

Primer Simposio Internacional sobre Corea
"Corea frente a los desafíos del siglo XXI"
Madrid, 29-30 de noviembre de 2000

Perspectivas económicas de Corea del Sur tras las crisis asiáticas

Pablo Bustelo

Profesor Titular de Economía Aplicada
Director del Grupo de Estudios Económicos de Asia Oriental (GEEAO)
Departamento de Economía Aplicada 1
Universidad Complutense de Madrid

E-mail: bustelop@ccee.ucm.es
URL: <http://bustelo.homepage.com/papers.html>

Resumen: Este trabajo pasa revista a las características de la crisis financiera que sufrió la República de Corea en 1997-98 y de la recuperación económica que ha registrado el país en 1999-2000. Además, expone los rasgos principales de la economía de Corea a finales de 2000 y enumera las perspectivas a corto plazo del país, insistiendo particularmente en los retos pendientes y los riesgos posibles, con miras a valorar adecuadamente hasta qué punto la economía del país está situada en una senda de crecimiento económico sostenido.

1. La crisis financiera de 1997-98

La crisis financiera de Corea del Sur (simplemente Corea a partir de ahora) presentó características peculiares, que hicieron que fuese muy distinta a la registrada en los otros países de Asia-5, esto es, en las naciones del sudeste asiático afectadas por ese fenómeno: Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

En 1997 la economía de Corea no presentaba ni una moneda fuertemente apreciada ni un alto déficit por cuenta corriente, a diferencia de los países del sudeste asiático, que tenían en 1996 o bien ambos problemas (Filipinas y Tailandia) o bien sólo uno de ellos (Malasia tenía un alto déficit corriente e Indonesia presentaba una moneda considerablemente apreciada). En los 24 meses anteriores a la crisis, el won coreano se apreció, en términos reales, sólo un 4,4%, cifra muy inferior a la correspondiente a las monedas de los países del sudeste asiático (superior, en los cuatro casos, al 12%). En 1997, el déficit por cuenta corriente de Corea fue de apenas 1,7% del PIB, una cifra muy inferior a la registrada, por ejemplo, en Tailandia en 1996 (7,9%). Puede afirmarse que la crisis coreana no fue una crisis típica de balanza de pagos, sino una crisis provocada inicialmente por problemas de liquidez de bancos y empresas, aunque, a la postre, se convirtiera también en una crisis de solvencia internacional (Bustelo, 2000a).

Con todo, la crisis coreana presentó causas comunes con las de los otros países de Asia-5: unas deficiencias macroeconómicas no convencionales e intermedias en el periodo 1994-96, junto con unos movimientos especulativos en los mercados internacionales de capital a partir de junio de 1997 (Bustelo, García y Olivié, 2000; Cho y Hong, 1999). Las deficiencias macroeconómicas fueron no convencionales en el sentido de que fueron muy diferentes de las identificadas, por lo común, en crisis financieras previas. Corea no tenía ni una

alta inflación (4,4% en 1997) ni un déficit presupuestario importante (sólo 1,7% del PIB en 1997). Tampoco presentaba los indicadores convencionales que, hasta entonces, parecían indicar la proximidad de una crisis (Bustelo, 1998 y 2000b): lento crecimiento económico (en 1997 el PIB coreano creció un 5%), aumento del cociente entre la oferta monetaria (M2) y las reservas en divisas (en Corea ese cociente disminuyó de 685 en 1993 a 620 a mediados de 1997), desaceleración de las exportaciones (que aumentaron en Corea un 5,3% en 1996 y un 7,3% en 1997), etc.. Las deficiencias principales de Corea a mediados de 1997 eran las tres siguientes:

