

III. Evolución de la situación en los mercados emergentes

Aspectos más destacados

La mayoría de los mercados emergentes obtuvo resultados macroeconómicos muy satisfactorios durante el año pasado aunque, a medida que avanzaba el año, compartieron la desaceleración económica de los países industrializados. La tasa media de crecimiento fue la más elevada de los últimos cuatro años, especialmente en América Latina y en Europa Central y Oriental (cuadro III.1). La aceleración del crecimiento medio estuvo acompañada de una convergencia de las tasas de crecimiento, sobre todo en Europa Central y Oriental, donde, por primera vez desde el cambio de régimen, todos los países registraron tasas positivas.

Sin embargo, se observaron notables diferencias entre los distintos países en cuanto al ritmo al que procedieron sus respectivas reformas estructurales. En América Latina, los procesos de fusiones y privatizaciones así como la creciente presencia de bancos extranjeros insuflaron nuevos bríos al sector bancario. También se aprobaron nuevos marcos legislativos para reforzar la viabilidad fiscal, aunque su eficacia no se ha comprobado aún en la práctica. En Europa Central y Oriental, tan sólo algunos países consiguieron reducir el desempleo estructural y, en Turquía, la reciente crisis mostró una vez más, que un sector bancario frágil puede minar la confianza en la política macroeconómica. En Asia, se hizo frente a algunas de las deficiencias estructurales que quedaron al descubierto durante la crisis de 1997–98, pero resulta aún incierto si estas políticas superarán la prueba de la desaceleración mundial en curso.

El superávit por cuenta corriente agregado de las economías emergentes aumentó durante el año pasado, pese a que se observaron grandes diferencias interregionales. La subida de los precios del petróleo, unida a un ligero incremento de los precios de otros productos básicos, explica en su mayor parte la mejora registrada en África. El encarecimiento de los precios del petróleo crudo benefició asimismo a los países exportadores de América Latina, aunque también encubrió un aumento del déficit por cuenta corriente subyacente de la región, debido al fuerte crecimiento de la demanda interna. El dinamismo de las exportaciones a Europa Occidental redujo los déficit externos en la mayoría de los países de Europa Central, a pesar del aumento del valor de las importaciones de petróleo. En cambio, en casi todas las economías asiáticas el superávit externo se redujo, a consecuencia no sólo de su relativamente elevado consumo de energía, sino también del menor crecimiento de los ingresos de exportación observado hacia finales del 2000.

A pesar de la recuperación del crecimiento y la subida de los precios del petróleo, la inflación media descendió hasta sólo rebasar ligeramente el 6%. En la región asiática, la inflación, inferior a un 2%, fue de hecho menor a la

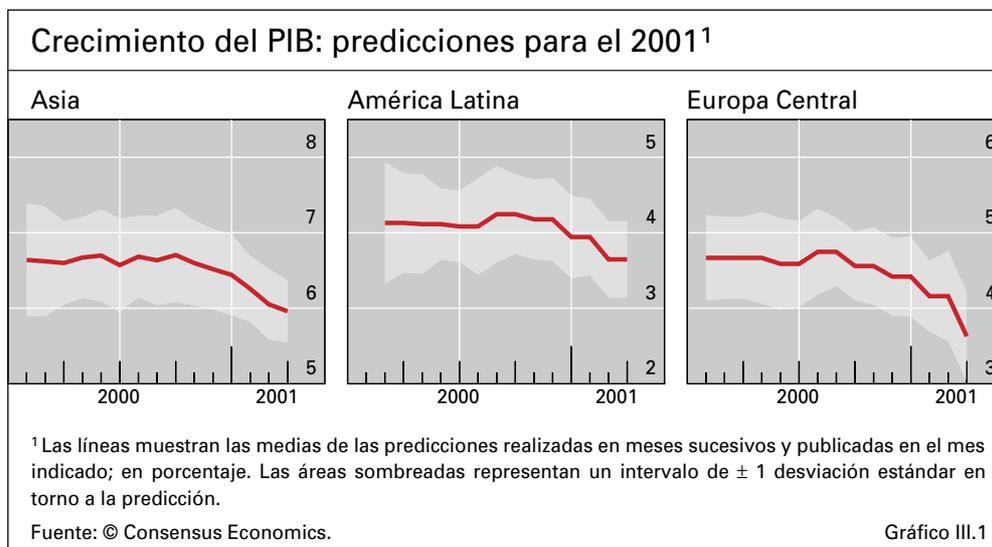
de los países industrializados, al tiempo que en los de América Latina se consolidaron las importantes mejoras logradas durante la segunda mitad de la década de los noventa. Como se señala en el último apartado de este capítulo, contener la inflación ha sido uno de los mayores éxitos de los mercados emergentes en los últimos años; el endurecimiento de la política fiscal, la adopción de una política monetaria orientada primordialmente a la estabilidad de los precios y de políticas estructurales destinadas a reforzar la competencia interna y externa son factores que han desempeñado un papel

