)}</i>	241,9	271,9	244,0	275,5
	<i>Taxa d'atur ^{b)}</i>	2,5	2,4	3,2	3,4
Tailàndia	<i>Variació PIB real</i>	5,9	-1,4	-10,5	4,4
	<i>Índex de producció industrial ^{a)}</i>	178,8	177,6	160,0	180,1
	<i>Taxa d'atur ^{b)}</i>	1,1	0,9	3,4	3,0
Hong Kong	<i>Variació PIB real</i>	4,5	5,0	-5,3	3,0
	<i>Índex de producció industrial ^{a)}</i>	97,6	97,6	88,7	83,1
	<i>Taxa d'atur ^{b)}</i>	2,8	2,2	4,7	6,2
Singapur	<i>Variació PIB real</i>	7,7	8,5	-0,1	6,9
	<i>Índex de producció industrial ^{a)}</i>	168,6	176,2	175,6	200,0
	<i>Taxa d'atur ^{b)}</i>	3,0	2,4	3,2	4,6
Taiwan	<i>Variació PIB real</i>	6,1	6,7	4,6	5,4
	<i>Índex de producció industrial ^{a)}</i>	130,0	141,4	144,7	156,4
	<i>Taxa d'atur ^{b)}</i>	2,6	2,7	2,7	2,9

Nota: ^{a)}Producció Industrial Manufacturera Expressada en números índexs (1989 = 100).

^{b)}Població aturada respecte població en edat de treballar.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del ADB.

Quant a Hong Kong, l'èxit en la defensa del seu *currency board* es va fer a costa d'una contracció de la producció del 5,3 per cent, 10 punts per sota del creixement real registrat durant els anys previs a la crisi de 1997. Finalment, les economies de Taiwan i Singapur van ser les menys afectades per la crisi canviària i financera però, amb tot, el seu creixement fou excepcionalment baix en consideració a les taxes mitjanes de la primera meitat dels '90. Així, a Taiwan el PIB en termes reals va augmentar en un 4,6 per cent, dos punts per sota del creixement dels dos anys anteriors, mentre que a Singapur les taxes de creixement entorn al 8 per cent registrades entre 1996 i fins i tot 1997 contrastaven amb la quasi nul·la variació de la producció nacional durant 1998.

1.1.2. Ocupació i atur

La recessió econòmica, la fallida d'empreses i la restricció de liquiditat que imposava la reversió sobtada de capitals van propiciar l'acomiadament de treballadors, la disminució dels salaris reals i la caiguda de la demanda de treball. D'aquesta manera, la taxa d'atur als països de l'Est d'Àsia, que fins aleshores no havia tingut major transcendència, va passar de nivells entorn a l'1-2 per cent fins a valors de l'ordre del 6-9 per cent de la població en edat de treballar. En particular, a Tailàndia la desocupació va augmentar en un 50 per cent entre 1997 i 1998, afectant a quasi 1,1 milions de persones. A Corea del Sud, la taxa d'atur va situar-se en el 7 per cent al mes de juny de 1998, la qual cosa significava que 1,4 milions de persones estaven desocupades. A Filipines, 500.000 treballadors van engrossir la llista d'aturats entre desembre de 1997 i desembre de 1998, de tal manera que la taxa d'atur va elevar-se fins al 9,6 per cent. En el cas d'Indonèsia, la taxa d'atur va augmentar del 4,7 per cent de 1997 al 5,5 per cent de 1998, la qual cosa suposava que en 1998 havien, aproximadament, 5 milions de persones desocupades, 800.000 més que l'any anterior.

Els efectes negatius de la recessió econòmica, com destaca Stiglitz (2002), es van veure agreujats perquè la majoria d'aquestes economies no disposaven un sistema de protecció social prou desenvolupat. Així, la menor demanda laboral, l'augment dels preus dels productes de primera necessitat i la retallada de serveis socials bàsics van precipitar revoltes alimentàries i tensions ètniques a Indonèsia, protestes dels agricultors a Tailàndia i vagues dels treballadors a Corea del Sud. Paral·lelament, les dificultats socials es van fer sentir de manera més punyent sobre les dones i els infants: moltes dones van perdre la seva feina i molts nens, forçats per les circumstàncies, van haver d'abandonar l'escola i posar-se a treballar⁵.

1.2. LA DEVASTACIÓ DEL SECTOR EMPRESARIAL

Com hem assenyalat abastament, la vulnerabilitat dels països de l'Est d'Àsia conseqüència d'un excessiu endeutament a curt termini i en moneda estrangera van passar desapercebuts en un context de creixement econòmic continuat.

Però la coincidència en el temps de la depreciació de les monedes nacionals, de la reversió sobtada en el flux d'entrades de capitals procedents de l'exterior i uns tipus d'interès notablement més alts van resultar fatals perquè van transformar la fragilitat financera latent, en un procés de devastació financera i econòmica quan empreses, aparentment, solvents i ben gestionades van esdevenir companyies il·líquides i amb problemes de solvència.

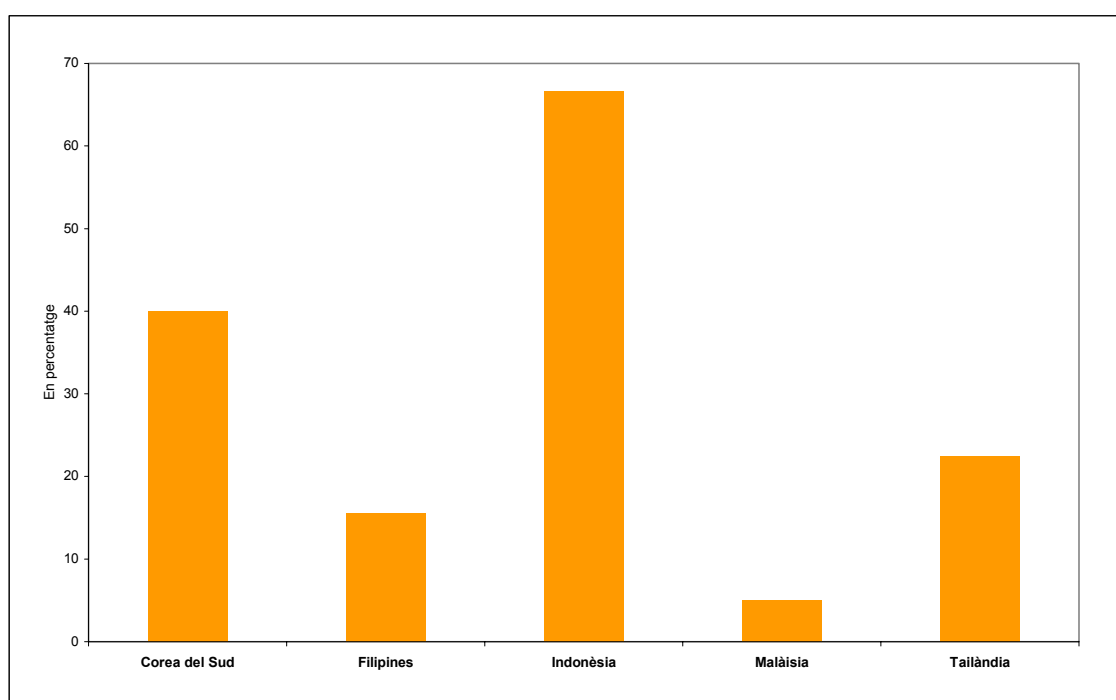
Diversos factors van afectar la capacitat de les empreses de l'Est d'Àsia per atendre el servei dels seus deutes i l'accés a unes noves fonts de finançament.

⁵ En particular, el nombre de persones que van caure a la pobresa l'any 1998 va elevar-se fins als 25 milions, només a Indonèsia i Tailàndia.

En primer lloc, la pèrdua de confiança dels inversors i la retirada de capitals. En segon lloc, la depreciació d'entre el 40 i el 60 per cent de les distintes monedes respecte el dòlar dels Estats Units entre juliol de 1997 i juliol de 1998, agreujava les dificultats per complir amb les obligacions financeres, en un context on els passius denominats en moneda estrangera de les empreses no estaven coberts a causa de la confiança de les empreses en l'estabilitat secular del tipus de canvi nominal. Finalment, la instrumentació de polítiques monetàries restrictives destinades a evitar depreciacions excessives, a prevenir l'escalada de la inflació i a deturar el procés de fugida de capitals, va precipitar augmentos dels tipus d'interès d'entre 500 i 1.000 punts bàsics.

Com a conseqüència d'aquests factors les empreses van experimentar un increment molt substancial del seu nivell de palanquejament financer, així com de la quantia del seu deute extern expressat en moneda nacional. En aquest sentit, el Banc Mundial (1998a) estimava que, fruit d'aquesta evolució, el grau de palanquejament financer de les empreses va augmentar en un 50 per cent mentre que el valor del deute extern era un 30 per cent superior. Això significava que, en termes mitjans, les empreses havien perdut la meitat dels seus fons propis i que, per a quasi una tercera part les pèrdues excedien el valor d'aquests recursos propis. A més, els moviments dels tipus d'interès i dels tipus de canvi nominal van reduir la rendibilitat dels actius d'aquestes empreses des del +3 per cent al -4 per cent anual.

Gràfica 2.10. Proporció d'empreses en situació de fallida (1998)



Font: Banc Mundial (1998a)

Aquests problemes de liquiditat i solvència es van estendre ràpidament a les empreses de tota la regió. En particular, les empreses no financeres d'Indonèsia va ser les més afectades, seguides

per les de Corea del Sud. Les empreses de Malàisia i Filipines van ser les que es van veure menys afectades mentre que les de Tailàndia se situaven en una posició intermèdia. En aquest sentit, les estimacions del Banc Mundial (1998a) recollides a la gràfica 2.10 sobre la proporció d'empreses amb unes pèrdues superiors als seus fons propis després de la crisi de 1997 revelen que aproximadament les 2/3 parts de les empreses d'Indonèsia es van declarar en bancarrota. A Corea del Sud, abans de la crisi, les empreses estaven molt exposades al risc a causa del seu elevat palanquejament financer i la seva baixa rendibilitat. Per això, la devaluació i l'augment dels tipus d'interès van derivar en una situació en la que el 40 per cent de les empreses del país tenien unes pèrdues superiors als seus fons propis. Les economies de Tailàndia i les Filipines es trobaven en una posició intermèdia: en el cas de Tailàndia un 25 per cent de les empreses del país van entrar en bancarrota mentre que a les Filipines el percentatge era del 15 per cent. Les empreses de Malàisia van patir menys perquè la seva situació de partida era menys compromesa i, en conseqüència, el percentatge d'empreses en bancarrota era només un 5 per cent del total.

1.3. EL PROCÉS DE REESTRUCTURACIÓ DEL SECTOR EMPRESARIAL

Tot i que l'atenció del procés de reestructuració es va centrar en el sector financer era evident que els problemes de liquiditat i solvència de les entitats de crèdit i altres institucions financeres no serien resolts si no s'abordaven els problemes del sector empresarial, perquè les empreses no financeres eren les titulars de la majoria de crèdits que havia intermediat el sistema bancari.

1.3.1. La debilitat de les lleis concursals

La magnitud de la devastació de les empreses no financeres a l'Est d'Àsia, especialment a les economies d'Indonèsia, Corea del Sud, Tailàndia i, en menor mesura, Filipines i Malàisia no tenia precedents en la recent història econòmica. Era imperatiu doncs, solucionar ràpidament les situacions de fallida i de suspensió de pagaments per evitar la liquidació prematura d'empreses i la pèrdua d'informació i de *know-how* que podia suposar la seva desaparició (Stiglitz, 2002). En aquest escenari, el nivell i la naturalesa de l'endeutament així com les llacunes en la legislació van alentir el procés de reestructuració del sector empresarial. Més quan els recursos financers necessaris per escometre aquest procés eren més aviat escassos, donades les dificultats del sistema bancari i la tendència a la baixa que mostraven els mercats borsaris.

Així, una de les dificultats per la restauració de l'activitat econòmica era la debilitat i l'obsolescència de les lleis de suspensió de pagaments i de fallida i la seva administració a la majoria de països de l'Est d'Àsia⁶ (Banc Mundial, 1998a). En conseqüència, els processos legals eren tan costosos, llargs, impredecibles i, en alguns casos, exposats a la influència

⁶ Sense unes lleis concursals que regulin els processos de fallida o suspensió de pagaments d'empreses entre deutors i creditors, pot tardar-se força temps a l'hora d'arribar a un acord de reestructuració dels deutes o de liquidació d'actius i cobrament de deutes.

política i la corrupció que el recurs als tribunals no era massa freqüent. A Indonèsia, per exemple, la majoria d'empreses van deturar el pagament del servei del deute, però poques es van acollir a processos concursals⁷. En el cas de Corea del Sud, els avenços en aquest àmbit van ser molt lents: només un total de 8 conglomerats industrials van recórrer a la llei concursal l'any 1997. Les empreses van continuar funcionant, malgrat la suspensió de pagaments del seu deute, però es va avançar poc en la presentació de plans de viabilitat davant dels jutges. A Tailàndia, la lentitud i els costos d'aquests procediments van configurar una cultura en la que les empreses deixaven de pagar les seves obligacions amb total impunitat.

L'absència d'unes concursals prou desenvolupades alentia la velocitat de la reestructuració financera de les empreses i imposava un cost social en termes d'una menor activitat productiva, que tendia a perllongar la recessió macroeconòmica. Després de la crisi, molts països van intentar modernitzar o reformar les lleis de fallida i suspensió de pagaments i, a més, van endegar processos per enfortir la gestió de les empreses. Així per exemple, a Tailàndia i Indonèsia, les addendes de les lleis de suspensió de pagaments van enfortir la capacitat dels tribunals per procedir a la reorganització –i no tant a la liquidació– d'empreses, per reduir la discrecionalitat dels tribunals i per augmentar la transparència i eficiència dels procediments jurídics (Hinarejos i Varela, 2003). Però en qualsevol cas, desenvolupar les habilitats, coneixements, experiència i credibilitat, així com el respecte a l'esperit de la llei en la seva administració era una tasca que requeria molt de temps.

1.3.2. La reestructuració financera del sector empresarial

La resolució d'una crisi sistèmica com la de l'Est d'Àsia requeria una estratègia conjunta de reestructuració financera del deute extern a curt termini que impliqués a empreses, institucions financeres i Govern⁸. Sense una aproximació coordinada al problema del deute, la negociació descentralitzada cas per cas podria comportar la liquidació de moltes empreses que serien viables en d'altres condicions.

En el cas de Corea del Sud, la normativa empresarial va fer l'endeutament exterior més difícil i, per això, la major part del deute extern a curt termini pertanyia al sector financer. Però a diferència de Tailàndia, més de la meitat d'aquests passius corresponien a entitats de crèdit nacionals i a més existia molta dispersió en la distribució geogràfica dels creditors bancaris.

Amb tot, el reduït nombre de parts implicades va facilitar que, a principis de gener de 1998, els bancs creditors privats internacionals de Japó, Estats Units i Europa acordessin renovar els crèdits interbancaris a curt termini que vencien durant 1998 per valor de 24.000 milions de

⁷ De fet, fins 1998 la llei de fallida es basava en un edicte holandès d'una sola pàgina de 1906 que afavoria la liquidació de les empreses en detriment de la possibilitat d'un acord financer supervisat pels tribunals.

⁸ Els esquemes de renegociació del deute extern de les empreses es van basar en el "*London Approach*", un seguit de principis en virtut dels quals els creditors acorden mantenir les facilitats de crèdit, busquen solucions al marge dels tribunals, treballen junts, comparteixen tota la informació rellevant sobre els deutors i reconeixen la titularitat dels préstecs.

dòlars, mentre negociaven la seva conversió en préstecs a mig termini més manejables. Les garanties que ofería el Govern, com a contrapartida a l'extensió del període de venciment dels seus préstecs amb bancs estrangers, van permetre culminar amb èxit l'acord de reestructuració a finals del mes de març de 1998. Aquest acord, amb 134 bancs creditors de 32 països, va permetre transformar 21.800 milions del deute a curt termini en obligacions a mig termini, la qual cosa suposava una reducció de més del 30 per cent del deute extern a curt termini⁹.

A Indonèsia, la moratòria del deute extern fou molt més complicada, perquè afectava a un gran nombre d'entitats de crèdit, sobretot empreses no financeres nacionals que s'havien endeutat directament amb centenars de bancs estrangers i /o als mercats de deute internacionals. De fet, quasi la meitat del deute extern corresponia a empreses no financeres privades (veure quadre 22.9). El 4 de juny de 1998 les autoritats econòmiques d'Indonèsia van assolir un acord amb una comissió de bancs creditors per reestructurar el deute extern del sector bancari i empresarial. L'acord del deute interbancari implicava una oferta per convertir obligacions a curt, mig i llarg termini que vencien a finals de març de 1999 en nous préstecs en dòlars, plenament garantits pel Banc d'Indonèsia i amb períodes de venciment d'entre 1 i 4 anys referenciats a LIBOR més un diferencial que variava entre els 250 i els 350 punts bàsics. Fruit d'aquestes negociacions a mitjans d'octubre de 1998 s'havien convertit 2.900 milions de dòlars de crèdits interbancaris, un import que si bé era realment significatiu se situava per sota de les estimacions preliminars (FMI, 1998a).

Quant al deute extern de les empreses privades no financeres, l'atomització dels creditors i la diversitat de deutors forçava un procés de reestructuració del deute empresarial en el que cada deutor havia de negociar amb els seus creditors estrangers i nacionals sobre la base d'unes garanties públiques, condicionades a la conversió del deute extern a curt termini en obligacions, amb un període de gràcia de 3 anys i venciment a 8 anys. Aquest esquema de negociació voluntari, arbitrat per una agència estatal i ,més o menys, descentralitzat es va perllongar molt en el temps, tot demorant l'accés dels agents econòmics als mercats financers internacionals.