- un alto cociente entre deuda externa a corto plazo y reservas en divisas (207% en el segundo trimestre de 1997 frente a 162% en el segundo trimestre de 1993);
- un proceso de sobreinversión en sectores manufactureros con exceso de capacidad (el cociente deuda/activos de las 30 mayores grandes empresas - *chaebol* - fue de 519% a finales de 1997);
- y una liberalización financiera prematura e indiscriminada (Chang, 1998; Cho, 1999; Demetriades y Fattouh, 1999) que favoreció, a través del auge del crédito bancario al sector privado (el porcentaje de préstamos de dudoso cobro alcanzó el 16% en 1997) y de la fuerte entrada de capital extranjero a corto plazo (los flujos netos de capital extranjero privado ascendieron a 24.409 millones de dólares en 1996, de los que 15.185 millones correspondieron a inversiones en cartera), una importante fragilidad del sector financiero (Hahm y Mishkin, 2000).

En cualquier caso, tales deficiencias eran de tipo intermedio, es decir, insuficientes para provocar, por si solas, una crisis como la acontecida (Chang, 2000). Esos inconvenientes podrían haberse corregido de haber continuado el "aterrizaje suave" (*soft landing*) de la economía, que ya estaba en curso desde finales de 1996. Sin embargo, los fuertes ataques especulativos contra la

moneda y la bolsa de valores provocaron, en cambio, un “aterrizaje abrupto” (*hard landing*).

En cuanto a los movimientos especulativos en los mercados internacionales de capital, baste señalar que las entradas netas de capital extranjero privado pasaron, en Corea, de 24.409 millones de dólares en 1996 a *menos* 13.884 millones en 1997 y a *menos* 13.027 millones en 1998. Esa caída de las entradas de capital obedeció en buena medida al pánico que se adueñó de los mercados financieros internacionales desde mediados de 1997 y al contagio de las crisis de los países del sudeste asiático (Park y Song, 2000).

Las consecuencias de la crisis financiera son bien conocidas: fuerte caída del PIB en 1998 (-6,7%), aumento de la tasa de desempleo (de 2,4% en 1997 a 6,8% en 1998 y a 8,6% en febrero de 1999), e incremento de la pobreza (de 11,4% en 1997 a 23,2% en 1998). El umbral de pobreza se sitúa, con arreglo a las estadísticas del Banco Mundial (2000c), en unos ingresos de 7,94 dólares al día.

2. La recuperación económica de 1999-2000

Desde 1999 se ha producido una importante y sorprendente recuperación (ARIC, 2000; BAsD, 2000, Banco Mundial, 2000a, b y c, OCDE, 2000). En 1999 el PIB creció un 10,7% (la tasa más alta desde 1988 y la más elevada de los países de Asia oriental; véase el cuadro 1), el desempleo disminuyó, a finales de año, al 4,5%, y el porcentaje de hogares pobres se redujo a un 18%. Esa tendencia ha continuado en el transcurso del año 2000. En el primer semestre del año, el PIB creció un 11,2% (con una tasa de inflación de apenas 1,5%), el desempleo afectó, en julio, al 3,7% de la población activa, y la pobreza se redujo al 15%. Para el conjunto de 2000, se prevé un crecimiento del PIB de 8,5%, una tasa de desempleo inferior al 4% y un índice de pobreza por debajo del 15%.

Cuadro 1. Variación del PIB en Asia oriental (en %), 1996-2001

	1996	1997	1998	1999	2000p*	2001p*
Indonesia	8,0	4,5	-13,7	0,2	4,0-4,1	4,0-4,2
Corea	6,8	5,0	-6,7	10,7	8,5-8,7	5,9-6,5
Malasia	8,6	7,5	-7,5	5,6	8,0-8,4	5,6-6,0
Filipinas	5,8	5,2	-0,4	3,3	3,4-4,0	3,3-4,5
Tailandia	5,5	-1,3	-10,0	4,2	4,5-4,9	4,4-4,5
China	9,6	8,8	7,8	7,1	8,0	7,5-7,6
Taiwan	5,7	6,8	4,8	5,4	6,4-6,6	5,6-5,9
Hong Kong	4,5	5,3	-5,1	3,1	8,7-9,0	4,2-4,4
Singapur	7,5	9,0	0,3	5,4	8,1-8,6	6,2-6,4
Japón	5,0	1,4	-2,8	0,3	1,9	2,0-2,1

Nota: *: previsiones a septiembre-octubre de 2000.