Crecimiento, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real			Precios de consumo			Balanza por cuenta corriente		
	1993-98	1999	2000 pe	1993-98	1999	2000 pe	Media 1993-98	1999	2000 pe
	variación porcentual anual						en porcentaje del PIB		
Asia ¹	7,5	6,1	7,0	9,6	2,2	1,9	0,5	4,1	2,9
China	10,5	7,1	8,0	11,9	-1,4	0,3	1,6	1,6	1,5
Hong Kong	3,2	3,1	10,5	6,7	-4,0	-3,6	-0,4 ²	5,2 ²	4,7 ²
India	6,4	6,6	6,0	7,6 ³	3,5 ³	5,3 ³	-1,1	-0,6	-1,0
Corea	4,7	10,9	8,8	5,4	0,8	2,3	-0,1	6,0	2,4
Singapur	8,0	5,4	10,0	1,7	0,5	1,5	17,1	25,3	23,6
Taiwan	6,0	5,6	6,0	2,7	0,2	1,3	2,7	2,9	3,0
Filipinas	3,6	3,4	4,0	8,0	6,7	4,3	-3,5	10,3	12,4
Indonesia	3,2	-0,1	4,8	15,4	20,5	3,7	-1,8	4,1	7,2
Malasia	6,3	5,8	8,5	3,7	2,7	1,5	-3,4	15,9	9,2
Tailandia	3,2	4,2	4,3	5,6	0,3	1,5	-3,6	10,2	7,6
América Latina ¹	3,6	0,2	4,4	73,4	9,1	6,7	-3,1	-3,1	-2,1
Argentina	4,5	-3,0	-0,5	3,2	-1,2	-0,9	-3,6	-4,4	-3,3
Brasil	3,5	0,8	4,5	213,4	4,9	6,0	-2,6	-4,7	-4,2
Chile	6,9	-1,1	5,4	8,5	3,4	3,8	-4,5	-0,1	-1,4
Colombia	3,7	-4,3	2,8	21,1	11,2	9,5	-5,0	-0,0	0,2
México	2,7	3,7	6,9	19,9	16,6	7,9	-3,5	-2,9	-3,1
Perú	5,9	1,4	3,6	17,7	3,5	3,8	-6,2	-3,5	-3,0
Venezuela	1,1	-6,8	2,8	56,1	23,6	16,2	2,6	3,6	11,1
Europa Central ¹	4,2	3,1	4,0	20,6	6,5	8,7	-2,6	-5,9	-5,4
Hungría	2,4	4,5	5,2	20,9	10,0	9,8	-5,6	-4,3	-3,3
Polonia	5,6	4,1	4,1	24,1	7,3	10,1	-1,2	-7,5	-6,2
República Checa	1,6	-0,8	3,1	11,2	2,1	3,9	-3,6	-3,0	-4,8
Rusia	-5,6	5,4	8,3	151,9	85,7	20,8	2,2	13,5	19,0
Turquía	4,7	-5,0	6,1	84,8	64,9	54,9	-0,9	-0,7	-4,8
Arabia Saudita	1,0	0,4	4,1	1,2	-1,6	-0,8	-5,8	0,3	10,1
África	3,0	2,5	3,0	19,7	5,7	4,2	-11,1 ⁴	-12,1 ⁴	0,8 ⁴
Sudáfrica	2,5	1,9	3,2	8,3	5,2	5,3	-0,8	-0,5	-0,4
Zona CFA	3,4	2,4	2,6	9,2	1,4	1,8	-6,0	-5,3	-4,5
<i>Pro memoria:</i>									
<i>Países del G-7</i>	2,6	2,9	3,8	2,1	1,3	2,3	-0,0	-1,1	-1,6