A Tailàndia, tant els bancs com les empreses no financeres estaven força endeutades amb l'exterior. Per això, el país es va situar en una posició intermèdia perquè ni es va donar un acord de reestructuració com a Corea del Sud ni la distribució de les obligacions feia quasi irresoluble la moratòria del deute extern de les empreses com a d'Indonèsia. En aquest cas, els bancs estrangers establerts a Tailàndia comptaven amb més de la meitat del deute extern privat a curt termini que vencia l'any 1998. Aquests bancs eren, majoritàriament, filials de bancs japonesos

⁹ Les obligacions originals van ser canviades per deute garantit per l'Estat amb període de venciment a 1 any referenciat a LIBOR +2,25% , 2 anys referenciat a LIBOR + 2,5% i 3 anys referenciat a LIBOR + 2,75 per cent. El deute a 1 any representava el 17 per cent del total, el deute a 2 anys el 45 per cent del total i el deute a 3 anys el 38 per cent del total. D'aquesta manera, el deute de Corea del Sud a curt termini va passar dels 61.000 milions de dòlars a finals de març de 1998, a 42.000 milions de dòlars a finals d'abril de 1998.

endeutats amb les seves matrius que estaven disposades a mantenir el seu grau d'exposició en moneda estrangera.

2. Els efectes de la crisi sobre els components de la demanda agregada

El col·lapse de la producció real a la majoria de països era imputable a la contracció de la demanda agregada, associada a la disminució tant de la demanda interna com de la demanda externa. La caiguda de la demanda interna s'explicava a partir d'una disminució considerable del consum privat però, sobretot, per la contracció abrupta de la inversió privada. Paral·lelament, la intensa recessió reduïa la demanda d'importacions de cada país i, aquest extrem, comportava una disminució profunda de les exportacions.

2.1. LA CONTRACCIÓ DEL CONSUM PRIVAT

La contracció de l'activitat productiva i l'augment de l'atur van donar lloc a una caiguda molt significativa i generalitzada de la renda per càpita. Lògicament, aquelles economies que van experimentar una reducció més gran de la seva producció com Indonèsia, Tailàndia, Malàisia, Corea del Sud i, en menor mesura, les Filipines coincideixen amb els països on la disminució de la renda per càpita fou més severa. En aquest sentit, l'any 1998 a Indonèsia, Tailàndia i Malàisia la renda per càpita va caure en més d'un 10 per cent, a Corea del Sud i Hong Kong la contracció se situava entorn al 6,5 per cent mentre que a Filipines i Singapur la reducció fou aproximadament del 3 per cent.

Tot i que el consum a Tailàndia, Indonèsia, Malàisia i Corea del Sud ja havien demostrat una tendència a la desacceleració, l'abrupta reducció de la renda i un context de tipus d'interès elevats, va deprimir la demanda de consum privat entre 1998 i 1999. Malgrat que arreu de l'Est d'Àsia el consum privat va mantenir la seva importància relativa com a percentatge del PIB entorn al 60 per cent, la despesa de les economies domèstiques en béns de consum privat, excepte en el cas de Taiwan, va caure notablement durant l'any 1998 a Corea del Sud (11,7 per cent), Tailàndia (11,5 per cent), Malàisia (10,2 per cent), Hong Kong (7,4 per cent), Indonèsia (6,2 per cent) i Singapur (3,8 per cent). Només a Taiwan i les Filipines la variació del consum privat fou positiva.

Quadre 3.10. Evolució del consum privat als països de l'Est d'Àsia

<i>En percentatge</i>		1996	1997	1998	1999
Corea del Sud	<i>Consum Privat / PIB</i>	55,8	56,3	54,6	56,2
	<i>Variació Consum Privat</i>	7,1	3,5	-11,7	11,0
	<i>Variació PIB per càpita</i>	5,7	4,1	-7,4	10,1
Filipines	<i>Consum Privat / PIB</i>	73,5	72,6	74,3	72,6
	<i>Variació Consum Privat</i>	4,6	5,0	3,4	2,6
	<i>Variació PIB per càpita</i>	3,4	2,9	-2,7	1,2
Indonèsia	<i>Consum Privat / PIB</i>	62,4	61,7	67,8	73,9
	<i>Variació Consum Privat</i>	9,7	7,8	-6,2	4,6
	<i>Variació PIB per càpita</i>	5,9	3,1	-14,4	-0,7
Malàisia	<i>Consum Privat / PIB</i>	46,0	45,3	41,6	41,5
	<i>Variació Consum Privat</i>	6,9	4,3	-10,2	3,3
	<i>Variació PIB per càpita</i>	7,5	4,8	-9,5	3,6
Tailàndia	<i>Consum Privat / PIB</i>	53,8	54,7	54,2	55,9
	<i>Variació Consum Privat</i>	5,8	-1,4	-11,5	4,3
	<i>Variació PIB per càpita</i>	4,8	-2,3	-11,4	3,4
Hong Kong	<i>Consum Privat / PIB</i>	60,6	60,3	60,5	59,7
	<i>Variació Consum Privat</i>	4,7	6,2	-7,4	0,6
	<i>Variació PIB per càpita</i>	-0,1	4,2	-6,0	1,9
Singapur	<i>Consum Privat / PIB</i>	41,1	40,1	39,1	41,1
	<i>Variació Consum Privat</i>	7,6	6,0	-3,8	6,4
	<i>Variació PIB per càpita</i>	3,5	5,1	-3,4	6,1
Taiwan	<i>Consum Privat / PIB</i>	59,1	59,5	60,6	60,5
	<i>Variació Consum Privat</i>	6,5	7,3	6,5	5,4
	<i>Variació PIB per càpita</i>	5,3	5,6	3,7	4,7

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del ADB.

2.2. LA DRAMÀTICA REDUCCIÓ DE LA INVERSIÓ PRIVADA

Tot i que els indicadors ja mostraven una desacceleració de la inversió en capital fix en països com Tailàndia i Corea del Sud entre 1996 i 1997, aquesta tendència es va precipitar arran de la reversió sobtada del flux d'entrada de capitals procedents de l'exterior, doncs en desaparèixer la possibilitat de finançament exterior s'esvaïa dràsticament la disponibilitat de recursos per finançar la inversió nacional¹⁰. L'elevat grau de palanquejament financer de les empreses a la majoria dels països de l'Est d'Àsia va tendir a magnificar, encara més, la restricció de liquiditat que havia provocat la reversió sobtada en el flux net d'entrada de capitals. Així, en un context d'incertesa, la liquidació prematura d'aquests actius per part de companyies amb problemes de liquiditat i solvència va crear un cercle viciós de caiguda permanent de les cotitzacions i de reducció continuada del valor net comptable de cada cop més empreses, fins i tot de les que gaudien d'una posició més sanejada.

¹⁰ Tal com hem assenyalat al capítol anterior per al Banc Mundial (1999), l'any 1996 els dèficits per compte corrent representaven entre el 10-20 per cent de la inversió bruta nacional als cinc països més afectats per la crisi.

Quadre 4.10. Evolució de la inversió privada als països de l'Est d'Àsia

<i>En percentatge</i>		1996	1997	1998	1999
Corea del Sud	<i>Variació Inversió Privada</i>	7,3	-2,2	-21,2	3,7
	<i>Inversió Nacional / PIB (1)</i>	37,9	34,2	21,2	26,7
	<i>Estalvi Nacional / PIB (2)</i>	34,0	33,7	34,4	33,5
	<i>Diferència (1) – (2)</i>	-3,9	-0,6	13,2	6,8
Filipines	<i>Variació Inversió Privada</i>	12,0	11,5	-11,2	-2,3
	<i>Inversió Nacional / PIB (1)</i>	24,0	24,8	20,3	18,8
	<i>Estalvi Nacional / PIB (2)</i>	19,9	19,6	16,7	19,7
	<i>Diferència (1) – (2)</i>	-4,1	-5,2	-3,6	1,0
Indonèsia	<i>Variació Inversió Privada</i>	14,5	8,6	-33,0	-18,2
	<i>Inversió Nacional / PIB (1)</i>	30,7	31,8	16,8	11,4
	<i>Estalvi Nacional / PIB (2)</i>	30,1	31,5	26,5	19,5
	<i>Diferència (1) – (2)</i>	-0,6	-0,3	9,8	8,1
Malàisia	<i>Variació Inversió Privada</i>	8,2	9,2	-43,0	-5,9
	<i>Inversió Nacional / PIB (1)</i>	41,5	43,0	26,7	22,3
	<i>Estalvi Nacional / PIB (2)</i>	42,9	43,9	48,7	47,3
	<i>Diferència (1) – (2)</i>	1,4	0,9	22,0	25,1
Tailàndia	<i>Variació Inversió Privada</i>	7,0	-20,5	-44,3	-3,2
	<i>Inversió Nacional / PIB (1)</i>	41,8	33,7	20,4	20,5
	<i>Estalvi Nacional / PIB (2)</i>	36,5	35,7	35,2	32,9
	<i>Diferència (1) – (2)</i>	-5,3	2,0	14,8	12,4
Hong Kong	<i>Variació Inversió Privada</i>	10,8	12,7	-7,6	-17,5
	<i>Inversió Nacional / PIB (1)</i>	32,1	34,5	29,0	25,0
	<i>Estalvi Nacional / PIB (2)</i>	30,7	31,1	30,1	30,4
	<i>Diferència (1) – (2)</i>	-1,4	-3,4	1,1	5,4
Singapur	<i>Variació Inversió Privada</i>	23,1	9,7	-6,1	-4,0
	<i>Inversió Nacional / PIB (1)</i>	37,1	38,6	33,3	31,9
	<i>Estalvi Nacional / PIB (2)</i>	49,3	50,5	50,8	48,8
	<i>Diferència (1) – (2)</i>	12,3	11,9	17,5	17,0
Taiwan	<i>Variació Inversió Privada</i>	1,7	10,6	8,0	1,8
	<i>Inversió Nacional / PIB (1)</i>	23,2	24,2	24,9	23,4
	<i>Estalvi Nacional / PIB (2)</i>	26,6	26,4	26,0	26,1
	<i>Diferència (1) – (2)</i>	3,4	2,1	1,1	2,8

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del ADB.

En aquest escenari de creixents dificultats financeres, les entitats bancàries –per un problema de “*selecció adversa*”– van començar a restringir el crèdit bancari perquè l'augment de la morositat reduïa les seves ràtios de capitalització, la qual cosa va tendir a empitjorar la manca de liquiditat¹¹. A més, aquesta situació es va veure agreujada pels augments dels tipus d'interès que es van registrar després del contagi de les crisis canviàries arreu de la regió. Com es pot apreciar al quadre 5.10, la *hiperdepreciació* de la moneda nacional feia més onerosos els passius

¹¹ Les estimacions del sistema bancari nacional sobre préstecs no atesos per empreses privades oscil·lava entre el 25-30 per cent del total dels crèdits a Corea del Sud i Tailàndia i del 30-35 per cent a Indonèsia (J.P. Morgan, 1998b). Per altra banda, com es pot observar al quadre 11.10 l'estalvi nacional en percentatge del PIB durant 1998 es va mantenir en nivells similars als dels anys precedents, entorn al 45-50 per cent a Malàisia i Singapur, al 30-35 per cent a Corea del Sud, Tailàndia i Hong Kong i al 26 per cent a Taiwan. Només a les Filipines i Indonèsia va disminuir lleugerament, entre 3 i 4 punts percentuals però, tot i això, la seva importància relativa continuava sent força significativa i se situava en el 26 per cent del PIB a Indonèsia i en el 20 per cent a les Filipines.

denominats en moneda estrangera mentre que uns tipus d'interès més alts incrementaven el cost del servei del deute a curt termini. Una circumstància i altra van contribuir a reduir el *cash-flow* de les empreses i, per extensió, el seu grau de liquiditat financera i solvència econòmica.

Quadre 5.10. Evolució dels tipus d'interès i dels tipus de canvi durant la crisi asiàtica

En percentatge	Tipus d'interès					Tipus de canvi	
	Interbancari a 1 dia		Interbancari a 3 mesos			Màxima depreciació (juliol 97 – març 98)	
	Màxim	Data	Primera meitat 1997	Màxim	Data	Màxim	Data
Hong Kong	100,0	23-oct	5,8	25,0	23-oct	0,0	
Singapur	50,0	23-oct	3,6	10,3	19-des	21,0	12-gen-98
Taiwan	11,5	7-oct	6,1	9,8	7-oct	19,3	12-gen-98
Corea del Sud	27,2	30-des	12,7	25,0	23-des	54,6	23-des-97
Filipines	102,6	6-oct	14,0	85,0	8-oct	41,8	07-gen-98
Indonèsia	300,0	25-agost	13,7	27,7	31-oct	84,3	23-gen-98
Malàisia	50,0	10-jul	7,2	8,8	20-nov	46,3	08-gen-98
Tailàndia	27,4	5-set	13,1	26,0	25-des	55,0	12-gen-98

Font: BIS (1998).

D'aquesta manera, les economies de l'Est d'Àsia van registrar una contracció molt important de la inversió privada, no només per la destrucció de capital físic que comportava la desaparició definitiva de moltes empreses o per la devastació de bona part del sector financer sinó perquè aquelles societats que van arribar a subsistir estaven tan endeutades que la seva capacitat d'inversió, limitada a uns recursos propis devaluats, es va veure reduïda dramàticament (Ripoll, 2002). A més, en un context de recessió econòmica generalitzada, la disposició de les empreses a continuar ampliant la seva capacitat productiva a través d'inversions en maquinària i instal·lacions tècniques era molt limitada –al marge de la capacitat de finançament de les empreses “*supervivents*”–, perquè les expectatives d'unes menors vendes feien poc probable poder col·locar als mercats la major producció associada a aquelles inversions.

Les caigudes més pronunciades de la inversió es van registrar a Tailàndia, Malàisia, Indonèsia i Corea del Sud, països on la ràtio inversió/PIB de l'any 1998 s'havia reduït, aproximadament, a la meitat del valor registrat el 1996. Així, a Tailàndia la formació bruta de capital va situar-se en el 20 per cent del PIB, entorn al 17 per cent del PIB a Indonèsia, de l'ordre del 27 per cent a Malàisia i en el 21 per cent del PIB a Corea del Sud. A les Filipines, Hong Kong i Singapur els efectes de la recessió sobre el nivell d'inversió van ser menors, en gran mesura perquè el

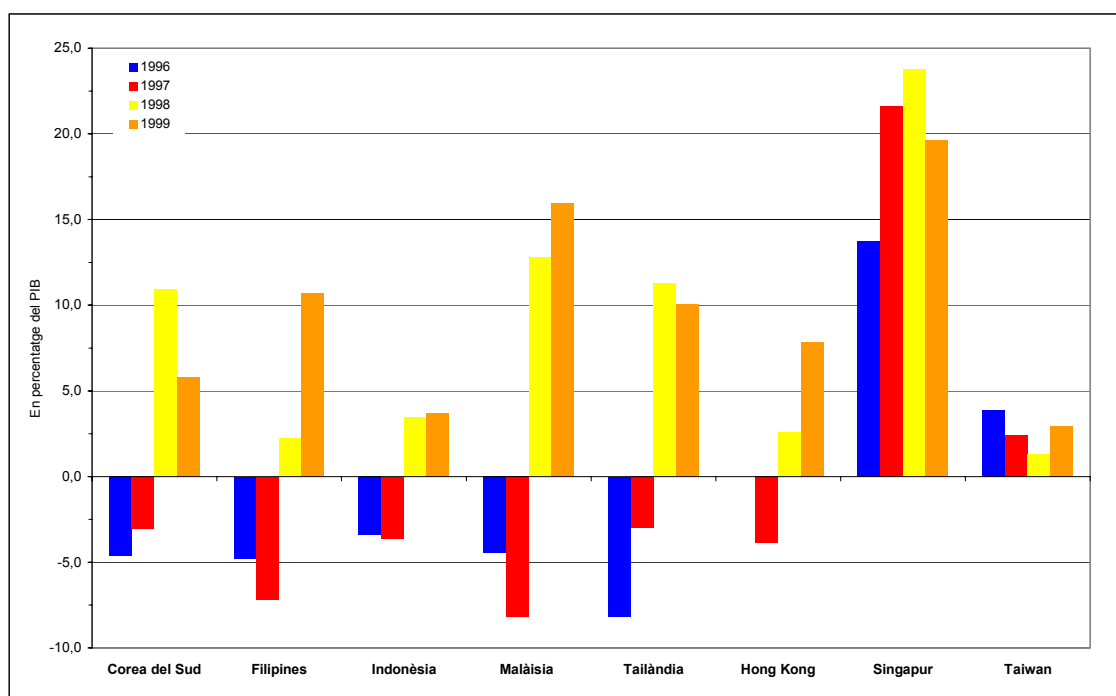
col·lapse de la producció en aquelles economies fou menys intens i, així la formació bruta de capital fix va caure entre un 6 i un 11 per cent en funció del país entre 1997 i 1998. En particular, la inversió privada l'any 1998 suposava el 20 per cent del PIB a les Filipines i més del 30 per cent del PIB a Hong Kong i Singapur. Amb tot, el cas més excepcional és del Taiwan on la inversió es va mantenir estable en el 24 per cent del PIB entre 1996 i 1998.

Paral·lelament, la crisi de l'economia real va anar acompanyada de la disminució de la demanda de béns immobles. La conjunció d'una menor demanda i una oferta creixent va produir correccions espectaculars en els preus de la propietat immobiliària i l'esclat de la "bombolla especulativa". De fet, a principis de setembre de 1998, els preus de les accions expressats en dòlars, a la majoria de les economies, van caure a menys de la meitat del seu valor màxim –assolit l'any 1997–, a mesura que els inversors desfeien les seves operacions als mercats de capitals locals, conseqüència de la disminució accelerada de la seva rendibilitat.

2.3. EL CANVI DE VALOR I SIGNE DEL SALDO DEL COMPTE CORRENT

Amb tot, l'evidència empírica posa de relleu que el fet més contundent de la crisi de l'Est d'Àsia no fou tant la caiguda de la producció sinó més aviat la dimensió sense precedents del canvi en el valor i signe del saldo per compte corrent de la balança de pagaments (Krugman, 1999b).

Gràfica 3.10. Evolució del saldo del compte corrent com a percentatge del PIB a l'Est d'Àsia



Nota: La informació per a Hong Kong relativa a 1996 no disponible.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del IFS del FMI, excepte les dades de Taiwan i Hong Kong que corresponen al ADB.