Fuentes: Banco Mundial, septiembre de 2000 y, para 2000 y 2001, también "The Economist Poll of Forecasters", *The Economist*, 7 y 14 de octubre de 2000.

Entre las razones que explican esa recuperación, cabe destacar las siguientes:

- unas políticas expansivas de demanda desde mediados de 1998, tanto en el plano fiscal como en el monetario. El déficit presupuestario aumentó de 1,7% del PIB en 1997 a 4,3% en 1998, mientras que los tipos de interés, que inicialmente subieron para hacer frente a los ataques especulativos (de 13% en 1997 a 15% en 1998), bajaron sustancialmente (5% en 1999 y 5,1% en agosto de 2000);
- un fuerte crecimiento de las exportaciones (8,6% en 1999 y 18,2% en 2000, tras la caída de 2,8% en 1998), debido al auge del comercio internacional (que creció un 11% en 1999, frente al 5%

registrado en 1998) y de los intercambios regionales (excepto con Japón, cuya recesión continúa) y a un tipo de cambio competitivo y estable (en torno a los 1.100-1.200 won por dólar, frente a los 1.700 a finales de 1997, y a los 845 a principios de 1997; el tipo de cambio efectivo real fue en 2000 un 22,7% menor que el registrado en 1996);

- una fuerte entrada de inversión directa extranjera, que pasó (en términos netos) de 700 millones de dólares en 1998 a 5.100 millones de dólares en 1999;
- una reestructuración bancaria y empresarial (Park, 2000), que, aun con limitaciones y retrasos, ha mejorado los balances bancarios y, en menor medida, el grado de apalancamiento (deuda/capital propio) de las empresas. La reestructuración bancaria consistió en transferir parte de los préstamos de dudoso cobro a la *Korea Asset Management Corporation* (KAMCO) y en ayudar a la recapitalización de las instituciones financieras a través de la *Korea Deposit Insurance Company* (KDIC). En cuanto a la reestructuración empresarial, se adoptaron diversas medidas para (1) mejorar la gestión empresarial; (2) prohibir las garantías cruzadas de deuda entre compañías afiliadas; (3) promover la concentración de las empresas en actividades centrales (*core activities*); (4) aumentar el poder de los accionistas minoritarios y de los gestores profesionales y (5) sanear la estructura financiera de las empresas. Los resultados principales de esas medidas fueron la reducción de la proporción de préstamos de dudoso cobro (del 16% en 1997 al 13% a mediados de 2000) y la disminución del grado de apalancamiento de las empresas (el cociente deuda/capital propio de los cinco mayores *chaebol* pasó de 470 a finales de 1997 a 302 en junio de 1999).

Cuadro 2. Cuadro macroeconómico de Corea del Sur, 1997-2000

	1997	1998	1999	2000p
Variación del PIB (en %)	5,0	-6,7	10,7	8,5
Saldo público (en % del PIB)	-1,7	-4,3	-3,3	-2,5
Tipos de interés (en %)	13,2	15,0	5,0	5,1 (agosto)
Variación de las exportaciones (%)	5,0	-2,8	8,6	18,2
IDE neta (M\$)*	-1.600	700	5.100	3.700
Tasa de desempleo (en %)	2,4	6,8	6,3	3,7 (julio)
Pobreza**	11,4	23,2	18,0	14,8
Balanza por c/c***	-1,7	12,6	6,1	2,1
Inflación (en %)	4,4	7,5	0,8	2,3
Tipo de cambio****	1.695	1.204	1.138	1.108

*: inversión directa extranjera neta en millones de dólares; **: porcentaje de los hogares por debajo del umbral de pobreza (7,94 dólares al día); ***: saldo de la balanza por cuenta corriente en porcentaje del PIB; ****: unidades de won por dólar.