¹ Media ponderada de los países mencionados, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 1995. ² Balanza de bienes y servicios, excluidas las rentas de los factores. ³ Precios al por mayor. ⁴ En porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios.

Fuentes: FMI; OCDE; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.1



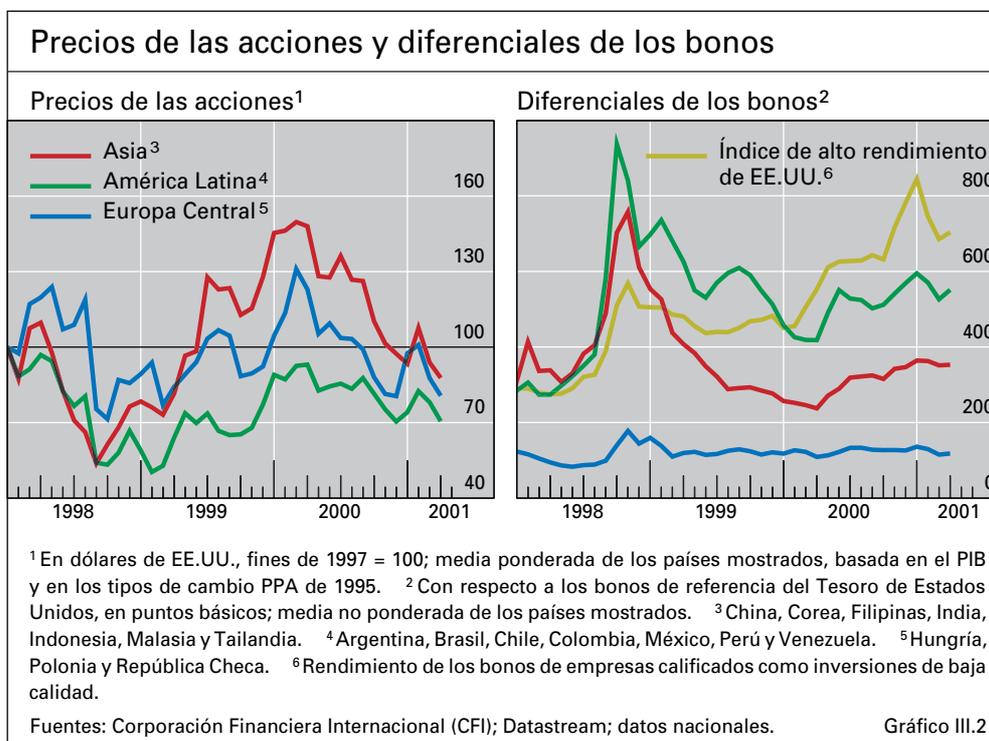
importante. Además, una vez que comenzó a descender la inflación, se liberaron fuerzas que contribuyeron tanto a consolidar las ganancias como a que continuase su descenso. Aún así, mantener la inflación en niveles moderados continúa siendo un reto prioritario para la mayoría de los países.