Com s'il·lustra a la gràfica 3.10, el conjunt de països més afectats per la crisi passaren d'un dèficit per compte corrent mitjà aproximadament del 5% del PIB entre 1996 i 1997 a superàvits l'any 1998, del 12,8 per cent del PIB a Malàisia, de l'11 per cent del PIB a Corea del Sud i Tailàndia, del 3 per cent del PIB a Indonèsia i del 2 per cent del PIB a les Filipines. La situació es va perllongar l'any següent el 1999 quan el superàvit del compte corrent a Malàisia es va situar per sobre del 15 per cent del PIB, en el 10 per cent del PIB a Tailàndia i les Filipines i fou superior al 3,5 per cent del PIB a Corea del Sud i Indonèsia.

Malgrat que la profunda depreciació de la majoria de divises no va afectar en excés a la inflació i, per tant, va donar lloc a una millora de la competitivitat molt notable, les exportacions inicialment van tenir una migrada resposta a la depreciació del tipus de canvi real. Com s'evidencia al quadre 6.10, a principis de 1997, els països de l'Est d'Àsia van continuar registrant una apreciació real significativa, però la tendència es va invertir a partir de 1998, quan el tipus de canvi efectiu real va depreciar-se entre un 25 i un 50 per cent en relació al seu nivell de l'any anterior. Però el guany de competitivitat era menor del que podia esperar-se *a priori*, si tenim en compte que bona part dels països de la regió van experimentar també grans depreciacions que tendien a compensar-se entre sí. Per això, paradoxalment, la depreciació real derivada del col·lapse del tipus de canvi nominal no només no va afectar positivament l'economia real sinó que en quatre dels cinc països afectats per la crisi va tenir un efecte contractiu sobre les exportacions.

Quadre 6.10. Efectes sobre la producció industrial i el tipus de canvi efectiu real de la crisi asiàtica

Variació Percentual respecte el mateix període de l'any anterior	Producció Industrial				Tipus de Canvi Efectiu Real ^a			
	1997		1998		1997		1998	
	Primera meitat	Últims tres mesos	Primer Semestre	Segon Semestre	Primera meitat	Últims tres mesos	Primer Semestre	Segon Semestre
Indonèsia ^b	<i>n.d.</i>	13,2	<i>n.d.</i>	-34,2	-7,0	64,4	259,0	234,3
Corea del Sud	6,4	-7,8	-12,6	1,8	2,9	38,7	48,4	-20,2
Malàisia	11,5	7,8	12,9	8,5	-7,2	29,8	32,7	37,6
Filipines ^c	0,2	19,5	7,7	-8,6	-7,7	28,3	26,9	27,4
Tailàndia ^b	6,0	-13,0	<i>n.d.</i>	9,9	-7,2	35,6	51,0	25,7

Nota: ^{a)} Apreciació real (-), Depreciació real (+).

^{b)} Variació percentual anual.

^{c)} Índex de producció de béns manufacturats.

Font: BIS excepte les dades relatives a l'any 1998 que són d'elaboració pròpia a partir de FMI

Per altra banda, aspectes relacionats amb la fragilitat financera però també diversos factors de caire comercial ajudarien a explicar també la dèbil reacció de les exportacions a la millora de competitivitat.

En primer lloc, un dels elements inhibidors de l'augment de les exportacions tenia molt a veure amb la vulnerabilitat financera de l'economia. Així, la reversió sobtada en el flux net d'entrada de capitals privats va imposar a l'economia una restricció de liquiditat molt significativa. En aquest escenari, els elevats nivells de palanquejament financer a curt termini –com en el cas de Corea del Sud i Malàisia– o l'endeutament excessiu en dòlars dels Estats Units –com en el cas d'Indonèsia i Tailàndia– van precipitar un ajust abrupte i sobtat de la despesa, tan bon punt la pràctica d'una política monetària restrictiva, la “hiperdepreciació” de les monedes nacionals i la deflació dels preus dels actius reals i financers van provocar problemes de liquiditat i solvència en empreses i famílies. De fet, la fallida de moltes empreses financeres i no financeres va desmantellar una part significativa del teixit productiu, tot condicionant la capacitat de resposta de les distintes economies a la major demanda d'exportacions que es podria esperar de la millora de la competitivitat associada a la devaluació de les monedes nacionals¹². Per això, a pesar de l'impuls que suposaven unes depreciacions reals de l'ordre del 40 per cent a Tailàndia, del 57 per cent a Corea del Sud, 46 per cent a les Filipines i 55 per cent a Malàisia entre juliol de 1997 i juliol de 1998, les economies de l'Est d'Àsia no van poder atendre la major demanda d'exportacions associada a aquelles depreciacions.

Des d'aquesta perspectiva l'extremada vulnerabilitat financera de les economies de l'Est d'Àsia va anul·lar, inicialment, el paper del tipus de canvi com a mecanisme d'ajust dels dèficits exteriors i de reactivació de l'activitat productiva. De fet, la devaluació es va traduir en una disminució dràstica de la demanda agregada i un canvi abrupte en el saldo del compte corrent de la balança de pagaments, des d'un dèficit fins a un superàvit, que van acabar afectant molt negativament l'activitat econòmica del país perquè, en un context de reversió en el flux d'entrades de capitals, les importacions i a la demanda interna van haver de suportar la càrrega de la correcció del dèficit extern.

En segon lloc, la dèbil reacció de la producció de béns comerciàbles reflectia, també, la importància del comerç intraregional a l'Est d'Àsia. Per una banda, Japó constituïa el principal mercat d'exportació per a la majoria de les economies de la zona amb l'excepció de Hong Kong i Singapur. Així, les exportacions de Japó representaven aproximadament entre un 25 i un 33 per cent del total d'exportacions d'Indonèsia, Corea del Sud, Malàisia i Tailàndia. Per això la renovada debilitat exhibida per l'economia japonesa¹³ entre 1997 i 1998 va reduir les

¹² Segons Diman i Hoekman (1998) una depreciació del 40 per cent hauria d'haver augmentat el volum d'exportacions a Tailàndia, Indonèsia, Malàisia, Filipines i Corea del Sud entre un 20-30 per cent, d'acord amb les elasticitats d'exportació d'aquests països.

¹³ A començaments de 1996 semblava que l'economia japonesa s'estava recuperant després de cinc anys de creixement pràcticament nul, però la decisió d'augmentar els impostos que gravaven el consum durant el mes de març de 1997 va introduir al país en una nova dinàmica recessiva que es va perllongar durant tot l'any 1998.

importacions procedents d'altres països asiàtics en un 6 per cent durant els tres últims mesos de 1997¹⁴.

Per altra banda, el Banc Mundial usant dades de Nacions Unides mostra com l'any 1996 aproximadament el 50 per cent de les exportacions dels països de l'Est d'Àsia era de caràcter intraregional. Així, per exemple Malàisia i Tailàndia tenien a Singapur com a primer o segon mercat d'exportació, país al qual anaven a parar el 14 i el 20 per cent de les seves exportacions, respectivament. Corea del Sud destinava el 20 per cent de les seves vendes a l'exterior a l'Est d'Àsia –sense incloure a Xina–. El principal client comercial d'Indonèsia després de Japó era Singapur i Corea del Sud. Només a les Filipines la dependència del comerç intraregional era poc rellevant, doncs no superava el 23 per cent del total. Aquesta circumstància evidencia que les indústries d'exportació de la regió eren extremadament dependents de les importacions –sobre tot béns intermedis– d'altres països de la zona.

Davant la importància del comerç intraregional a l'Est d'Àsia, la recessió econòmica derivada de la crisi financera i canviària es va traduir en una disminució molt pronunciada de les importacions dels diferents països que, alhora constituïen una menor demanda d'exportacions per a d'altres països. Aquesta dinàmica introduïa a les economies de la zona en un procés circular pervers que tendia a retroalimentar-se. La contracció del volum d'exportacions intraregionals fou del 5 per cent mentre que la demanda d'importacions durant 1998 va caure en més d'un 25 per cent a Tailàndia, Indonèsia, Malàisia i Corea del Sud, i també a Japó.

Quadre 7.10. Evolució del comerç exterior a l'Est d'Àsia (1997-98)

	<i>Creixement de les Exportacions</i>			<i>Creixement de les Importacions</i>			<i>Variació de la balança comercial de 1998, en % percentatge del nivell mitjà de comerç</i>
	<i>Mitjana 1990-96</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>Mitjana 1990-96</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	
	<i>En percentatge</i>						
Corea del Sud	11,3	5,0	-2,2	14,1	-3,8	-35,5	42,7
Filipines	15,1	22,9	16,3	17,6	12,0	-16,4	33,7
Indonèsia	12,3	7,3	-8,8	15,0	-2,9	-34,4	25,4
Malàisia	17,8	0,7	-6,8	20,1	0,8	-25,8	22,7
Tailàndia	16,0	3,3	-5,8	16,3	-13,1	-31,6	34,0
Hong Kong	13,9	4,1	-7,5	15,7	5,1	-11,5	5,6
Singapur	16,1	0,0	-12,0	15,1	0,8	-21,4	12,3
Taiwan	7,9	5,3	-9,3	10,2	11,8	-8,4	-1,6

Nota: ⁹⁾ Mitjana de les exportacions i de les importacions de mercaderies.

Font: BIS a partir de dades del FMI, del IFI i dades nacionals.

En absència d'una resposta adequada de les exportacions i davant la impossibilitat de finançar-se als mercats de capitals internacionals, les importacions de béns de consum i, especialment, de

¹⁴ L'experiència de la crisi mexicana de 1994 fou bastant diferent en aquest sentit. El creixement de la producció real als Estats Units durant 1995 va accentuar l'expansió de les seves importacions i, d'aquesta manera, la major demanda d'exportacions mexicanes procedents dels Estats Units va erigir-se en el motor de la recuperació de l'economia de Mèxic després de la crisi de 1994.

béns de capital van haver de reduir-se de manera dràstica per ajustar el dèficit per compte corrent a les noves possibilitats de finançament. El quadre 7.10 posa de manifest la compressió que va experimentar la demanda d'importacions a la majoria de les economies asiàtiques, i que va superar el 30 per cent a Indonèsia, Corea del Sud i Tailàndia. A la resta de països les Filipines, Hong Kong, Singapur i Taiwan la caiguda de les compres a l'exterior fou menys pronunciada.

3. Inflació i depreciació nominal

Un altre dels elements sorprenents de la crisi de l'Est d'Àsia fou la dèbil reacció de la inflació a la depreciació dels tipus de canvi nominals. Malgrat el seu increment a començaments de 1998, la inflació dels preus dels béns de consum als països asiàtics més afectats per la crisi, en general, no va reaccionar excessivament davant la depreciació de les distintes monedes. A Malàisia, Corea del Sud, Tailàndia i les Filipines, les monedes nacionals es van depreciar aproximadament un 60 per cent entre mitjans de 1997 i mitjans de 1998, però la inflació només va augmentar com a màxim a un 10 per cent a cadascun d'aquests països. Fins i tot, a Indonèsia –el país on la variació de l'IPC fou amb diferència la més important, 68,7 per cent–, l'augment de la inflació va resultar significativament menor a la taxa de depreciació.

Quadre 8.10. Inflació, tipus de canvi nominal i grau de translació

	<i>Tipus de canvi^a</i>	<i>Preus al major</i>	<i>IPC</i>	<i>Grau de Translació^b</i>
	<i>Variació percentual</i>		<i>En percentatge</i>	
Corea del Sud				
<i>juliol 1996 – juliol 1997</i>	9,6	3,4	3,7	
<i>juliol 1997 – juliol 1998</i>	45,3	12,8	7,3	16,1
Indonèsia				
<i>juliol 1996 – juliol 1997</i>	7,3	3,1	5,4	
<i>juliol 1997 – juliol 1998</i>	454,4	102,4	68,7	15,1
Filipines				
<i>juliol 1996 – juliol 1997</i>	5,6	2,8	5,8	
<i>juliol 1997 – juliol 1998</i>	51,0	13,0	10,7	21,0
Tailàndia				
<i>juliol 1996 – juliol 1997</i>	19,6	1,2	5,1	
<i>juliol 1997 – juliol 1998</i>	59,8	17,9	10,7	17,9
Malàisia				
<i>juliol 1996 – juliol 1997</i>	3,4	-0,7	2,4	
<i>juliol 1997 – juliol 1998</i>	61,5	16,9	5,8	9,4
Mèxic				
<i>novembre 1993 – novembre 1994</i>	9,1	7,8	7,1	
<i>novembre 1994 – novembre 1995</i>	122,5	58,1	52,0	42,4

Nota: ^{a)}Tipus de canvi bilateral respecte el dòlar dels Estats Units.

^{b)}Quocient entre la variació del IPC i la variació del tipus de canvi nominal.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades IFS del FMI.

En conseqüència, i tal i com queda palès al quadre 8.10, es desprèn que els graus de translació (*exchange rate pass-through*) més elevats de les variacions del tipus de canvi als preus dels béns de consum, entre juliol de 1997 i juliol de 1998, no superaven el 25 per cent a Filipines i Tailàndia, i eren fins i tot menors a Corea del Sud, Indonèsia i Malàisia¹⁵.

L'escassa repercussió de la devaluació sobre el nivell de preus era imputable a diversos factors com la debilitat de la demanda agregada, la flexibilitat dels costos laborals, les pressions a la baixa sobre els preus associades a la presència de grans existències de béns elaborats i no venuts o de la deflació dels preus de la propietat immobiliària.

La correcció dels preus dels béns immobles però sobretot la severa disminució de la demanda interna a l'Est d'Àsia van constituir dos dels arguments principals a l'hora d'explicar la reacció limitada dels preus a les depreciacions de les monedes nacionals. A més, donada la capacitat ociosa que presentaven molts sectors productius, la futura recuperació de la demanda només podia implicar increments de preus a mig i llarg termini.

En aquest sentit, l'evidència de com la insuficiència de demanda interna va compensar el creixement potencial de la inflació podria venir determinat per la diferència entre el creixement dels preus al major –una referència de l'evolució dels preus dels béns comerciàbles– i el dels preus dels béns de consum. Com assenyala l'informe anual del BIS (1998), aquesta diferència mostraria la tendència dels preus dels béns no comerciàbles. Com es pot comprovar al quadre 8.10, els preus al major reflectien en major mesura l'alça del tipus de canvi. Des d'aquesta perspectiva, les xifres suggeririen una gran contenció dels preus als sectors que elaboraven productes no comerciàbles¹⁶.

Un altre element important a l'hora de justificar l'escàs grau de translació seria la tradicional aversió a la inflació que existia a l'Est d'Àsia, un sentiment comprensible donades les bosses de pobresa i l'absència de xarxes de seguretat social. Els ajustos inicials a la crisi als mercats laborals van ser molt ràpids, absorbint part de la potencial translació de la depreciació a preus. Així per exemple, a Tailàndia els increments dels salaris mínims previstos es van ajornar mentre que a Indonèsia es van congelar. Fins i tot als països amb uns sindicats forts, com Corea del Sud, es van implementar mesures per ampliar la flexibilitat dels mercats laborals com la supressió de les primes salarials i la reducció dels salaris en sectors claus.

¹⁵ Aquest modest grau de translació a Àsia és similar a l'experimentat a Espanya, Itàlia, Regne Unit i Suècia durant la "tempesta monetària" del SME. Però contrasta amb el grau de translació aproximadament del 40 per cent que es va registrar a Mèxic el 1995. Aquest diferent grau de translació es correspon amb un estudi publicat al 67 Informe Anual del BIS on s'aportava evidència sobre el fet que la resposta inflacionista a una depreciació efectiva a Àsia havia estat tradicionalment restringit, mentre que a Amèrica Llatina les devaluacions del tipus de canvi normalment contribuïen a increments significatius de la inflació.

¹⁶ Malgrat tot, les dades relatives a la inflació dels preus dels béns de consum no són un indicador del tot fiable sobre la pressió de la inflació als països de l'Est asiàtic. En particular, la cistella de béns i serveis sobre la que es basen els càlculs no és sempre representativa de les característiques de consum de les persones. A més, el preu de determinats productes estaven administrats per l'Estat i per tant no sempre recollien els canvis en les condicions dels mercats.

C. Les respostes de la política econòmica a la crisi de 1997

Quan la crisi va esclatar a Tailàndia al mes de juny de 1997, la majoria de països de la regió no estaven en condicions d'administrar una política ferma i creïble per contrarestar els efectes d'una crisi canviària i financera. La debilitat del sector financer va restringir l'ús dels tipus d'interès com a instrument per dissuadir l'especulació però, alhora, la importància del deute extern denominat en moneda estrangera invalidava la devaluació com a mecanisme d'ajust pels costos extremadament elevats que imposava.

Malgrat aquests condicionants, la resposta de la política econòmica als països de l'Est d'Àsia després dels atacs especulatius i la renúncia a la defensa dels règims canviaris va girar entorn a tres eixos bàsics: l'administració de polítiques monetàries i fiscals de caire restrictiu, el proveïment de liquiditat als sistemes financers i la reestructuració dels sistemes bancaris nacionals. A Indonèsia, Tailàndia, Corea del Sud i, en menor mesura, les Filipines la principal responsabilitat en la gestió de la crisi asiàtica va recaure en el FMI. A Malàisia, les autoritats econòmiques van prescindir de les recomanacions del FMI i van optar per polítiques fiscals i monetàries menys restrictives, l'establiment de controls de capitals i la capitalització de les empreses financeres i no financeres nacionals.

1. La instrumentació de la política macroeconòmica

La resposta a la crisi financera i canviària plantejava als governs un dilema de política econòmica quasi irresoluble. La defensa del tipus de canvi requeria un augment dels tipus d'interès de gran magnitud que desincentivés l'especulació contra la moneda nacional. Però uns tipus d'interès massa alts, tanmateix, podien causar seriosos problemes financers a les empreses del país força palanquejades, conduint a situacions de fallida i al risc d'un col·lapse sistèmic.

A Tailàndia, Indonèsia, Corea del Sud i les Filipines la gestió de la política macroeconòmica quedava emmarcada en la "*condicionalitat*" del FMI. En aquest sentit, l'estratègia del FMI –en consonància amb les pràctiques habituals de la institució– es concentrava en la gestió de la política macroeconòmica, el principal component de la qual era l'execució d'una política monetària més restrictiva. Paral·lelament, tot i que en menor mesura, els programes d'ajust macroeconòmic del FMI recomanaven la instrumentació d'una política fiscal restrictiva per ajudar a corregir els dèficits del compte corrent de la balança de pagaments, però també per recaptar els fons que podrien ser necessaris a l'hora de finançar els rescats d'uns sistemes bancaris molt debilitats.