Fuentes: Banco Mundial y BAsD.

Gracias a la reestructuración de la deuda externa y al incremento de los ingresos en divisas (por concepto de exportaciones de mercancías o de inversión extranjera), el cociente entre la deuda externa a corto plazo y las reservas en divisas ha disminuido sustancialmente hasta un 50% en marzo de 2000 (frente al 207% registrado, como ya se indicó, en el segundo trimestre de 1997). Además, el grado de apalancamiento de los cuatro mayores grandes conglomerados empresariales se situó en julio de 2000 en 230%, una cifra muy alta pero inferior a la de 1998 (346%). Por añadidura, la proporción de préstamos de dudoso cobro (respecto de los préstamos totales del sector bancario) se ha reducido de 16% en 1997 a 13% en julio de 2000. En suma,

los elementos principales de vulnerabilidad que existían en 1997 han desaparecido o se han reducido sustancialmente.

Con todo, los factores de la recuperación pueden estar alcanzado ya sus límites:

- el mantenimiento de políticas expansivas de demanda resulta, a finales de 2000, problemático: aunque el déficit público se está consolidando (fue de 3,3% del PIB en 1999, estimándose una cifra de 2,5% para 2000), la deuda pública, respecto del PIB, ha pasado de 24,7% en 1998 a 36,2% en 2000, lo que quizá imponga limitaciones a una nueva expansión del gasto público, habida cuenta de la rigidez de los gastos sociales y de los destinados a la reestructuración financiera; además, el descenso de los tipos de interés internacionales dificulta mantener bajos tipos en Corea, a la vista de la inestabilidad de los mercados financieros internacionales (el FMI estima que las entradas netas de capital extranjero privado serán de nuevo negativas en 2000);
- el incremento de los precios del petróleo (cuyas importaciones suponen el 18% de las importaciones totales de Corea), la desaceleración del comercio mundial (con un incremento de 7,5% en 2000, frente al 11% registrado en 1999) y un eventual menor crecimiento de la economía de Estados Unidos (primer mercado de exportación) pueden hacer que la contribución al incremento del PIB coreano de las exportaciones netas deje de ser tan importante;
- la inversión directa extranjera, según datos del Banco Mundial, puede ser menor en 2000 (3.700 millones de dólares) que en 1999 (5.100 millones de dólares);
- la reestructuración bancaria y, sobre todo, la empresarial sigue siendo una tarea pendiente, con el riesgo añadido de que las autoridades caigan, ante el importante crecimiento del PIB, en cierta

complacencia. A finales de junio de 2000, los 17 mayores bancos comerciales tenían todavía unos créditos de dudoso cobro que ascendían a 55 billones de won (11% de los créditos totales), ante los que sólo habían hecho provisiones para una tercera parte (*The Economist*, 2000b). Además, los *chaebol* son, en general, renuentes al cambio. Muchos de ellos se resisten a desinvertir en actividades no "centrales". Las familias que los controlan (los Chung en Hyundai, los Lee en Samsung, los Koo en LG, etc.) se niegan a perder influencia en beneficio de gestores profesionales. El descenso de su apalancamiento entre 1997 y 1999 se ha debido en buena medida a artificios contables, como la revaluación de activos o la emisión de acciones, en lugar de una auténtica reducción de deuda (*The Economist*, 2000a).

3. Situación actual de la economía

Para el conjunto de 2000, se prevé un crecimiento del PIB superior al 8%, un déficit público de apenas 2,5% del PIB, unos tipos de interés en ligero aumento pero relativamente bajos, un incremento de las exportaciones superior al 18% y una tasa de inflación de 2,3%.

El crecimiento del PIB se ha desacelerado respecto de 1999. Las causas principales son la menor contribución de las exportaciones netas (dado el fuerte incremento de las importaciones debido al incremento de los precios del petróleo y de la apreciación de la moneda), el menor crecimiento del consumo privado y la contención del gasto público. Conviene señalar que se mantiene el alto crecimiento de la inversión privada.