A medida que avanzaba el año, los mercados emergentes se hicieron eco de la progresiva desaceleración experimentada por la economía de los países industrializados. Volviendo la vista atrás, el acusado descenso de los precios de las acciones a principios de año fue una advertencia del cambio de tendencia que se cernía sobre el ciclo mundial del sector electrónico. Hacia finales del 2000, el crecimiento del producto se desaceleró bruscamente en los países que dependen en mayor medida de las exportaciones de estos productos, y las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la mayoría de las economías de mercado emergentes fueron revisadas a la baja (gráfico III.1). Las perspectivas se presentan especialmente inciertas en Argentina, Indonesia y Turquía, donde la confianza en las políticas adoptadas ha sufrido un deterioro. Las expectativas de crecimiento a corto plazo dependen de la vulnerabilidad de las economías a los cambios del comercio mundial, así como de la situación financiera internacional. Los efectos del cambio de signo del ciclo del sector electrónico se manifestaron con mayor intensidad en los mercados emergentes de Asia. A diferencia de éstos, los países latinoamericanos son más vulnerables al comportamiento de los mercados internacionales de capitales, dados sus elevados déficit por cuenta corriente y sus necesidades de financiación externa. En razón de su menor grado de dependencia de flujos de entrada de capitales, y del destino final de gran parte de sus exportaciones, las perspectivas de África y Europa Central y Oriental dependen principalmente del crecimiento de Europa Occidental.

Evolución de los mercados financieros y flujos de capital

La favorable evolución macroeconómica de la mayoría de las economías emergentes durante el año pasado ha de analizarse en el contexto de reaparición periódica de unas condiciones financieras volátiles y

La situación financiera empeoró con el transcurso del año ...



desfavorables. La corrección a la baja de los precios de las acciones, registrada en los principales mercados en marzo del 2000, se reflejó inmediatamente en los mercados bursátiles de las economías emergentes (gráfico III.2). Los mercados asiáticos, con la importante excepción de China, resultaron especialmente afectados, por cuanto que la caída del índice Nasdaq se interpretó en general como una señal de descenso de la demanda de productos electrónicos y, por tanto, como una disminución de los ingresos de exportación de los países especializados en estos productos (cuadro III.2). En algunos casos, la bajada de los precios de las acciones se vio exacerbada por los temores surgidos en relación con el lento avance de las reformas financieras y los procesos de reestructuración empresarial, lo que se manifestó con especial claridad a finales de año, cuando varios países experimentaron flujos negativos netos de inversión de cartera.

La evolución de los mercados de crédito de los países industrializados también influyó en las condiciones de financiación que afrontaron las economías emergentes. Tanto en la primavera como hacia finales del año

	Corea	Hong Kong	Malasia	Singapur	Tailandia	Taiwan
1995–96	0,16	0,32	0,05	0,11	0,19	0,05
1999–2000	0,45	0,55	0,25	0,40	0,32	0,27
	Argentina	Brasil	Chile	México	Polonia	Sudáfrica
1995–96	0,06	0,01	-0,08	0,07	0,18	0,02
1999–2000	0,23	0,44	0,23	0,38	0,34	0,36

¹ En monedas nacionales; las cifras se refieren a dos años y se han calculado utilizando observaciones semanales.

Fuentes: CFI; datos nacionales. Cuadro III.2

pasado, los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos se incrementaron ostensiblemente, sobre todo en los países con una elevada deuda externa, déficit fiscal o un sector bancario frágil (véase también el capítulo VI). Sin embargo, estos diferenciales aumentaron, en general, en menor medida que los de los bonos de empresas con altas calificaciones de rentabilidad, por cuanto que los inversionistas percibían un riesgo de incumplimiento muy inferior. Los cambios de las expectativas del mercado también influyeron en los flujos netos de capital (cuadro III.3). Debido al deterioro de la situación financiera observado en el cuarto trimestre del año pasado, la emisión de bonos entró en una fase de estancamiento y la entrada neta por emisiones de acciones también se contrajo abruptamente. Al descender a su vez la inversión extranjera directa (IED), las entradas netas de capital privado declinaron en el 2000 hasta pasar a representar sólo una pequeña proporción de los niveles registrados con anterioridad a la crisis asiática.