Malàisia no va recórrer als préstecs del FMI, però la seva reacció en matèria de política econòmica no va diferir en excés a la de la resta de països. Amb tot, en les mesures instrumentades podia observar-se una barreja d'accions que tractaven d'evitar desequilibris

macroeconòmics importants, amb d'altres mesures més intervencionistes com els controls de canvis i la imposició de controls de capitals (Hinarejos i Varela, 2003).

A Hong Kong, Singapur i Taiwan, les economies menys afectades per la crisi, també la política de tipus d'interès alts esdevenia l'eix d'una política monetària que perseguia defensar el tipus de canvi i frenar el flux de sortida de capitals cap a l'exterior.

1.1. LA GESTIÓ DE LA POLÍTICA MONETÀRIA I CANVIÀRIA

La instrumentació de la política monetària en resposta a la crisi de 1997 presentava un seguit de trets comuns en els països més afectats. Primer, els països van abandonar el sistema canviari tan aviat com les seves monedes es van veure atacades. Segon, a Indonèsia, Corea del Sud, les Filipines i Tailàndia les polítiques es van formular en el context dels programes del FMI que eren suportats per crèdits oficials. Una tercera característica fou –a diferència de la crisi mexicana de 1994– la poca efectivitat que van tenir, inicialment, les mesures adoptades per reduir la pressió sobre les distintes divises o per restablir la confiança dels inversors. Aquesta darrera consideració era aplicable tant a la relació de països que van administrar les seves polítiques seguint les recomanacions del FMI: Tailàndia, Indonèsia, Corea del Sud i Filipines com, en menor mesura però també, a Malàisia on es va prescindir dels dictàmens del FMI.

1.1.1. El dilema de la política monetària

Una de les claus per entendre els diferents episodis de devaluacions del tercer i quart trimestre de 1997 és l'administració de la política monetària, just abans de la crisi i després de la primera ronda de depreciacions.

A partir de 1996, l'alentiment del creixement de l'activitat productiva –a causa de diverses pertorbacions internes i externes– va provocar un seguit de problemes de liquiditat en les empreses més palanquejades que dificultaren el pagament puntual dels seus deutes a Tailàndia, Indonèsia i Corea del Sud.

Com a conseqüència d'aquestes dificultats financeres, els Governes es van embarcar en una política de compensació de les males inversions. Així, des del mes de desembre de 1996 el Banc de Tailàndia va dur a terme diverses injeccions de liquiditat en suport de bancs comercials i altres institucions financeres que van fer que, en sis mesos, el crèdit del banc central a aquestes entitats es multipliqués per quatre. A Indonèsia i a Corea del Sud el crèdit del banc central també va augmentar considerablement¹⁷.

¹⁷ És una pràctica habitual dels bancs centrals proveir préstecs a curt termini a l'hora d'assistir els problemes de liquiditat del sistema bancari. El problema és distingir entre els préstecs que poden estar justificats com una mesura conjuntural de concessió de liquiditat a bancs solvents i els préstecs que són un intent inconsistent per salvar bancs completament insolvents.

Aquestes intervencions com a prestamista d'última instància suposaven, en essència, una fórmula de creació d'oferta monetària. A més, la política de compensació o *bail-out* de "*males inversions*" per part de l'Estat generava un estoc de passius públics contingents molt significatiu que podia erigir-se en un traveser seriós per als equilibris pressupostaris futurs. Aquesta pràctica avalava la hipòtesi de Corsetti, Penseti i Roubini (1998), segons la qual el major dèficit públic acabaria comportant, a curt termini, una caiguda de l'activitat productiva derivada del necessari ajust estructural que comportava la pràctica de polítiques fiscals restrictives. Aleshores, en la lògica dels agents financers, la conjunció en futur immediat d'un major dèficit amb unes menors taxes de creixement creava expectatives de monetització parcial del dèficit fiscal o, en el seu defecte del major deute públic futur. I justament per això, els mercats de divises preveïent una expansió del crèdit intern que, en un context de tipus de canvi fix, obligaria a la dotació de reserves de divises a suportar totalment la càrrega de l'ajust, anticipaven avui uns esdeveniments de futur i, aquest extrem, introduïa pressions creixents als mercats de divises per tal que les diferents divises es depreciessin¹⁸.

Radelet i Sachs (1998b) destaquen que, malgrat l'aparició d'aquests primers símptomes de problemes financers i malgrat la major volatilitat als mercats de divises, els tipus d'interès es van mantenir invariables perquè, tot i que la defensa d'una paritat determinada constituïa l'objectiu central de la política canviària, existien reticències a modificar la política monetària acomodaticia que s'havia seguit durant molt de temps. Amb tot, a mesura que la inestabilitat dels mercats de divises anava en augment, a causa de les notícies sobre les dificultats d'algunes entitats financeres, les autoritats econòmiques de la regió van haver de fer front a un gran dilema: apujar o no apujar els tipus d'interès.

Davant aquesta disjuntiva, i tal com plantegen els models de "*segona generació*", l'elevació dels tipus d'interès necessària per mantenir estable una paritat determinada i restablir la confiança en la moneda nacional tenia el cost d'accentuar la tendència recessiva de l'economia, a més de comprometre la liquiditat i solvència de les empreses financeres i no financeres més palanquejades a curt termini. De fet, Mishkin (1999) assenyala que la possible alça dels tipus d'interès, lluny de millorar les expectatives i apaivagar les tensions als mercats de divises, podia acabar desfermant una situació de "*pànic financer*" financer.

¹⁸ La capacitat d'un banc central per mantenir el seu compromís amb el sistema canviari es veu qüestionada quan monetitza els seus ajuts al sistema bancari. Per altra banda, l'existència d'un sistema bancari fràgil redueix el marge de maniobra del banc central a l'hora d'elevat els tipus d'interès o per adoptar altres accions amb les que defensar la paritat canviària. D'aquesta manera, es pot afirmar que la crisi bancària i la crisi financera van precipitar la crisi canviària posterior (Kaminsky i Reinhart, 1999; Calvo i Mendoza, 2000).

1.1.2. Els moviments dels tipus d'interès

Per això, la primera reacció davant els forts atacs especulatius primer a Tailàndia i, posteriorment, a les Filipines, Indonèsia i Malàisia fou defensar les paritats fixades mitjançant intervencions als mercats de divises, tot evitant una contracció monetària significativa i una alça important dels tipus d'interès. De fet, les autoritats econòmiques només es van decidir a apujar els tipus d'interès després del quasi exhauriment de les reserves internacionals, i sempre per frenar l'espiral de deprecacions, limitar les pressions inflacionistes que se'n derivaven i restablir el flux d'entrada de capitals.

La lògica d'una alça dels tipus d'interès nacionals –defensada aferrissadament pels programes d'ajust del FMI– es basava en què l'augment de la rendibilitat d'una inversió en moneda nacional associada a uns tipus més alts podia restablir la confiança dels agents financers i frenar la sortida de capitals (FMI, 1998b).

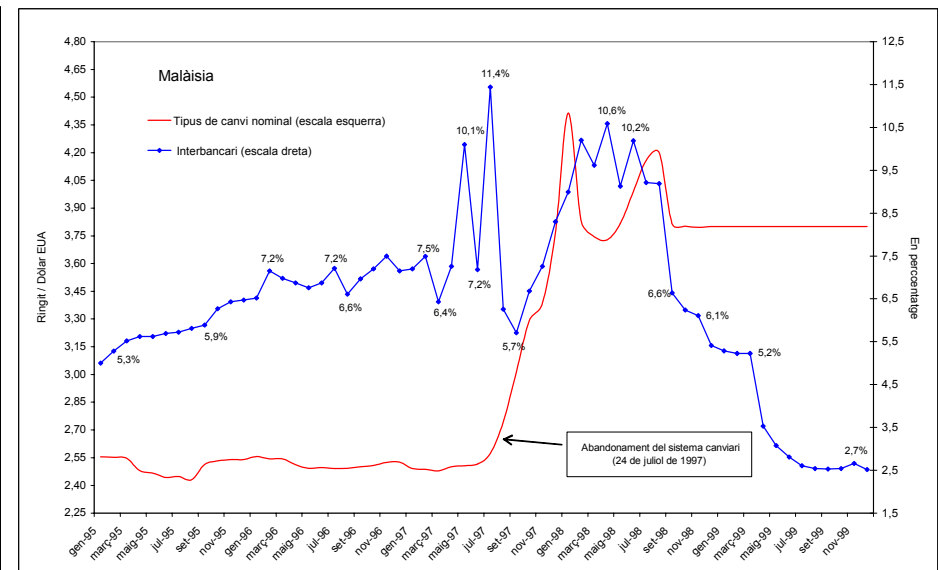
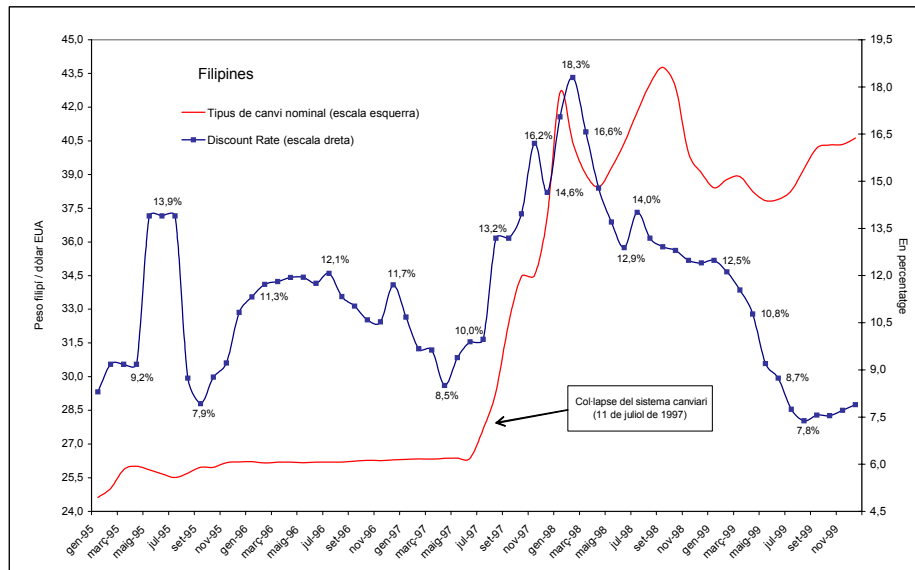
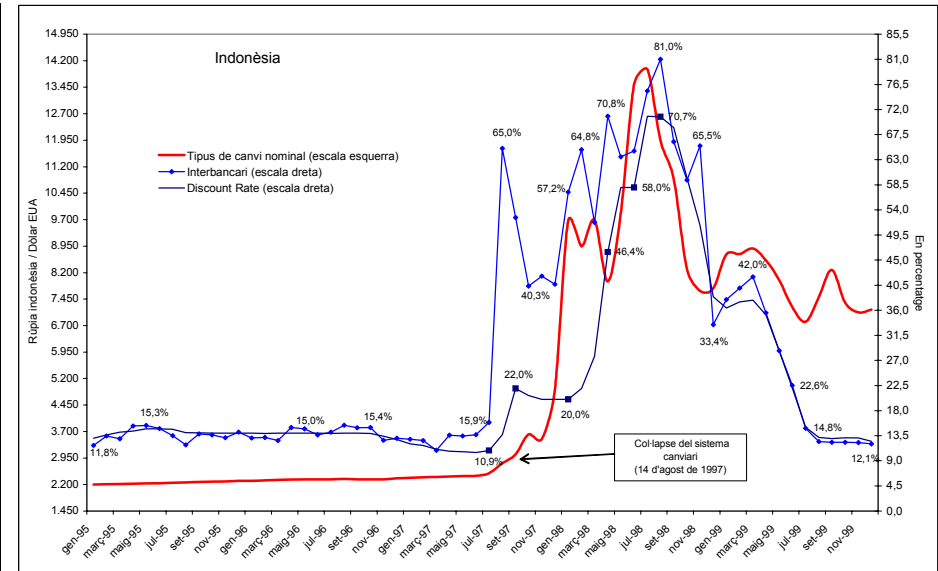
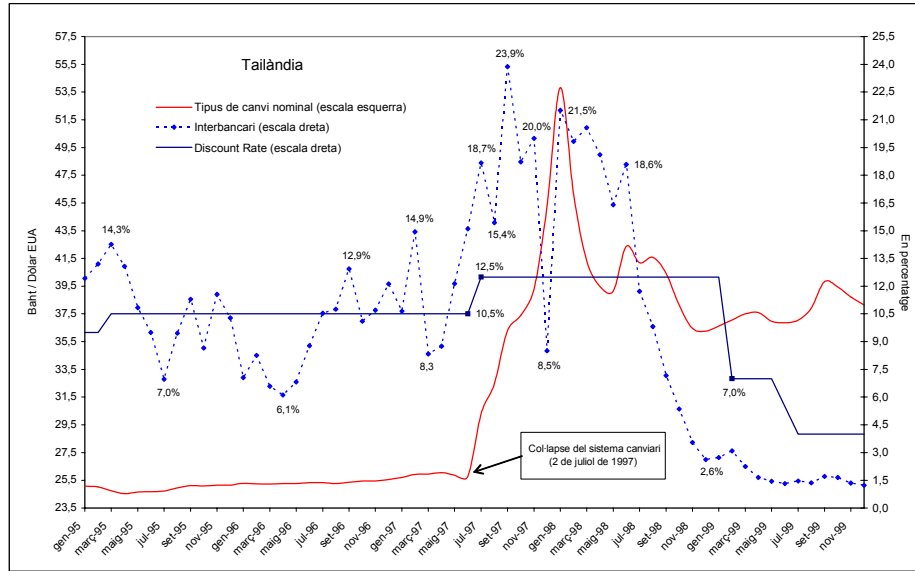
Però els costos potencials que podia causar aquesta política sobre unes empreses molt endeutades a curt termini, generaven dubtes sobre la voluntat del Govern a l'hora de mantenir en el temps el nivell de tipus d'interès necessari per defensar el tipus de canvi i contenir les pressions dels mercats de divises¹⁹.

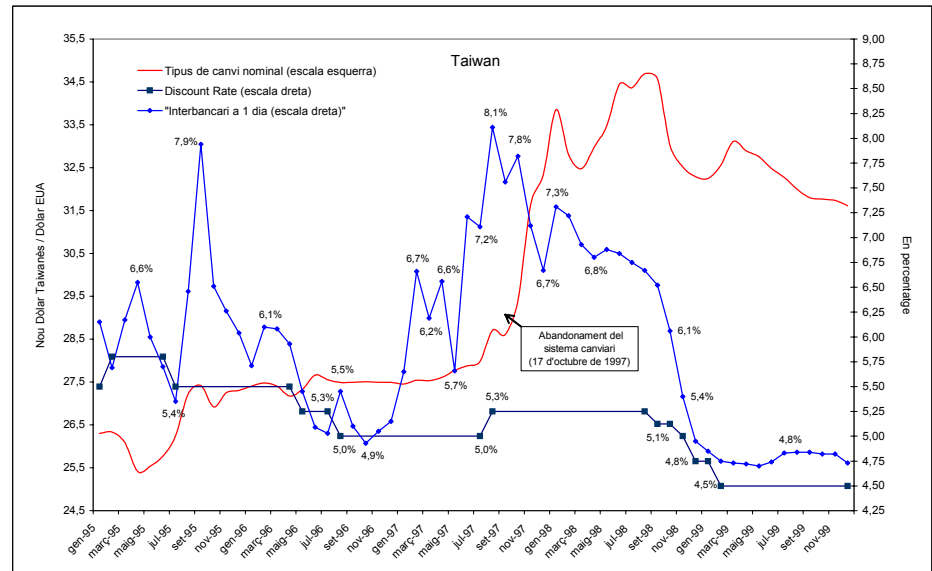
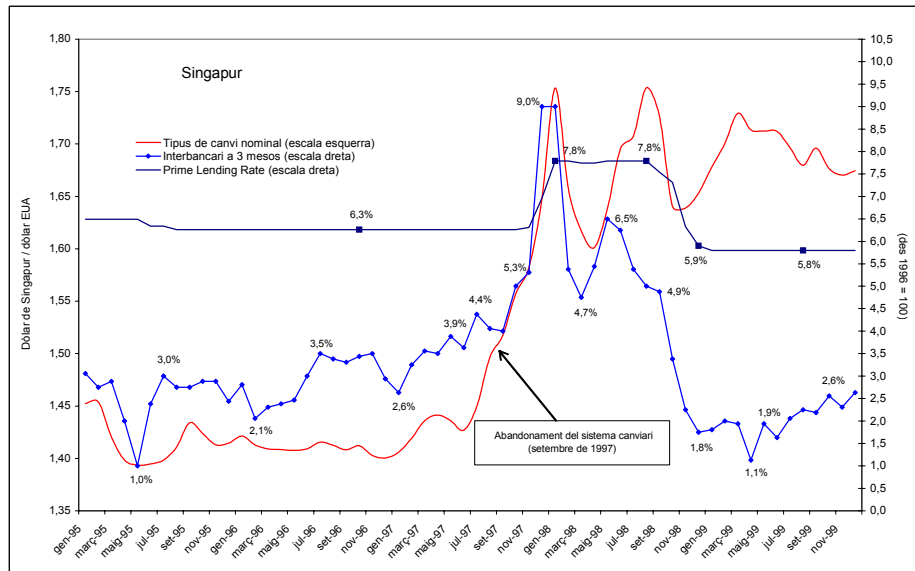
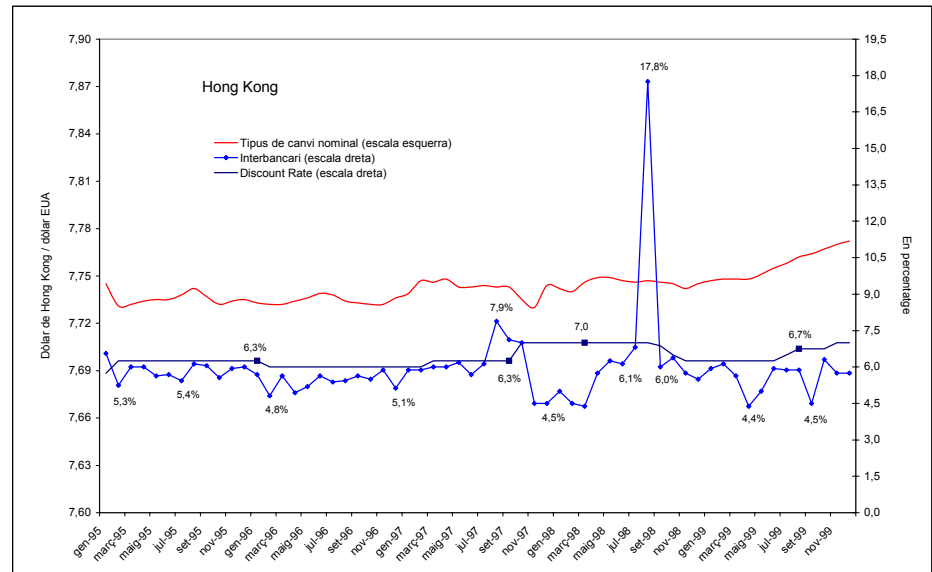
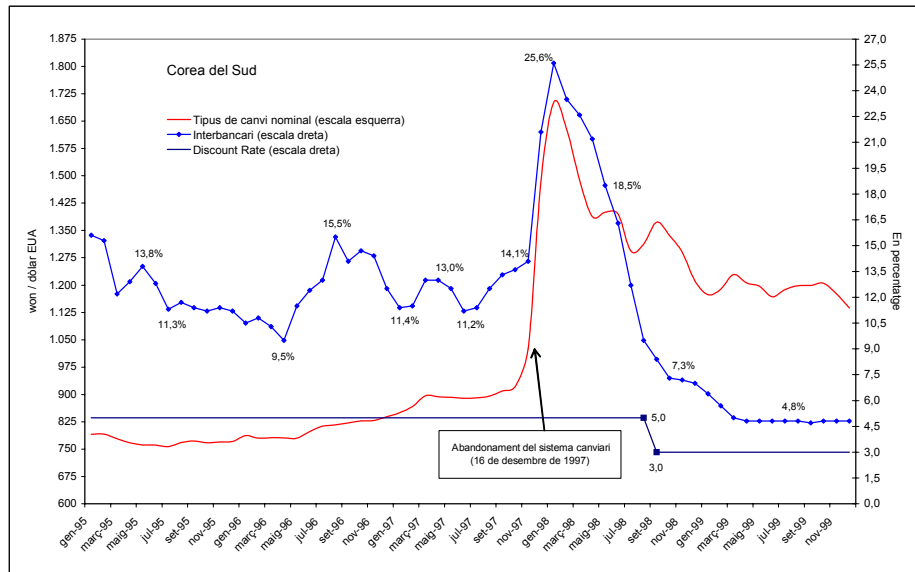
Malgrat aquesta descripció genèrica, la determinació amb què va ser aplicada la política monetària restrictiva variava d'uns països a uns altres de manera significativa, tot reflectint el grau de temor de les autoritats econòmiques a agreujar, a través d'elevació dels tipus d'interès, les dificultats financeres de les distintes empreses i institucions.