La reducción del déficit público obedece principalmente al impacto positivo que la recuperación ha tenido sobre los ingresos del Estado, mientras

que la contención del gasto público ha resultado difícil, dados los intereses de la deuda gubernamental y el gasto social.

Los tipos de interés han registrado dos incrementos en 2000, pero están aún por debajo de los vigentes en 1998. La razón principal es que las autoridades prefieren luchar contra la inflación mediante la apreciación de la moneda en vez de con una política monetaria restrictiva, opción esta última que dificultaría aún más la recapitalización y reestructuración del sistema financiero. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la apreciación de la moneda dificulta las ventas en el exterior.

El incremento de las exportaciones (sobre todo de productos electrónicos de consumo, semiconductores y automóviles) ha obedecido a la fuerte demanda exterior de los Estados Unidos y al aumento de los precios de los componentes electrónicos, dado el auge, a escala mundial, de las industrias de tecnologías de la información.

La tasa de inflación ha aumentado ligeramente (fue de 3,9% en septiembre) como consecuencia de la propia recuperación y del incremento de los precios del petróleo y de los productos agrícolas.

4. Perspectivas para los próximos años

Las perspectivas para 2001 son las siguientes: un crecimiento del PIB entre 6,0 y 6,5%, un déficit presupuestario equivalente al 2,2% del PIB, unos tipos de interés en ligero aumento, unas exportaciones muy probablemente en desaceleración y una tasa de inflación de 2,6%.

En suma, cabe afirmar que la recuperación económica continuará, si bien a menor ritmo y sujeta a presiones inflacionistas y a un crecimiento menor de las exportaciones.

Los retos principales que debe afrontar la economía en los próximos años son los siguientes:

- la reestructuración empresarial: a pesar de los resultados positivos alcanzados en los dos últimos años, “los *chaebol* han hecho progresos insuficientes de reestructuración y siguen, por tanto, siendo vulnerables a perturbaciones financieras” (Banco Mundial, 2000c, p. 30). El grado de apalancamiento de los cuatro mayores *chaebol* se situó en julio de 2000 en un inquietante 230% y es particularmente elevado en LG y en Hyundai (cuadro 3);
- la reestructuración financiera: hasta la fecha, se han hecho algunos progresos, como la transferencia de una parte importante de los préstamos de dudoso cobro de los bancos en dificultades a la *Korea Asset Management Corporation* (KAMCO), que había rescatado en julio de 2000 una cantidad superior a los 74 billones de won. Con todo, a mediados de 2000, los préstamos bancarios de dudoso cobro suponían todavía 13,2% de los préstamos totales, una cantidad equivalente al 12% del PIB. El gobierno desea, con una inyección adicional de 50 billones de won (45.000 millones de dólares), que se suma a los 100 billones de won gastados hasta ahora en la reestructuración, desarrollar la infraestructura institucional para fortalecer la estabilidad financiera, mejorar la competitividad del sector y fortalecer la supervisión de los mercados de capital;

Cuadro 3. Cociente deuda/capital propio de los 'chaebol', 1997-2000

	1997	1999	2000 (julio)
Hyundai	579	152	230
Samsung	371	146	194
LG	313	148	260
Daewoo	472	-	-
SK	320	133	220
30 mayores <i>chaebol</i>	519	164	sd

Fuente: Banco Mundial.