Aunque algunos observadores han interpretado la disminución de la deuda como una reacción deliberada de los prestamistas a la sucesión de crisis ocurridas en la década de los noventa, también cabe hacer una interpretación más positiva. Durante los dos últimos años, los tipos de interés nacionales han disminuido, un mayor número de países ha permitido la fluctuación de su moneda y las reformas estructurales han incrementado gradualmente la oferta interna de fondos disponibles. En estas circunstancias, los prestatarios de los mercados emergentes han mostrado una creciente preferencia por fuentes de financiación internas y en moneda local, en detrimento de los préstamos internacionales. La oferta de crédito ha experimentado además cambios de naturaleza estructural. Los

... y los flujos netos de capital fueron inferiores a los niveles registrados con anterioridad a crisis recientes

Los flujos netos de deuda fueron especialmente débiles

Flujos netos de capital privado en las economías de mercado emergentes				
	1997	1998	1999	2000
	en miles de millones de dólares de EE.UU.			
Por instrumento				
Inversión extranjera directa	145	151	150	144
Inversión de cartera	43	1	22	25
Otros movimientos de capital privado	-68	-99	-102	-136
Por región				
Asia	13	-47	1	- 2
América Latina	68	62	40	39
África	17	11	13	9
Europa Central y Oriental	3	19	13	3
Otra	19	8	4	- 16
Flujo total	120	53	70	33
<i>Pro memoria: Variación de las reservas¹</i>	-62	-35	- 86	-120

¹ Un signo negativo indica un aumento.

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

Cuadro III.3

bancos internacionales han reforzado ostensiblemente su presencia en las economías emergentes mediante operaciones de compra de entidades locales, reduciendo en consecuencia su volumen de préstamos externos. Por último, la acumulación de considerables superávits por cuenta corriente en Asia ha permitido restituir las reservas de divisas y reducir la deuda externa de corto plazo.

La distribución regional se mantuvo estable

La composición regional de los flujos netos de capital privado registró escasos cambios durante el año pasado. Las entradas netas en la región asiática continuaron en torno a cero, debido principalmente a un aumento de los pagos por servicio de la deuda externa. La inversión extranjera directa también se contrajo, ya que la disminución de los flujos de entrada en el sudeste asiático compensó con creces el aumento de las entradas en China (dado su inminente acceso a la Organización Mundial del Comercio (OMC)) y en Corea (estimulados por la liberalización de la cuenta de capital). Por su parte, la entrada neta de capital privado se mantuvo estable en América Latina, mientras que en Europa Central y Oriental y en África fue inferior a la del año anterior. A pesar de la ligera disminución registrada el año pasado, la inversión extranjera directa constituyó la fuente más estable de afluencia de capital en las economías emergentes. Su distribución permaneció estable y sumamente concentrada. Cinco países: Argentina, Brasil, China (incluido Hong Kong), México y Corea, recibieron dos tercios de las entradas totales de IED destinada a las economías de mercado emergentes, mientras que África, con cincuenta países, recibió menos del 5%.

Asia

Evolución del crecimiento y del sector externo

La recuperación superó las expectativas ...

En Asia, el producto experimentó un acusado aumento en el 2000, superando en general las expectativas. Aunque no puede descartarse que la subida de los precios del petróleo redujera la renta real de los países importadores en un 0,5–1%, el crecimiento medio de la región ascendió hasta el 7%, registrándose tasas de expansión particularmente altas en Corea, Hong Kong y Singapur. Incluso Filipinas y Indonesia lograron una notable expansión a pesar de la incertidumbre política y el malestar social. Las fuentes del crecimiento varían de un país a otro (cuadro III.4). En economías relativamente cerradas y de gran tamaño como China e India, la demanda interna continuó siendo la principal fuente de crecimiento. En *China*, el estímulo fiscal y una política monetaria acomodaticia apoyaron la expansión; por otra parte, se incrementó la inversión pública y se adoptaron diversas medidas (como aumentar los salarios del sector público e introducir un impuesto sobre la renta procedente de intereses) para fomentar el consumo. No obstante, como se esperaba que las empresas estatales redujeran el número de trabajadores, además de las prestaciones sociales, los hogares tendieron a incrementar el ahorro como medida precautoria. El crecimiento de la inversión privada también fue moderado, a pesar del aumento de las entradas de inversión externa directa.