En el cas de Tailàndia, quan les tensions dels mercats de divises es van intensificar a mitjans de 1997, el banc central va intervenir massivament als mercats *spot* i *forward*, però va resistir-se en principi a les pressions per elevar els tipus d'interès. Amb el col·lapse del règim canviari, els tipus d'interès dels mercats monetaris van augmentar en termes mitjans del 15,1 al 18,7 per cent anual en un mes. En particular, interbancari a 1 dia va situar-se en el 20 per cent durant el mes de juliol de 1997. A començaments del mes d'agost els tipus d'interès dels mercats monetaris es van reduir fins el 15,4 per cent, però només de manera transitòria, perquè el 5 de setembre l'interbancari a 1 dia va assolir un valor màxim del 27 per cent. A partir d'aquí, els tipus d'interès dels mercats monetaris van seguir una evolució a la baixa fins a situar-se en el 8,5 per cent a finals d'any. Paral·lelament, el tipus de descompte del banc central va augmentar en 200 punts bàsics entre juny i juliol de 1997 i es va mantenir en el 12,5 per cent fins gener de 1999, quan la cotització del *baht* semblava que començava a estabilitzar-se.

¹⁹ De fet, cap al mes de juny de 1998 els tipus d'interès es van situar per sota del nivell que tenien abans de la crisi –excepte en el cas d'Indonèsia–.

Gràfica 4.10. Evolució dels tipus d'interès i del tipus de canvi nominal





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

A les Filipines, el *Banco Sentral* en resposta a les tensions dels mercats de divises va decidir, com a mesura prudencial, situar el tipus de descompte en el 10 per cent a finals de juny de 1997, la qual cosa significava un augment de 150 punts bàsics respecte el valor del mes d'abril. L'autoritat monetària va respondre tímidament als atacs especulatius que van desfermar-se després del col·lapse del *baht* de Tailàndia, a principis del mes de juliol i, tal vegada per això, el tipus de canvi del *peso filipí* en relació al dòlar dels Estats Units va “*sobreaccionar*”. El banc central va voler evitar els efectes inflacionistes derivats de l'*overshooting* del tipus de canvi i va respondre elevat el tipus de descompte mitjà fins al 13,2 per cent anual, a finals del mes d'agost, i en 300 punts bàsics més entre agost i novembre de 1997.

En aquest cas, l'interbancari a 1 dia va registrar un valor màxim del 102,6 per cent durant el mes d'octubre. Aquesta escalada dels tipus d'interès es va perllongar fins el mes de febrer de 1998, data en la que el tipus de descompte mitjà va assolir un valor màxim del 18,3 per cent. A partir d'aleshores, es va començar a invertir el signe de la política monetària per mitigar la contracció de l'activitat productiva, i a la vista de l'escàs augment de la inflació. Així, al setembre de 1998 el tipus de descompte mitjà del banc central se situava en el 12,9 per cent anual.

Davant les pressions especulatives que es van desfermar contra la *rupia*, el Banc d'Indonèsia va elevar, entre juliol i agost de 1997, el tipus de descompte del 10,9 per cent al 22 per cent. Com a conseqüència d'aquesta acció els tipus d'interès mitjans dels mercats interbancaris van augmentar fins al 65 per cent a finals del mes d'agost. En un principi, aquesta actuació va semblar contenir la depreciació de la moneda nacional després de l'abandonament del sistema canviari el 14 d'agost de 1997 i, en conseqüència, el banc central va rebaixar lleugerament els tipus de descompte, del 22 al 20 per cent entre setembre de 1997 i gener 1998. Però la crisi del sistema bancari nacional unida a la depreciació de les divises d'altres països de la regió va accentuar les pressions especulatives als mercats de divises a principis de 1998. En aquest escenari, el banc central per evitar, novament, una depreciació excessiva de la *rupia* respecte el dòlar dels Estats Units va incrementar successivament els tipus d'intervenció del 20 per cent de gener de 1998 al 46,4 per cent al mes d'abril i, des d'allí al 70,7 per cent a finals del mes d'agost de 1998. En paral·lel, els tipus d'interès mitjans del mercat monetari van remuntar-se fins el 81 per cent durant aquell mes, en particular l'interbancari a 1 dia va assolir un valor màxim del 300 per cent. A partir del mes de juliol de 1998, la *rupia* va començar a apreciar-se respecte el dòlar dels Estats Units i en resposta a aquest canvi de tendència, el banc central va començar a relaxar les condicions del mercat monetari i a rebaixar progressivament els tipus de descompte. A finals de 1998, el nivell dels tipus d'interès s'havia reduït al 33,4 per cent.

La reacció inicial de Malàisia a l'hora de defensar el tipus de canvi fou apujar els tipus d'interès i així evitar una depreciació excessiva del *ringgit*. D'aquesta manera, els tipus d'interès mitjans als mercats monetaris van elevar-se del 7,2 per cent anual a finals de juny de 1997 a l'11,4 per cent durant el mes de juliol d'aquell any. Però aquests augments dels tipus d'interès no es van mantenir en el temps perquè les autoritats econòmiques consideraven que la defensa d'una paritat determinada, en un context de lliure circulació de capitals i a través de l'elevació dels tipus d'interès, resultava infructuosa i podria causar greus perjudicis sobre el funcionament de l'economia real. Per això, al cap d'un mes es va canviar l'orientació de la política monetària en benefici d'uns tipus d'interès més baixos i a costa d'acceptar la depreciació de la moneda nacional. D'aquesta manera, l'augment inicial dels tipus d'interès mitjans als mercats monetaris va seguir-se d'una disminució dels tipus fins al 5,7 per cent anual durant el mes de setembre de 1997. Malgrat això, a la segona meitat del mes de setembre de 1997 es va produir novament una modesta elevació del tipus d'interès interbancaris i es van establir controls de canvis, alhora que es fixaven límits al creixement del crèdit intern²⁰. En conseqüència, des d'octubre de 1997 i fins aproximadament juny de 1998, els tipus d'interès mitjans dels mercats monetaris es van situar entorn al 10 per cent. Amb tot, els clars símptomes de contracció de l'activitat econòmica i les perspectives d'una menor inflació van aconsellar relaxar novament la política monetària, tot eliminant els límits al creixement del crèdit intern.

Corea del Sud tampoc no va elevar els tipus d'interès significativament fins l'esclat de la crisi. De fet, el tipus de descompte es va mantenir inalterat fins a finals del mes d'agost de 1998. Com hem comentat prèviament, entre setembre i novembre de 1997, el país es va veure immers en una sèrie d'atacs especulatius que havien, pràcticament, exhaurit la seva dotació de reserves internacionals. Però just després de què el banc central abandonés el règim canviari i permetés que la paritat del *won* flotés, els tipus d'interès dels mercats monetaris van escalar, en termes mitjans, fins al 25,6 per cent anual al gener de 1998. A partir d'aleshores, la tendència a l'apreciació del *won* es va traduir en una retallada progressiva del tipus de descompte del banc central fins al 3 per cent, alhora que la mitjana dels tipus d'interès dels mercats monetaris tendia a moure's a la baixa.

En el cas de Singapur, entre l'any 1996 i el primer trimestre de 1997, les entrades de capitals proporcionaven la liquiditat necessària al sistema bancari nacional i els tipus d'interès a 3 mesos van caure del 3,5 per cent fins al 2,6 per cent. Aquesta tendència no es va invertir fins octubre de 1997 quan la tempesta canviària del sud-est asiàtic es va estendre al nord-est d'Àsia. A resultes del contagi, la mitjana dels tipus d'interès interbancaris a 3 mesos van augmentar des

²⁰ Al setembre de 1998, Malàisia va fixar el tipus de canvi en 3,80 *ringgits* per dòlar, va baixar els tipus d'interès i es va decretar que tots els *ringgits off-shore* fossin repatriats. El Govern també va imposar serioses restriccions a les transferències a l'exterior dels capitals als residents del país i va congelar durant 12 mesos la repatriació de les inversions en cartera.

del 5 per cent del mes d'octubre al 9 per cent del mes de desembre. Els tipus d'interès preferencials dels bancs –*prime lending rate*– van augmentar com a conseqüència dels moviments a l'alça dels tipus interbancaris del 6,25 per cent al 7,8 per cent al desembre de 1997. En resposta a aquests majors tipus d'interès del sistema bancari, l'*Autoritat Monetària de Singapur* (MAS) va incrementar el tipus de redescòmpte de les exportacions del 0,5 per cent al 4 per cent a principis de febrer de 1998. Durant aquesta època la incertesa de l'Est d'Àsia va fer que els tipus d'interès interbancaris fluctuessin dins d'un rang força ampli, fins que l'aparent estabilització dels mercats de canvis va moure a la baixa els tipus d'interès del mercat interbancari a 3 mesos, situant-los en el 4,7 per cent del mes de març. Al mes de maig l'interbancari va tornar a repuntar fins al 6,5 per cent com a resposta a una nova depreciació del dòlar de Singapur. A partir d'aleshores, els tipus interbancaris mitjans a 3 mesos van iniciar una disminució molt pronunciada que va situar el seu nivell en el 1,8 per cent a finals d'any. Paral·lelament el *prime lending rate* va ser retallat fins el 5,9 per cent, un nivell inferior al que existia abans de l'esclat de la crisi.

Hong Kong i Taiwan es van erigir en les dues grans excepcions a aquesta pauta de comportament genèrica, caracteritzada, com hem vist, per la lentitud en l'administració d'una política monetària restrictiva i la reticència a mantenir uns tipus d'interès alts.

L'autoritat econòmica de Hong Kong va reaccionar ràpidament als intents d'atac especulatiu contra el *currency board*, tot apujant el tipus de descompte en 750 punts bàsics, del 6,25 al 7 per cent, entre juliol i agost de 1997. Paral·lelament, els tipus d'interès als mercats interbancaris es van elevar per a tots els horitzons temporals –amb els tipus d'interès a tres mesos assolint una cota màxima del 25 per cent, situant-se en termes mitjans en el 17,75 per cent a finals d'agost–. Aquesta ràpida i contundent elevació dels tipus d'interès unida a la nodrida dotació de reserves internacionals va servir per defensar amb èxit la paritat que imposava el *currency board*.

Anàlogament, en resposta a l'espiral de devaluacions iniciada amb l'esfondrament del *baht*, el banc central de Taiwan –*Central Bank of China*– va reaccionar amb celeritat, augmentant el tipus de descompte en 250 punts bàsics durant el mes de juliol de 1997, de tal manera que el nivell de tipus d'interès va quedar fixat en el 5,25 per cent fins el mes d'agost de 1998. Alhora, els tipus mitjans a 1 dia al mercat interbancari s'enfilaven al 5,7 per cent al maig de 1997 i fins al 8,1 per cent del mes d'agost, per tornar a caure a un nivell del 7,6 per cent al setembre. A principis d'octubre, el *nou dòlar* de Taiwan es va veure sotmès a importants pressions especulatives després de la depreciació del dòlar de Singapur. Però el banc central va optar per deixar d'intervenir i permetre la flotació del tipus de canvi, malgrat disposar d'una àmplia dotació de reserves, en considerar-se que no tenia sentit defensar la paritat de la moneda nacional després de les devaluacions del *ringgit malai* i la *rupia indonesia*. Els tipus

interbancaris a 1 dia van reaccionar a l'alça fins a situar-se en un valor mitjà del 7,3 per cent al gener de 1998. A partir d'aleshores, les pressions especulatives contra el *nou dòlar* van remetre i els tipus d'interès del mercat interbancari van anar reduint-se progressivament fins al 5 per cent a finals de 1998.

1.1.3. L'efectivitat de la política monetària

La política monetària restrictiva implementada no va tenir èxit, si més no en primera instància, a l'hora de restablir l'estabilitat canviària, recuperar la confiança dels inversors i frenar el flux de sortida de capitals a Tailàndia, Corea del Sud, Indonèsia i Filipines, ni tampoc a Malàisia.

El retard en l'elevació dels tipus d'interès al començament de la crisi i la reticència a mantenir-los en uns nivells alts posteriorment van contribuir a minar la credibilitat de les autoritats econòmiques i a fer infructuosa aquella mesura. D'una banda, els inversors financers consideraven els increments dels tipus d'interès insuficients i tendien a ajornar l'adquisició d'actius en moneda nacional a l'espera de què els tipus d'interès nacionals assolissin el seu valor màxim. Per altra banda, l'augment conjuntural dels tipus d'interès nominals va agreujar la restricció de liquiditat causada per la reversió sobtada de capitals i la depreciació de les distintes divises.

De fet, l'evidència empírica disponible avala la idea que la política monetària no fou excessivament restrictiva perquè els tipus d'interès nominals no van augmentar de manera permanent, perquè els tipus d'interès reals no es van incrementar de forma ostensible i perquè tampoc no va donar-se cap canvi substancial en l'evolució dels agregats monetaris. Segons Lane i alter (1999) i Ding, Domaç i Ferri (1998) només es va produir una contracció de l'oferta monetària en termes reals a Indonèsia, Malàisia i, en menor mesura Corea del Sud i Tailàndia durant els primers mesos de la crisi. De la mateixa manera, el crèdit intern va disminuir durant la primera meitat de 1998 i només de manera moderada. Aquesta evolució contrasta notablement amb l'experiència de la crisi de Mèxic de 1994 quan el creixement dels agregats monetaris en termes reals van caure de forma important.