- una posible desaceleración de las exportaciones, por causa de la apreciación del won, del impacto sobre los costes empresariales del incremento de los precios del petróleo y de la desaceleración del ritmo de crecimiento de Estados Unidos y, más en general, de la economía mundial (el producto bruto mundial crecerá previsiblemente un 3,2% en 2001, frente al 4,1% en 2000) y del comercio internacional (11,0% en 2000 y 7,5% en 2001);
- las presiones inflacionistas, resultantes de la propia recuperación y del alza de la cotización del crudo, que habrán de combatirse con una política monetaria más restrictiva (la apreciación de la moneda tiene, como es sabido, efectos negativos sobre las exportaciones). El problema estriba en que los problemas del sector financiero deben resolverse antes de endurecer la política monetaria;
- finalmente, las autoridades deberán hacer frente a los costes sociales remanentes de la crisis. La proporción de hogares por debajo del umbral de pobreza (7,94 dólares al día) se situará previsiblemente en 12,5% (5,2 millones de personas) en 2001, una cifra todavía superior a la registrada en 1997 (11,4%).

Referencias

ARIC (2000), *Asia Recovery Report October 2000*, Asia Recovery Information Center, Banco Asiático de Desarrollo, octubre.

Banco Asiático de Desarrollo (2000), "Republic of Korea", en *Asian Development Outlook 2000. Update*, BAsD, Manila.

Banco Mundial (2000a), "Korea", en *East Asia Update March 2000*, Banco Mundial, marzo.

Banco Mundial (2000b), *East Asia: Recovery and Beyond*, Banco Mundial, junio.

Banco Mundial (2000c), *East Asia Brief. September 2000*, Banco Mundial, Washington DC.

Bustelo, P. (1998), "The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey", *ICEI Working Papers*, nº 10, octubre, Universidad Complutense de Madrid.

Bustelo, P. (2000a), "South Korea in 1997-98. A Critical View of the Financial Crisis and the IMF Remedies", en H. Henke e I. Boxill (comps.), *The End of the 'Asian Model'?*, John Benjamins, Amsterdam-Philadelphia, pp. 163-78.

Bustelo, P. (2000b), "Novelties of Financial Crises in the 1990s and the Search for New Indicators", *Emerging Markets Review*, vol. 1, nº 3, pp. 229-51.

Bustelo, P., C. García e I. Olivié (2000), *Crisis financieras en economías emergentes: enseñanzas de Asia oriental*, Ediciones Cooperación al Desarrollo, Agencia Española de Cooperación Internacional, Madrid.

Chang, H.-J. (1998), "Korea: The Misunderstood Crisis", *World Development*, vol. 26, nº 8, agosto, pp. 1551-61.

Chang, H.-J. (2000), "The Hazard of Moral Hazard: Untangling the Asian Crisis", *World Development*, vol. 28, nº 4, abril, pp. 775-88.

Chang, H.-J. y H.-J. Park (1999), "An Alternative Perspective on Post-1997 Corporate Reform in Korea", mimeo, diciembre.

Cho, Y.-J. (1999), "Financial Crisis in Korea: A Consequence of Unbalanced Liberalization", Sogang University, mimeo, febrero.

Cho, D. y K. Hong (1999), "Currency Crisis of Korea: Internal Weakness or External Interdependence?", Korea Development Institute, mimeo, julio.

Demetriades, P. O. y B. A. Fattouh (1999), "The South Korean Financial Crisis: Competing Explanations and Policy Lessons for Financial Liberalization", *International Affairs*, vol. 75, nº 4, pp. 779-92.

Economist, The (2000a), "The Chaebol Spurn Change", *The Economist*, 22 de julio.

Economist, The (2000b), "South Korea. The Burden of the Banks", *The Economist*, 23 de septiembre.

Hahm, J.-H. y F. S. Mishkin (2000), "The Korean Financial Crisis: An Asymmetric Information Perspective", *Emerging Markets Review*, vol. 1, nº 1, pp. 21-52.

OCDE (2000), *Economic Survey of Korea 2000*, OCDE, París.

Park, Y.-C. y C.-Y. Song (2000), "Financial Contagion in the East Asian Crisis – With Special Reference to the Republic of Korea", mimeo.

Park, J.-H. (2000), "Korea's Crisis Resolution and Future Policy Directives", Ministry of Finance and Economy, febrero.