Quadre 9.10. Evolució del creixement real dels agregats monetaris

		<i>Variació respecte l'any anterior</i>						
		<i>En percentatge</i>						
		1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Corea del Sud	M ₁	4,0	11,6	-2,1	-14,1	-3,3	27,3	7,1
	M ₂	10,3	7,8	11,5	10,6	20,9	30,0	26,8
	<i>Crèdit Sector Exterior</i>	6,6	4,8	-13,5	11,3	79,6	89,9	50,6
	<i>Crèdit Intern</i>	10,1	6,4	15,6	18,1	4,5	20,7	19,9
Filipines	M ₁	3,2	13,1	11,5	9,6	-1,3	29,6	-7,8
	M ₂	15,2	16,4	7,6	13,4	-2,2	10,4	-1,6
	<i>Crèdit Sector Exterior</i>	8,9	9,5	-36,4	-190,4	-265,5	116,7	-2,2
	<i>Crèdit Intern</i>	9,5	22,7	29,1	20,1	-11,9	-4,8	2,0
Indonèsia	M ₁	14,4	5,7	11,9	8,6	-26,3	7,9	17,1
	M ₂	11,5	16,2	19,3	9,4	-7,3	-2,0	4,0
	<i>Crèdit Sector Exterior</i>	10,9	8,5	20,1	6,6	-31,6	-2,9	21,9
	<i>Crèdit Intern</i>	11,8	10,7	13,2	26,2	-26,5	8,6	12,9
Malàisia	M ₁	7,1	7,8	12,5	1,0	-21,2	35,7	1,7
	M ₂	10,4	19,6	15,5	18,5	-6,4	13,7	0,5
	<i>Crèdit Sector Exterior</i>	7,3	-8,7	-0,9	-30,0	99,6	31,9	-3,5
	<i>Crèdit Intern</i>	7,5	23,7	19,1	30,1	-7,4	1,4	3,9
Tailàndia	M ₁	11,1	6,2	4,9	-2,7	-5,7	35,8	-9,6
	M ₂	7,2	10,8	8,2	11,9	0,2	6,6	2,5
	<i>Crèdit Sector Exterior</i>	-69,0	-97,8	-2325,6	582,7	-111,2	923,2	51,3
	<i>Crèdit Intern</i>	23,0	16,4	9,5	29,2	-9,6	0,0	-8,5
Hong Kong	M ₁	-7,6	0,2	7,8	-9,6	-5,4	20,4	15,9
	M ₂	5,6	11,8	4,7	2,4	11,3	14,3	16,4
	<i>Crèdit Sector Exterior</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
	<i>Crèdit Intern</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
Singapur	M ₁	-0,4	5,9	5,5	1,0	0,8	20,0	3,3
	M ₂	11,4	6,1	8,6	9,4	32,6	14,0	-5,3
	<i>Crèdit Sector Exterior</i>	4,5	3,0	3,6	2,1	26,7	19,1	-6,8
	<i>Crèdit Intern</i>	9,9	14,8	15,9	18,6	20,3	4,8	0,5
Taiwan	M ₁	10,0	-1,2	5,1	6,6	1,1	18,6	1,4
	M ₂	12,8	7,3	5,9	6,2	5,8	9,9	8,4
	<i>Crèdit Sector Exterior</i>	5,9	1,4	-0,1	11,0	6,1	20,2	17,0
	<i>Crèdit Intern</i>	13,1	9,0	5,6	6,9	5,7	4,3	5,4

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

L'alça dels tipus d'interès, malgrat que no va durar molt en el temps, va perjudicar força les empreses més endeutades a curt termini en moneda estrangera. Els creixents problemes de liquiditat i solvència del sector empresarial es van fer extensius al sistema bancari –especialment a Tailàndia, Indonèsia i Corea del Sud–, tot inserint les distintes economies en un cercle viciós, caracteritzat per l'elevació dels tipus d'interès, la fallida d'empreses, la fugida de capitals i la devaluació de la moneda nacional, del qual era difícil sortir-se'n i que va exacerbar el contagi de la recessió al conjunt de la regió (Kaminsky i Schmukler, 1999).

Per això, una política de tipus d'interès baixos hauria estat, probablement, més efectiva a l'hora de restablir la confiança dels inversors. Segons Stiglitz (2002) “...amb uns tipus d'interès molt alts les empreses més palanquejades van fer fallida o es van descapitalitzar perquè el servei del deute era molt més oneros”. De fet, l'elevació dels tipus d'interès va contribuir a expulsar els capitals financers d'unes economies en profunda recessió. En canvi, amb uns tipus d'interès més baixos, paradoxalment, el flux de sortida de capitals i de reassignació de carteres entre els inversos internacionals així com l'*overshooting* del tipus de canvi haurien estat menys pronunciats, perquè el procés de devastació financera també hauria estat menor. Aleshores, a les empreses financeres i no financeres els hauria estat més fàcil i ràpid refer l'equilibri de la seva estructura financera i reprendre la seva activitat productiva.

1.2. LA GESTIÓ DE LA POLÍTICA FISCAL

A diferència d'altres episodis de crisi que havien requerit la intervenció del FMI, la crisi de l'Est d'Àsia no fou causada per una despesa excessiva de l'Estat. Malgrat això, el FMI va exigir la pràctica d'una política fiscal restrictiva en base a dos arguments principals. En primer lloc, la sortida neta de capitals cap a l'exterior imposava reduir la necessitat de finançament extern, per la qual cosa la contracció de la demanda interna –especialment el consum i la inversió privada– i un menor volum d'importacions esdevenien el mecanisme d'ajust dels dèficits per compte corrent. Alhora, aquest ajust dels dèficits externs ajudaria a minorar les pressions sobre els tipus de canvi i els tipus d'interès nominals. La segona motivació era encara més subtil: la despesa dels Estats havia de ser retallada per poder absorbir el cost de reestructuració dels bancs insolvents. Algunes estimacions suggerien que el cost de compensació de les institucions financeres en alguns dels països més afectats per la crisi podia arribar a situar-se entre el 20 i el 30 per cent del PIB, mentre que la despesa associada al pagament d'interessos oscil·lava aproximadament entre el 3 i el 3,5 per cent del PIB, com es pot comprovar al quadre 10.10.

Quadre 10.10. Estimació dels costos de reestructuració del sistema bancari asiàtic

	Emissions de Deute		Pagament d'interessos	
	Milers de milions de dòlars dels EUA	En percentatge del PIB	Milers de milions de dòlars dels EUA	En percentatge del PIB
Corea del Sud	60,0	17,5	6,4	2,0
Filipines	3,0	4,0	0,3	0,5
Indonèsia	40,0	29,0	5,4	3,5
Malàisia	13,0	18,0	0,9	1,3
Tailàndia	43,0	32,0	4,0	3,0

Nota: Les xifres són del mes de novembre de 1998 i es valoren als tipus de canvi del 30 de novembre de 1998
Font: FMI (1998b i 1998e)

Davant d'aquestes perspectives, els Estats necessitaven *a priori* generar en el present superàvits en el seu pressupost per poder finançar, en el futur immediat, el cost d'aquells passius contingents. Aquesta previsió, alhora, esvaïa la possibilitat de monetització dels dèficits fiscals i les expectatives de major inflació.

Seguint aquesta filosofia, el programa macroeconòmic per a Tailàndia d'agost de 1997 estimava necessària una contracció fiscal del 3 per cent per generar un superàvit de l'1 per cent del PIB; o en el cas d'Indonèsia, el primer programa del FMI considerava la necessitat de reduir la despesa en un 1,2 per cent. Aquests objectius de política fiscal no eren excessivament restrictius tenint en compte les primeres projeccions de creixement econòmic²¹, però en la mesura que aquestes estimacions no van arribar a materialitzar-se, la política fiscal va esdevenir més contractiva del que s'havia previst inicialment. D'aquesta manera, a començaments de 1998, quan la severitat de la recessió es va fer evident i els dèficits per compte corrent es van transformar en amplis superàvits, la voluntat d'assolir l'equilibri pressupostari o un superàvit públic va ser ràpidament relaxada en benefici d'accions més anti-cícliques que tendien a recolzar l'activitat productiva i a evitar exacerbar l'enorme contracció econòmica que s'estava registrant a la zona.

El quadre 11.10 recull els objectius pressupostaris dels diferents Governos de la regió –sense tenir en compte els ingressos derivats de la privatització ni la variació d'actius i passius financers–, el signe de la política fiscal i l'impacte estimat d'aquesta política sobre el creixement econòmic en funció de la seva orientació. Com es pot observar, només a partir del tercer trimestre de 1998 la política fiscal va adoptar un caire expansiu, amb l'ànim d'afavorir l'expansió de la demanda agregada.

²¹ Per exemple, a Tailàndia la previsió de creixement del PIB real fou del 2,5 per cent, mentre que a Indonèsia el creixement s'havia estimat en un 5 per cent per a l'any fiscal 1997-98 i d'un 3 per cent per al període 1998-99.

Quadre 11.10. Orientació de la política fiscal als països de l'Est d'Àsia

<i>En percentatge</i>		Equilibri Pressupostari	Orientació de la Política Fiscal <i>(+ = Expansiva /- = Restrictiva)</i>	Impuls Fiscal <i>(+ = Expansiva /- = Restrictiva)</i>
Corea del Sud	<i>Febrer</i>	-0,7	-0,1	-0,8
	<i>Agost</i>	-4,3	2,9	2,2
Filipines	<i>Març</i>	1,0	-0,5	-0,1
	<i>Juliol</i>	-1,8	0,2	0,6
Indonèsia	<i>Abril</i>	-3,2	2,4	1,2
	<i>Juliol</i>	-8,4	6,2	5,0
Malàisia	<i>Abril</i>	3,1	-0,2	-0,5
	<i>Juliol</i>	-3,5	3,9	3,6
Tailàndia	<i>Febrer</i>	-1,7	2,9	0,0
	<i>Agost</i>	2,7	3,4	0,5

Nota: Objectius fiscals en els programes fiscals per al segon i tercer trimestre de 1998. L'impuls fiscal és el canvi en el signe de la política fiscal respecte l'any base (1995).

No inclou els costos derivats de la reestructuració del Govern ni els ingressos per la privatització d'empreses públiques. El nivell neutral cíclic d'ingressos es defineix com un nivell constant d'ingressos en relació al PIB. El nivell neutral cíclic de la despesa es defineix com el nivell constant de despesa en relació a la producció potencial.

Font: Taula 7.2 del Banc Mundial (1998a) basant-se en estimacions del FMI.

Però com queda palès al quadre 12.10, la pràctica d'una política fiscal restrictiva per generar superàvits amb què satisfer el rescat del sistema financer era una prevenció excessiva. Novament, l'èmfasi per evitar l'espiral de devaluacions i per recuperar la confiança dels inversors va deixar de banda l'economia real.

Els països més afectats estaven ben situats per absorbir els costos de la reestructuració financera, com a conseqüència de la seva prudència fiscal i uns nivells d'endeutament públic moderats, exhibits previ a la crisi canviària i financera de 1997 i que es van mantenir amb posterioritat.

En aquest sentit, el grau de consolidació fiscal que presentaven els pressupostos de l'Estat durant la primera meitat dels '90 facilitava el finançament dels costos de la reestructuració a través de l'emissió de deute públic, tant als mercats nacionals com als mercats internacionals. Més quan uns nivells d'endeutament superiors podien ser compensats per la presència de superàvits primaris no massa allunyats dels que s'havien registrat abans de la crisi²².

²² Aquesta situació és encara més meritòria si es té en compte que als països més afectats per la crisi es va registrar un augment de les despeses dels Estats, derivada de la instrumentació d'una política fiscal més expansiva i de la disminució de la recaptació impositiva a causa de la recessió de l'activitat productiva.

Quadre 12.10. Evolució del saldo pressupostari als països de l'Est d'Àsia

<i>En percentatge del PIB</i>		1996	1997	1998	1999	2000
Corea del Sud	Saldo Pressupost Primari	1,46	1,32	1,56	2,03	2,55
	Saldo Pressupostari	0,27	-1,65	-4,75	-2,98	1,36
	Finançament					
	<i>Endeutament Intern (net)</i>	-0,20	0,00	3,35	2,76	-1,28
	<i>Endeutament extern (net)</i>	-0,07	1,65	1,40	0,22	-0,09
	<i>Romanent de tresoreria</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Filipines	Saldo Pressupost Primari	2,36	1,70	-0,28	-1,66	-2,32
	Saldo Pressupostari	0,26	-0,01	-1,89	-3,76	-4,10
	Finançament					
	<i>Endeutament Intern (net)</i>	2,27	-0,84	2,87	3,32	3,61
	<i>Endeutament extern (net)</i>	-0,28	-0,28	0,46	2,78	2,55
	<i>Altres (net)</i>	0,03	0,07	0,01	0,01	0,04
	<i>Romanent de tresoreria</i>	-2,28	1,05	-1,46	-2,35	-2,10
Indonèsia	Saldo Pressupost Primari	7,77	6,58	4,07	4,95	2,15
	Saldo Pressupostari	1,02	0,47	-1,70	-2,50	-1,17
	Finançament					
	<i>Endeutament Intern (net)</i>	0,17	...	1,47
	<i>Endeutament extern (net)</i>	-0,82	-0,68	2,20	2,67	0,75
	<i>Romanent de tresoreria</i>	-0,19	0,21	-0,67	-0,18	-1,05
Malàisia	Saldo Pressupost Primari	7,86	10,71	6,65	6,20	2,54
	Saldo Pressupostari	0,99	3,37	-2,74	-4,91	-9,42
	Finançament					
	<i>Endeutament Intern (net)</i>	0,70	-1,04	6,06	2,81	6,07
	<i>Endeutament extern (net)</i>	-1,19	-0,85	1,00	1,51	0,41
	<i>Altres (net)</i>	0,26	0,05	0,00	0,12	0,01
	<i>Romanent de tresoreria</i>	-0,77	-1,52	-4,31	0,47	2,92
Tailàndia	Saldo Pressupost Primari	7,68	7,08	3,26	2,32	1,74
	Saldo Pressupostari	0,94	-1,50	-2,79	-3,33	-2,24
	Finançament					
	<i>Endeutament Intern (net)</i>	-0,54	-0,35	-0,07	1,83	1,03
	<i>Endeutament extern (net)</i>	-0,08	-0,08	-0,10	1,09	0,33
	<i>Romanent de tresoreria</i>	-0,31	1,93	2,96	0,41	0,88
Hong Kong	Saldo Pressupost Primari	3,03	4,16	0,99	1,01	-1,04
	Saldo Pressupostari	2,15	6,56	-1,85	0,81	-0,62
Singapur	Saldo Pressupost Primari	16,70	14,93	14,30	16,18	13,93
	Saldo Pressupostari	12,29	13,79	3,93	7,79	11,31
Taiwan	Saldo Pressupost Primari	1,44	1,32	2,97	2,41	1,75
	Saldo Pressupostari	-1,32	-1,68	0,04	-0,81	-3,95

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

2. *El programa de rescat financer del FMI*

Els recursos financers d'organismes internacionals van adquirir un gran protagonisme davant la restricció de liquiditat que imposava la reversió sobtada del flux net de capitals privats a Tailàndia, Indonèsia i Corea del Sud. En aquests països, les entrades netes de capitals públics procedents del FMI i altres creditors oficials van passar d'un valor negatiu de 4.600 milions de dòlars el 1996, a un de positiu de 31.000 milions de dòlars l'any 1997 i de 20.200 milions el 1998. Com es pot comprovar al quadre 13.10, un total de 111.700 de milions de dòlars van ser adreçats a Tailàndia, Indonèsia i Corea del Sud. En particular, a finals de 1997 el FMI va aprovar crèdits per valor de 35.100 milions de dòlars, uns fons que es completaven amb els 15.500 milions de dòlars mobilitzats pel *Banc Mundial* (a través del BIRD), els 9.500 milions de dòlars aportats pel *Banc de Desenvolupament d'Àsia* (ADB) i els 51.600 milions de dòlars procedents d'altres acords de caràcter bilateral que en total sumaven 82.100 milions de dòlars.

Quadre 13.10. Acords inicials de finançament oficial: el rescat financer

	<i>FMI^a</i>		<i>BIRD</i>	<i>ADB</i>	<i>Acords Bilaterals</i>	<i>Total</i>
	<i>En milers de milions de dòlars</i>					
Tailàndia	3,9	(505% de la quota)	0,9	1,9	10,5	17,2
Indonèsia^b	10,1	(490% de la quota)	4,5	3,5	18,0	36,1
Corea del Sud	21,1	(1.939% de la quota)	10,1	4,1	23,1	58,4
Total	35,1		15,5	9,5	51,6	111,7
Mèxic	17,8	(689% de la quota)	1,5	1,3	21,0	51,6

Nota: ^{a)} La durada dels Acords originals era de 36 mesos per a Indonèsia i Corea del Sud i de 34 mesos per a Tailàndia.

^{b)} Paquets de finançament originals, no consideren els augments des de juliol de 1998.

Font: FMI (2002)

El proveïment de liquiditat del FMI als països de l'Est d'Àsia va assolir nivells sense precedents, com així ho testimonia el fet que els préstecs que va facilitar la institució eren notablement superiors a les quotes dels països²³ i que, a més, aquests recursos es reforçaven amb ajuts d'organismes multilaterals i acords de caràcter bilateral que constituïen una "segona línia de defensa". La motivació d'aquest esforç era restablir la migrada dotació de reserves internacionals i assegurar-se un impacte positiu en la psicologia dels inversors financers, per així deturar l'erosió de la confiança dels mercats financers i evitar el flux de sortida de capitals. Així, les autoritats econòmiques de Tailàndia davant la incapacitat per frenar les pressions sobre el *baht* van recórrer al FMI, i el 20 d'agost de 1997 obtenien 3.900 milions de dòlars per un termini de tres anys, equivalent al 505 per cent de la seva quota a la institució, als quals calia

²³ En general, els recursos que podria arribar a obtenir un país en un any no havien de superar el 100% de la quota (*límit d'accés anual*) i, a més, l'import total del saldo viu de préstecs del FMI no podia superar en tres vegades la quota del país membre (*límit d'accés acumulat*).

afegir 2.800 milions de dòlars procedents del Banc Mundial i del Banc de Desenvolupament d'Àsia. El finançament bilateral proporcionat pel Japó i altres països sumaven 10.500 milions de dòlars que van ser desemborsats en paral·lel a l'aportació del FMI.

En el cas d'Indonèsia, el 5 de novembre de 1997, el FMI va proporcionar 10.100 milions de dòlars, el 490 per cent de la seva quota, uns recursos que també es completaven amb 8.000 milions de dòlars del Banc Mundial i del Banc de Desenvolupament d'Àsia, a més dels 18.000 milions de dòlars en ajuts bilaterals.

Però el paquet de rescat financer més espectacular fou el que es va facilitar a Corea del Sud. El 4 de desembre de 1997, quan la suspensió de pagaments semblava inevitable, el FMI va instrumentar un acord que posava a disposició del país 21.100 milions de dòlars, aproximadament el 1.939 per cent de la seva quota. Novament, el Banc Mundial i del Banc de Desenvolupament d'Àsia van reforçar l'acció del FMI amb una línia de crèdit de 14.200 milions de dòlars, completada per 23.100 milions de dòlars d'ajuts bilaterals.

Filipines es trobava en el tercer any del seu programa d'ajust i, per tant, no va ser beneficiari d'un gran paquet de "*rescat financer*". Amb tot, fins l'any 1997 el país havia rebut del FMI aproximadament 3.000 milions de dòlars.

Finalment, Malàisia va renunciar als ajuts del FMI i la seva estratègia per evitar la fugida de capitals fou l'establiment de límits als *swaps* de divises i la prohibició de posicions curtes en la venda de títols cotitzats a la Borsa de Kuala Lumpur, unes mesures que es van reforçar a partir de setembre de 1998 amb la instauració de controls a les sortides de capitals (Hinarejos i Varela, 2003).

Malgrat la magnitud sense precedents del paquet de rescat financer, els recursos aportats no van ser prou importants com per cobrir totes les obligacions a curt termini, a diferència del que havia succeït en el cas de Mèxic²⁴. Segons Lane, Ghosh et al. (1999) en aquest cas l'estratègia no pretenia compensar totalment la manca de liquiditat, sinó més aviat proporcionar una assistència d'emergència que permetés guanyar el temps necessari per restablir l'accés als mercats de capitals internacionals.

Sigui com sigui, aquesta circumstància no va passar desapercebuda als diferents mercats financers internacionals. Els temors a una situació d'insolvència van moure a les grans agències de *rating* a rebaixar la qualificació de deute després de l'anunci dels paquets de rescat financer²⁵. Més quan els suports bilaterals que van ser dissenyats com una "*segona línia de*

²⁴ Aquests programes d'ajuda guardaven algunes semblances amb el paquet de rescat financer de Mèxic, integrat per 17.800 milions de dòlars que representaven el 689 per cent de la seva quota al FMI. Indonèsia, Tailàndia i Corea del Sud van rebre 111.700 milions de dòlars, una quantia que en termes del PIB era d'un import similar als 50.600 milions del paquet de rescat que va percebre Mèxic l'any 1994 (FMI, 1998a; Radelet i Sachs, 1998b).

²⁵ Durant el darrer trimestre de 1997 i el primer trimestre de 1998, Indonèsia, Corea del Sud i Tailàndia van ser objectes d'un seguit de retallades en la qualificació del seu deute per part de Moody's i S&P, que van situar la nova valoració en uns nivells no aptes per a la inversió. Aquesta reestructuració responia principalment a la precària situació de liquiditat internacional que generava un risc de suspensió de pagaments.

defensa” no havien estat desemborsats a Corea del Sud i Indonèsia²⁶. Aquests esdeveniments van alimentar la incertesa als mercats de divises i, per això, els tipus de canvi dels països més afectats per la crisi van tendir a debilitar-se durant les setmanes posteriors a l’anunci dels programes d’assistència financera.

De fet, els mercats financers només van considerar que es disposava de prou liquiditat com per fer viable el servei del deute extern després de la instrumentació de mesures específiques de política econòmica i la firma d’acords amb els bancs creditors. Aleshores, la confiança dels inversors es va recuperar i els tipus de canvi van tendir a estabilitzar-se.

3. El programa de reforma estructural

Donat el paper central que va jugar la fragilitat financera de les economies de l’Est d’Àsia en la gestació i contagi de la crisi, els programes d’ajust macroeconòmic incorporaven importants programes de reforma estructural.

Aquest extrem suposava tota una novetat en les pràctiques que històricament havia seguit el FMI, quan la “*condicionalitat*” de la institució es limitava, exclusivament, a la política macroeconòmica. En particular, el FMI demandava una profunda reestructuració dels sistemes bancaris nacionals, la supressió de les traves al comerç internacional, l’enfortiment de les xarxes de seguretat social i la correcció de les deficiències en la gestió governamental, empresarial i financera (FMI, 1999c). De fet, el FMI considerava les reformes estructurals, especialment la reestructuració dels sistemes bancaris de la regió, com un element essencial en el esforç per corregir els desequilibris financers i evitar una nova crisi a mig i llarg termini.

3.1. LA REESTRUCTURACIÓ DEL SISTEMA FINANCER

La reforma del sistema financer va esdevenir un component cabdal en l’esforç per corregir la restricció de liquiditat, recuperar la confiança dels inversors i minimitzar la probabilitat d’ocurrència d’un nou col·lapse financer. Com assenyalen Kochhar et al. (1998) les mesures adoptades, tot i que variaven d’un país a un altre, presentaven dos elements comuns: el tancament de les institucions financeres insolvents i la capitalització dels bancs en dificultats.

Les dades del quadre 14.10 proporcionen una visió de la magnitud de la reestructuració financera que havien d’abordar les autoritats econòmiques. Segons estimacions del FMI (1999c) els crèdits incobrables o de dubtós cobrament se situaven en el 55 per cent del total dels préstecs a Indonèsia i en el 52 per cent a Tailàndia. A Malàisia la morositat dels crèdits bancaris era

²⁶ A Tailàndia, a mitjans d’octubre de 1998, 12.200 milions de dòlars d’un total de 17.200 havia estat desemborsats, incloent 3.000 milions del FMI i 9.200 milions d’altres fonts multilaterals i bilaterals. En el cas d’Indonèsia, a finals de setembre de 1998 s’havien desemborsat 9.500 milions de dòlars –quasi 5.700 milions al mes d’abril de 1998– del paquet de rescat financer augmentat fins als 42.000 milions de dòlars, dels quals 6.800 milions de dòlars corresponien al FMI, 1.300 milions de dòlars al Banc Mundial i ADB i 1.400 milions de dòlars a ajudes bilaterals. Quant a Corea del Sud, els fons desemborsats a finals d’octubre de 1998 ascendien a 27.200 milions de dòlars, un 47 per cent dels recursos compromesos, i que es poden desglossar en 18.200 milions de dòlars del FMI i 9.000 milions del Banc Mundial i del ADB.

aproximadament del 25 per cent i del 16 per cent a Corea del Sud. A les Filipines el percentatge de crèdits no atesos era molt menor i girava en un rang d'entre el 3 i el 5,5 per cent.

Quadre 14.10. Dificultats del sistema bancari a l'Est d'Àsia

En percentatge	Morositat del Crèdit Bancari ^a	Costos Fiscals de la Recapitalització ^b			Costos de Recapitalització ^c	
	J.P. Morgan	Escenari Baix	Escenari Mig	Escenari Alt	J.P. Morgan	S & P
Corea del Sud	17,5	7,2	15,7	31,7	30,0	20+
Filipines	3,0 - 5,5	0,9	0,9	2,8	0,0	n.a.
Indonèsia	55,0	5,9	11,6	16,8	19,0	20+
Malàisia	25,0	10,6	18,1	31,4	20,0	18,0
Tailàndia	52,0	8,0	15,1	30,0	30,0	34,0

Nota: ^{a)} Com a percentatge dels préstecs totals de l'any 1998.

^{b)} En percentatge del PIB.

^{c)} En percentatge del PIB i suposant que la capitalització dels bancs se situava al 8 per cent recomanat pel BIS.

Font: FMI i Goldstein (1998) i Adams et al (1998)

L'augment de la ràtio de préstecs no atesos va generar desequilibris patrimonials importants que van comprometre la liquiditat i solvència de moltes entitats de crèdit a Indonèsia, Tailàndia i Corea del Sud, algunes de les quals van haver de declarar la suspensió dels seus pagaments o la fallida de les seves operacions. En conseqüència, molts bancs en aquests països van restringir la renovació de crèdits o la concessió de nous, tot causant moltes dificultats financeres a societats que haurien estat solvents en condicions normals²⁷.

D'aquesta manera, la pauta d'actuació de les distintes entitats financeres va agreujar la manca de liquiditat que havia produït la reversió sobtada de capitals procedents de l'estranger, fins al punt que en molts casos la crisi de liquiditat es va traduir en una crisi de solvència.

Donada la naturalesa sistèmica de la crisi de l'Est d'Àsia, la reestructuració financera requeria capitalitzar les diferents institucions financeres de crèdit a través d'una estratègia mixta en la que es combinaven, simultàniament, mecanismes de mercat amb l'intervencionisme de l'Estat²⁸. En aquest sentit, els països van crear institucions com l'*IBRA (Indonesia Bank Restructuring Agency)*, la *KFSC (Korean Financial Supervisory Commission)*, la *TFSRA (Thai Financial Sector Restructuring Authority)* i la *MBRA (Malasia Bank Restructuring Authority)* per articular

²⁷ Potser per això quan a l'estiu de 1998, els tipus d'interès van disminuir fins a situar-se per sota dels nivells vigents abans de la crisi, els crèdits bancaris no van créixer significativament.

²⁸ Els mecanismes de mercat confiaven en un seguit d'accions per restaurar la rendibilitat i el nivell de capitalització de les empreses financeres i no financeres. Aquestes mesures incloïen el tancament, la venda o la fusió dels bancs insolvents, la captació de capitals estrangers per finançar noves inversions, l'emissió d'accions i la venda d'actius estrangers i nacionals. Aquestes mesures limitaven el cost de la reestructuració pels contribuents i reduïen la probabilitat que els Governes acabessin esdevenint els principals propietaris de bancs i empreses, tot ajudant a augmentar la profunditat dels mercats de capitals.

Però en el cas de la crisi de l'Est d'Àsia, quan les condicions macroeconòmiques es van deteriorar i les dificultats del sector financer van anar en augment, es va fer evident que la resolució de la crisi no podia descansar exclusivament en mecanismes de mercat, i l'intervencionisme de l'Estat va adquirir major protagonisme. Aquesta estratègia més intervencionista considerava la capitalització de les entitats de crèdit per part del Govern, la nacionalització temporal d'entitats de crèdit o la creació d'agències governamentals que assumissin els actius dubtosos dels bancs i els substituïssin per bons de l'Estat.

el procés de reestructuració del sistema financer. En particular, aquestes agències es van encarregar d'avaluar les carteres i la gestió dels bancs, amb la finalitat de transformar-los en institucions sòlides i ben gestionades que constituïssin el nucli d'un nou sistema bancari sanejat; les empreses no viables van ser clausurades i les que presentaven una situació més fràgil van ser reestructurades i recapitalitzades sota la direcció de l'agència de supervisió que decidia la seva viabilitat. En aquest sentit, J.P. Morgan i S&P assenyalaven que els costos de recapitalització dels sistemes bancaris per adequar-se a les recomanacions del BIS podia representar un cost estimat del 20-30 per cent del PIB.

Quadre 15.10. El procés de reestructuració de les institucions financeres a l'Est d'Àsia

	Institucions Financeres Inicials	Tancades o Suspeses	Nacionalitzades o sota Supervisió	Fusionades	Adquirides per estrangers, joint-venture
Corea del Sud	169	16	2	5	0
Filipines^a	56	2	0	0	0
Indonèsia	222	16	54	4	0
Malàisia	90	0	4	31	0
Tailàndia	142	53	18	0	4

Nota: ^a No inclou els bancs agrícoles.

Font: Banc Mundial (1998a)

En el cas de Tailàndia, el Govern, inicialment, va seguir una política de capitalització del sistema bancari basada en mecanismes del lliure mercat. Segons el Banc Mundial (1998a), 53 empreses financeres van ser clausurades i els seus actius subhastats. La necessitat d'intervenció de l'Estat en aquest procés no va ser reconeguda fins la segona meitat de 1998. A partir d'aleshores, aproximadament 300.000 milions de *baths* procedents de fons públics van ser transferits al sistema bancari amb la condició que els crèdits incobrables o de dubtós cobrament serien cancel·lats o provisionats en el marc d'un calendari accelerat que implicava importants reduccions del capital social. Així, a finals d'agost de 1998, 18 bancs comercials havien estat nacionalitzats temporalment –amb la intenció de ser privatitzats posteriorment– a través d'un procediment que consistia en la cancel·lació dels actius incobrables contra el capital social, el canvi d'administradors i la capitalització mitjançant la conversió de crèdits a curt termini del banc central en accions.

A Corea del Sud, el Govern va haver de proporcionar 75 bilions de *wons* per finançar la reestructuració financera. Van ser 16 els bancs comercials tancats, i, 2 els nacionalitzats de manera temporal a l'espera de la seva privatització. D'un total de 12 bancs comercials que no complien amb la ràtio de capitalització del 8 per cent a finals de 1997, 5 van ser adquirits per altres bancs després que els seus "*mals crèdits*" fossin assumits per la *KAMC (Korea Asset Management Corporation)* i altres 7 van ser comminats a presentar uns plans de rehabilitació

voluntària amb suficients injeccions de nous capitals que, de no complir-se, comportarien la nacionalització temporal, la fusió obligatòria o el tancament.

A Indonèsia, 16 bancs que comptaven amb menys d'un 3 per cent dels dipòsits del sistema bancari van ser clausurats al mes de novembre de 1997; però en absència d'un pla integral, aquestes mesures van provocar una important retirada de dipòsits. Paral·lelament, els bancs amb una situació fràgil van restar sota el control de l'agència bancària de reestructuració. Al mes d'agost de 1998 es van anunciar plans per nacionalitzar, fusionar o tancar 58 bancs, la qual cosa implicava reduccions de capital social i esforços per cobrir préstecs entre empreses d'un mateix grup o empreses vinculades.

Malàisia, malgrat no acollir-se al programa del FMI, també va reestructurar el sistema financer a través d'operacions de fusió d'empreses de 31 companyies financeres i la nacionalització d'altres 4. A més, les autoritats econòmiques crearen una agència que havia d'assumir els crèdits no atesos de bancs i altres institucions financeres. Però tal vegada el fet més destacable era que les mesures implementades evitaren la clausura de bancs, per facilitar el procés de recuperació de l'activitat productiva.

Filipines va ser el país que es va veure menys perjudicat per la crisi financera de l'Est d'Àsia i per això, els costos de recapitalització del sistema bancari eren nuls i només 2 bancs comercials van haver de ser tancats.

Aquest procés de tancament i de recapitalització d'institucions financeres no va estar exempt de dificultats econòmiques associades simultàniament, tant a una expansió excessiva de la liquiditat com al risc d'una retirada massiva de dipòsits (Banc Mundial, 1998a).

D'una banda, el manteniment de la confiança en el sistema financer a mesura que es clausuraven bancs insolvents requeria una estratègia que fes palesa la liquiditat i capitalització dels bancs que subsistien. A Indonèsia no es va aconseguir aquest objectiu i, per això, quan es van tancar 16 bancs comercials, al mes de novembre de 1997, es va produir una retirada de dipòsits, grans transferències dels bancs privats locals a bancs públics o bancs estrangers, així com una nova onada de sortida de capitals, que als mercats de divises es va traduir en una altra sèrie de devaluacions.

Per altra banda, Corea del Sud era l'únic país de l'Est d'Àsia que comptava, previ a l'esclat de la crisi, amb un sistema de garantia de dipòsits. Amb tot, la percepció general era que gran part dels dipòsits bancaris dels bancs de la regió estaven coberts per les garanties implícites que oferien els diferents Governos. D'aquesta manera, quan arran de la crisi les expectatives van canviar, els Governos d'Indonèsia, Corea del Sud i Tailàndia van haver de garantir públicament els dipòsits, així com d'altres passius nacionals i estrangers, per restaurar la confiança entre els creditors. Aquesta reacció comportava una socialització dels passius bancaris i l'augment dels costos fiscals de la reestructuració –que s'estimen al quadre 14.10–. Addicionalment, la transferència de fons públics per capitalitzar els bancs comportava una expansió monetària que

podia accelerar el creixement dels preus. Així, els Governes de Corea del Sud, Tailàndia, Indonèsia i Malàisia van proporcionar ajudes al sector bancari que representaven entre el 15 i el 30 per cent del PIB.

Amb la finalitat de reduir el cost d'aquestes polítiques es va provar d'atraure capitals financers procedents de l'exterior. Tailàndia va captar 3.000 milions de dòlars d'inversió estrangera i va vendre 4 bancs als inversors estrangers. En menor mesura Corea del Sud i Indonèsia van seguir pràctiques similars adreçades a afavorir la inversió estrangera, per així enfortir la gestió de les empreses nacionals i les capacitats tècniques al sector financer²⁹.

3.2. ELS ALTRES ASPECTES DE LA REFORMA ESTRUCTURAL

3.2.1. La millora de les normes de regulació i supervisió financera

Un altre aspecte dels programes del FMI era la implementació d'una sèrie de reformes destinades a reduir la fragilitat congènita dels sistemes financers nacionals. En aquest sentit, la majoria de països afectats per la crisi van fer intents per revisar i enfortir les normes reguladores, els mecanismes de supervisió i els requeriments de capitalització³⁰ del sistema financer.

Així, es van reforçar els criteris de classificació dels crèdits i les exigències per dotar provisions d'insolvència i adequar les normes de comptabilitat i auditoria als nivells internacionals; es van fixar límits als préstecs als accionistes i a empreses vinculades i es van endurir les normes per limitar els desequilibris de "venciment" i de "divises" entre les operacions actives i passives. Addicionalment, les normes de reducció de capitals, la privatització dels bancs públics i normes de propietat estrangera d'institucions financeres van haver de ser modificades (FMI, 1999c). Amb tot, els avenços en aquest àmbit van ser més aviat lents perquè es va primar la reestructuració del sistema financer en detriment d'aquests altres aspectes més normatius.

3.2.2. La política de competència i de gestió empresarial

El FMI entenia que les vulnerabilitats en el sector financer i empresarial d'aquests països eren atribuïbles, en part, a deficiències³¹ que afectaven negativament la gestió dels governs i el funcionament dels mercats.

Per això, els programes del FMI incloïen reformes destinades a promoure la millora en la gestió i la competència de les empreses públiques i privades. Aquestes mesures contemplaven la

²⁹ Per Sachs, Tornell i Velasco (1996b) una de les explicacions de la ràpida recuperació de Mèxic, després de la crisi de 1994, fou l'èxit en la captació de la inversió directa de l'estranger.

³⁰ Tanmateix, la pressió sobre els bancs tailandesos per recapitalitzar-se van tenir l'efecte de frenar l'expansió del crèdit bancari, la qual cosa va tendir a agreujar la restricció de liquiditat i la contracció de la producció. Per altra banda, les autoritats econòmiques d'Indonèsia van anunciar un notable increment de la ràtio de capitalització dels bancs del país, a principis de gener de 1998, però més tard van renunciar a aquesta possibilitat. Els bancs coreans que no complien els mínims de capitalització van ser comminats a adequar-se a aquestes exigències.

³¹ Deficiències associades a uns requisits de clausura inadequats i a uns vincles explícits i implícits entre els Governes, les institucions financeres i les empreses.

desaparició dels monopolis i càrtels estatals, la privatització de les empreses públiques que havien propiciat el "*crony capitalism*", l'enfortiment de les lleis de competència, la millora dels requisits de publicació dels comptes de les empreses i l'augment de la participació dels accionistes.

A més, per tal d'augmentar la transparència en els sectors públics i privats, els programes del FMI van incloure una sèrie d'accions per millorar la qualitat, la freqüència i la periodicitat de les dades econòmiques i financeres relatives a la dotació de reserves internacionals, passius externs i indicadors de les condicions del sector financer com la morositat dels crèdits bancaris i les ràtios de capitalització de les diferents entitats financeres.

En particular, a Indonèsia els esforços en aquest àmbit consideraven una àmplia sèrie de reformes que anaven des de l'eliminació de diversos acords comercials restrictius, a mesures destinades a optimitzar la gestió de les empreses públiques per privatitzar-les posteriorment. A Corea del Sud, les polítiques es van centrar en reforçar els drets dels accionistes, la supressió de les interferències del Govern en els processos de fallida, fusió i adquisició d'empreses i l'augment de la transparència de les pràctiques empresarials dels conglomerats industrials. A Tailàndia, l'èmfasi principal es va posar en la privatització d'empreses públiques en el camp de l'energia, les *utilities*, les comunicacions i el transport.

3.2.3. La política de liberalització comercial i financera i la política social

Els programes d'Indonèsia i Corea del Sud incorporaven un seguit de mesures per aprofundir en el procés de liberalització del comerç exterior. Així a Indonèsia va accelerar l'aplicació d'un programa iniciat l'any 1995 per reduir la majoria d'aranzels, disminuir el nombre de productes sotmesos a règims comercials especials i eliminar gradualment les barreres no aranzelàries. Corea del Sud va programar un calendari per l'eliminació de les subvencions i les restrictives llicències a la importació.

Per altra banda, malgrat que la liberalització del compte financer fou un dels aspectes més controvertits després de la crisi, els programes de reforma estructural abundaven en aquest sentit. L'argument es basava en què els beneficis potencials derivats de la liberalització del compte financer a llarg termini i la dificultat per revertir aquell procés de creixent obertura financera imposaven una estratègia d'una sola direcció que consistia en suprimir les distorsions que encara existien sobre la lliure circulació de capitals, especialment a Corea del Sud.

Finalment, les preocupacions sobre els efectes que la crisi tindria sobre la població més desfavorida també van ser contemplades als programes del FMI, a la vista de la migrada xarxa de seguretat social, en un context de recessió econòmica i atur creixent. Moltes de les mesures en aquest àmbit, especialment a Tailàndia, van ser dissenyades i finançades pel Banc Mundial i el ADB.

D. Conclusions

A mitjans de la dècada dels '90 el creixement a l'Est d'Àsia continuava sent molt elevat, conseqüència d'unes taxes d'inversió anuals del 25- 40 per cent del PIB, suportades pel flux d'entrada de capitals i l'expansió continuada de les exportacions. Per això, res no feia preveure una crisi de la magnitud, de la intensitat i de la transcendència com la que es va desencadenar a principis del tercer trimestre de 1997. Però la combinació d'un seguit de perturbacions macroeconòmiques amb una vulnerabilitat financera latent es va traduir en una crisi financera i canviària d'efectes devastadors per a les principals economies emergents de l'Est d'Àsia a finals de 1997 i durant tot l'any 1998.

Després del període 1990-95, caracteritzat per la forta expansió econòmica de la regió, les perspectives econòmiques dels països de l'Est d'Àsia van tendir a empitjorar per diversos motius: la secular recessió japonesa, la ràpida apreciació del dòlar respecte el ien a partir de 1995, la caiguda de la demanda mundial de semiconductors durant 1996, la creixent competència de les exportacions xineses i les expectatives d'uns tipus d'interès més alts als Estats Units i Japó durant el segon trimestre de 1997.

Com a conseqüència d'aquests esdeveniments, el creixement de les exportacions –un dels motors de les economies asiàtiques– va declinar considerablement l'any 1996. Aquesta caiguda de la demanda externa es va traduir en una desacceleració de la producció i l'aparició d'una capacitat industrial ociosa en un gran nombre de sectors industrials. Les menors exportacions i uns nivells d'inversió elevats comprometien la sostenibilitat d'uns dèficits per compte corrent creixents i generaven expectatives de depreciació als mercats de divises.

Paral·lelament, es van començar a fer evidents les fragilitats dels sistemes financers que, fins aleshores, havien passat desapercibudes. Així, l'alentiment del creixement econòmic va deteriorar la qualitat de les carteres d'inversió de moltes empreses financers i no financeres, i, algunes companyies molt palanquejades a curt termini van experimentar certes dificultats per atendre el pagament de les seves obligacions, especialment a Tailàndia i Corea del Sud.

En aquest escenari, els inversors van començar a inquietar-se per la solvència de les institucions d'aquells països i, en conseqüència, les cotitzacions a la majoria de les borses de la regió van iniciar una tendència a la baixa. L'aparició de noves informacions sobre la solvència dels sistemes financers nacionals, la magnitud del deute a curt termini dels països i la capacitat dels Estats per atendre els seus compromisos de *bail-out* no van fer més que agreujar la preocupació dels diferents agents. L'enduriment de les facilitats d'accés als préstecs internacionals, després de l'augment dels tipus d'interès al Japó i l'apreciació del ien durant la primera meitat de 1997, va accentuar aquesta tendència, tot precipitant l'esclat de la bombolla especulativa que havia alimentat l'expansió del crèdit bancari. Enmig d'aquesta creixent incertesa, el temor a la

insolvència va minvar el flux net d'entrades de capitals a la regió quan alguns bancs estrangers van decidir no renovar les seves línies de crèdit o desfer les seves operacions en alguns països. Aquesta dinàmica imposava una restricció creditícia que, a nivell intern, agreujava la restricció de liquiditat causada pel col·lapse de les cotitzacions dels actius financers i dels preus dels béns immobles sobre la posició financera de les empreses; i que, a nivell extern, validava els dubtes sobre la sostenibilitat dels dèficits externs i comprometia l'estabilitat canviària.

Malgrat la major volatilitat que va aparèixer als mercats de divises, els tipus d'interès es van mantenir invariables perquè, tot i que la defensa d'una paritat determinada constituïa l'objectiu central de la política canviària, existien reticències a canviar la política monetària acomodàcia que s'havia seguit durant molt de temps.

La fallida d'algunes institucions financeres a Tailàndia per la incapacitat del Govern d'aplicar el sistema de garanties implícites va precipitar un intens atac especulatiu contra el *baht*, a principis de juliol de 1997. Una vegada va esclatar la crisi, els diferents mercats financers van ser víctimes del "pànic" tan bon punt els inversors, nacionals i estrangers, es van adonar que la dotació de reserves internacionals resultava insuficient per cobrir el deute a curt termini. Alhora, la devaluació de les monedes nacionals, en augmentar el valor del deute en moneda estrangera de les empreses financeres i no financeres, va fer més intensa la relació que s'establia entre la pèrdua de confiança i el col·lapse financer, i això va ser fatal en un món caracteritzat per una creixent mobilitat de capital. Així, la dimensió del canvi en la direcció del flux de capitals no té precedents 88.000 milions de dòlars entre 1996 i 1997, aproximadament el 10 per cent del PIB de Corea del Sud, les Filipines, Indonèsia, Malàisia i Tailàndia.

Arran de la devaluació del *baht* tailandès, les pressions especulatives ràpidament es van fer extensives al peso de Filipines, a la *rupia* d'Indonèsia i al *ringgit* de Malàisia, entre juliol i setembre. El mecanisme de contagi de la crisi era la manera en què els països de sud-est asiàtic estaven associats en la ment dels inversors: resultava que amb independència de quines fossin les diferències entre totes aquelles economies, a l'imaginari col·lectiu, formaven part del "miracle asiàtic". A les Filipines, Indonèsia i Malàisia, com a Tailàndia prèviament, la pèrdua de confiança va iniciar un cercle viciós d'enfonsament financer i econòmic. Eren casos similars per als inversors, que consideraven els problemes d'una economia asiàtica com a males notícies per les altres. Aquesta primera ronda de devaluacions de les monedes de Tailàndia, Indonèsia, Filipines i Malàisia va precipitar una altra onada d'atacs especulatius contra el *dòlar* de Singapur, el *nou dòlar* de Taiwan, el *dòlar* de Hong Kong i, posteriorment, el *won* de Corea del Sud. En aquest cas, amb l'excepció de Hong Kong, les autoritats monetàries de Singapur, Taiwan i Corea del Sud van permetre, durant els mesos d'octubre i novembre de 1997, la depreciació per compensar la pèrdua de competitivitat de les exportacions de les divises dels quatre països ASEAN amb els que existia una important rivalitat comercial. Finalment, aquestes

onades successives d'atacs especulatius es van fer sentir també als mercats borsaris i canviaris de Rússia, Argentina, Brasil i Mèxic.

La resposta de la política econòmica dels països de l'Est d'Àsia després dels atacs especulatius i la renúncia a la defensa dels règims canviaris va girar entorn a tres eixos bàsics: la pràctica de polítiques monetàries i fiscals de caire restrictiu, el proveïment de liquiditat als sistemes financers i la reestructuració dels sistemes bancaris nacionals. A Indonèsia, Tailàndia, Corea del Sud, i en menor mesura Filipines, la principal responsabilitat en la gestió de la crisi de l'Est d'Àsia fou assumida pel FMI. Malàisia no va recórrer als préstecs del FMI, però la seva reacció en matèria de política econòmica no va diferir en excés a la de la resta de països. Amb tot, en les mesures instrumentades podia observar-se una barreja d'accions que tractaven d'evitar desequilibris macroeconòmics importants, amb d'altres mesures més intervencionistes com els controls de canvis i la imposició de controls de capitals. A Hong Kong, Singapur i Taiwan, les economies menys afectades per la crisi, també la política de tipus d'interès alts va esdevenir l'eix d'una política monetària que perseguia defensar el tipus de canvi i frenar el flux de sortida de capitals cap a l'exterior.

Després de l'atac especulatiu contra *baht* de Tailàndia i el seu contagi al conjunt de l'Est d'Àsia, la majoria de països de la regió no estaven en condicions de dur a terme una política econòmica efectiva i creïble per contrarestar els efectes d'una crisi canviària i financera. De fet, la crisi enfrontava a les autoritats econòmiques a un dilema difícil de resoldre. Evitar la devaluació exigia elevar els tipus d'interès nominals per desincentivar l'especulació contra la moneda nacional fins allà on fos necessari. Però la fragilitat evident dels sistemes financers condicionava l'alça dels tipus d'interès com a mecanisme per dissuadir l'especulació i evitar la sortida precipitada de capitals, doncs uns tipus d'interès més alts podien causar la fallida de multitud d'empreses molt endeutades a curt termini. Alhora, el notable palanquejament financer en moneda estrangera d'empreses financeres i no financeres invalidava la devaluació com a mecanisme d'ajust, perquè augmentava, de manera dràstica i sobtada, el valor del deute denominat en moneda nacional.

D'aquesta manera, les polítiques d'ajust necessàries van ser posposades o bé van resultar insuficients, contribuint a incrementar el nivell d'incertesa i a elevar el risc-país en determinats països de l'Est d'Àsia. De fet, les autoritats econòmiques només es van decidir a apujar els tipus d'interès després del quasi exhauriment de les reserves internacionals. La política monetària restrictiva implementada no va tenir èxit, si més no en primera instància, en el seu objectiu per establir l'estabilitat canviària, recuperar la confiança dels inversors i frenar el flux de sortida de capitals a Tailàndia, Corea del Sud, Indonèsia i Filipines ni tampoc a Malàisia. El retard a l'hora d'elevar els tipus d'interès al començament de la crisi i la reticència a mantenir-los en uns

nivells alts posteriorment van contribuir a minar la credibilitat de les autoritats econòmiques i a fer infructuosa aquella mesura. De fet, l'elevació dels tipus d'interès i va sumir a les economies en una profunda recessió que, alhora, tendia a realimentar aquest procés de pèrdua de confiança dels inversors, sortida de capitals, devaluació de la moneda i caiguda de la producció real.

El proveïment de liquiditat del FMI als països de l'Est d'Àsia va assolir nivells sense precedents com així ho testimonia el fet que els préstecs facilitats per aquesta institució eren notablement superiors a les quotes dels països i que, a més, aquests recursos es reforçaven amb ajuts d'organismes multilaterals i acords de caràcter bilateral que constituïen una "*segona línia de defensa*". La motivació d'aquest esforç era restablir la migrada dotació de reserves internacionals i assegurar-se un impacte positiu en la psicologia dels inversors financers per així deturar l'erosió de la confiança dels mercats financers.

Malgrat la magnitud del paquet de rescat financer, els recursos oferts no van ser prou importants com per cobrir totes les seves obligacions a curt termini, a diferència del que havia succeït en el cas de Mèxic. Només després de la instrumentació de mesures específiques de política econòmica i de la firma d'acords amb els bancs creditors, la confiança dels mercats financers es va recuperar i els tipus de canvi es van estabilitzar, doncs els mercats financers consideraven viable el servei del deute extern i adequades les polítiques macroeconòmiques.

Donat el paper central que va jugar la fragilitat financera de les economies de l'Est d'Àsia en la gestació i contagi de la crisi, els programes d'ajust macroeconòmic van incorporar una important reforma estructural. Aquest extrem suposava una novetat de les pràctiques que històricament havia seguit el FMI, quan la "*condicionalitat*" de la institució es limitava exclusivament a la política macroeconòmica. En particular, el FMI considerava les reformes estructurals, especialment la reestructuració dels sistemes bancaris, com un element essencial en l'esforç per corregir els desequilibris financers, recuperar la confiança dels inversors i minimitzar la probabilitat d'ocurrència d'un nou col·lapse financer. Les mesures adoptades variaven d'un país a un altre però, amb tot, presentaven dos elements comuns: el tancament de les institucions financeres insolvents i la capitalització dels bancs en dificultats.

La crisi financera i canviària de l'Est d'Àsia ràpidament va evolucionar cap a una crisi econòmica i social de gran magnitud i transcendència. Així, la fallida d'empreses i la restricció de liquiditat que imposava la reversió sobtada de capitals van propiciar una disminució mitjana de la producció del 8 per cent l'any 1998 a Tailàndia, Indonèsia, Corea del Sud, Malàisia i Filipines.

La gravetat d'aquesta recessió econòmica, sense precedents en més de 40 anys, fou evident en molts d'altres aspectes. L'acomiadament de treballadors, la disminució dels salaris reals i la

caiguda de la demanda de treball van fer que la taxa d'atur als països de l'Est d'Àsia –que fins aleshores no havia tingut major transcendència– passés de nivells entorn a l'1-2 per cent fins a nivells de l'ordre del 6-9 per cent de la població en edat de treballar. La disminució de l'activitat productiva i l'augment de l'atur van donar lloc a una disminució molt important de la renda per càpita. Aquesta abrupta reducció de la renda, en un context de tipus d'interès creixents, va deprimir entre 1998 i 1999 tant el consum privat com la demanda d'importacions. Simultàniament, la inversió privada es va enfonsar no només per la destrucció de capital físic que comportava la desaparició definitiva de moltes empreses o per la devastació de bona part del sector financer, sinó perquè les societats que van arribar a subsistir estaven tan endeutades que la seva capacitat d'inversió, limitada a uns recursos propis devaluats, es va veure reduïda dramàticament. A més, en un context de recessió econòmica generalitzada, la disposició de les empreses a continuar ampliant la seva capacitat productiva a través d'inversions en maquinària i instal·lacions tècniques era molt limitada, perquè les expectatives d'unes menors vendes feien poc probable poder col·locar als mercats la major producció associada a aquelles inversions.

Alhora, la profunda depreciació de la majoria de divises de la regió no va afectar en excés la inflació i, per tant, es va traduir en una millora de la competitivitat molt notable. Però la desaparició d'una part significativa del teixit productiu condicionava la capacitat de resposta de les distintes economies a la major demanda d'exportacions que es podia esperar d'aquella millora de la competitivitat. En absència d'una resposta adequada de les exportacions i davant la impossibilitat de finançar-se als mercats de capitals internacionals, les importacions de béns de consum i, especialment les de béns de capital, va haver de reduir-se de manera dràstica per ajustar el dèficit per compte corrent a les noves possibilitats de finançament.

Per això, la devaluació, en aquest escenari, es va traduir en una disminució de la demanda agregada i un canvi abrupte en el saldo del compte corrent de la balança de pagaments –des d'un dèficit fins a un superàvit– que van acabar afectant molt negativament a l'activitat econòmica del país.

Amb tot, la intensitat dels atacs especulatius i la magnitud de les conseqüències econòmiques de la crisi van variar d'un país a un altre. En aquest sentit, es poden distingir dos grans grups de països: un primer format per cinc països: Tailàndia, Indonèsia, Corea del Sud, Malàisia i Filipines i, un segon grup integrat per tres països: Hong Kong, Taiwan i Singapur.

Els cinc països del primer grup van sofrir més intensament les conseqüències de la crisi asiàtica de 1997, tal vegada perquè presentaven unes majors vulnerabilitats estructurals. Així, en primer lloc en aquestes economies existien importants dèficits per compte corrent, especialment a Tailàndia i Malàisia; segon, tots aquests països, amb la notable excepció de Corea del Sud,

havien experimentat un procés d'apreciació real de la moneda relativament intens al llarg de la dècada dels '90. Tercer, el creixement del crèdit bancari, que havia estat molt significatiu, va afavorir l'aparició de "*bombolles especulatives*" als mercats de capitals i als mercats immobiliaris. Finalment, la ràtio del deute a curt termini sobre actius a curt termini i la ràtio del deute a curt termini sobre la dotació de reserves s'havien anat deteriorant clarament durant tots aquells anys.

En canvi, als tres països del segon grup, les conseqüències de la crisi van ser menys traumàtiques perquè no van tenir problemes amb el deute extern a curt termini. A Singapur, Taiwan i Hong Kong la presència de superàvits en el compte corrent de la balança de pagaments, la fortalesa del sistema financer, conseqüència d'unes normes de regulació i supervisió efectives, i la credibilitat que atorgava un nivell de reserves elevats van protegir, parcialment, les seves economies dels efectes devastadors de la crisi canviària i financera que va afectar al conjunt de la regió.