... incluso en China

Demanda interna (DI) y exportaciones netas (EXN)										
Contribución porcentual al crecimiento del PIB										
	China		Corea		Filipinas		Hong Kong		India	
	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN
1994-98	8,6	1,3	0,5	3,9	5,0	-1,4	3,5	-1,1	7,2	-0,4
1999	7,4	-0,3	11,9	-1,0	0,3	3,0	-5,0	8,1	6,1	0,3
2000	7,5	0,5	5,3	3,5	-1,7	5,6	9,3	1,2	5,1	0,6
	Indonesia		Malasia		Singapur		Tailandia		Taiwan	
	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN
1994-98	3,1	-0,5	1,9	3,9	4,5	3,0	-2,0	3,8	6,3	-0,2
1999	-2,7	3,0	1,7	4,1	4,3	1,6	2,9	1,3	1,9	3,5
2000	4,7	0,1	12,6	-4,0	8,9	0,9	3,8	0,5	4,3	1,7

Fuentes: JP Morgan, *World Financial Markets*; datos nacionales.

Cuadro III.4

En *India* se observó durante el año pasado un menor avance del crecimiento debido al efecto combinado de las adversas condiciones meteorológicas que afectaron al sector agrícola y de la desaceleración del sector servicios. La acusada subida de los precios del petróleo y un fuerte terremoto fueron otros factores que afectaron negativamente al crecimiento. El dinamismo de las exportaciones (la expansión más rápida desde 1997) contrarrestó en parte el descenso de la demanda interna y supuso un apoyo para la rupia, que había sufrido presiones de depreciación en razón del aumento del costo de las importaciones de petróleo. Las autoridades intentaron frenar esta depreciación incrementando los tipos de interés y movilizándolo depósitos especiales de nacionales no residentes, al tiempo que endurecieron la política fiscal y adelantaron el calendario de privatizaciones, que incluía la reducción de la participación pública en los bancos de propiedad estatal.

Desaceleración del crecimiento en India

Al disminuir las exportaciones en las economías asiáticas más abiertas, la demanda interna pasó a ser la principal fuente de crecimiento. Esta alteración se hizo patente especialmente en los países que dependen de las exportaciones de productos electrónicos (Malasia y Singapur), aunque también se percibió en Hong Kong, Indonesia y Tailandia. *Taiwan*, que permaneció relativamente inmune a la crisis de 1997-98, registró un cambio brusco tanto en la magnitud como en las fuentes del crecimiento. Tras la caída del Nasdaq, los precios de las acciones bajaron vertiginosamente, y este hundimiento fue exacerbado por conflictos políticos. Dado que los bancos habían concedido préstamos aceptando acciones en garantía, el punto de mira se desplazó hacia el sector bancario, donde la proporción de préstamos en mora había alcanzado un máximo histórico y los beneficios se contrajeron debido al exceso de capacidad. Finalmente, al desplomarse la demanda del sector electrónico a fines de año, el crecimiento real se desaceleró bruscamente.

En otros países, sustitución de demanda externa por demanda interna ...

A pesar del peso relativo de las ventas externas de productos electrónicos, la contribución de las exportaciones netas aumentó en Corea y en Filipinas. Sin embargo, en el caso de *Corea* este aumento obedeció,

... pero no en Corea y Filipinas

Política monetaria
acomodaticia

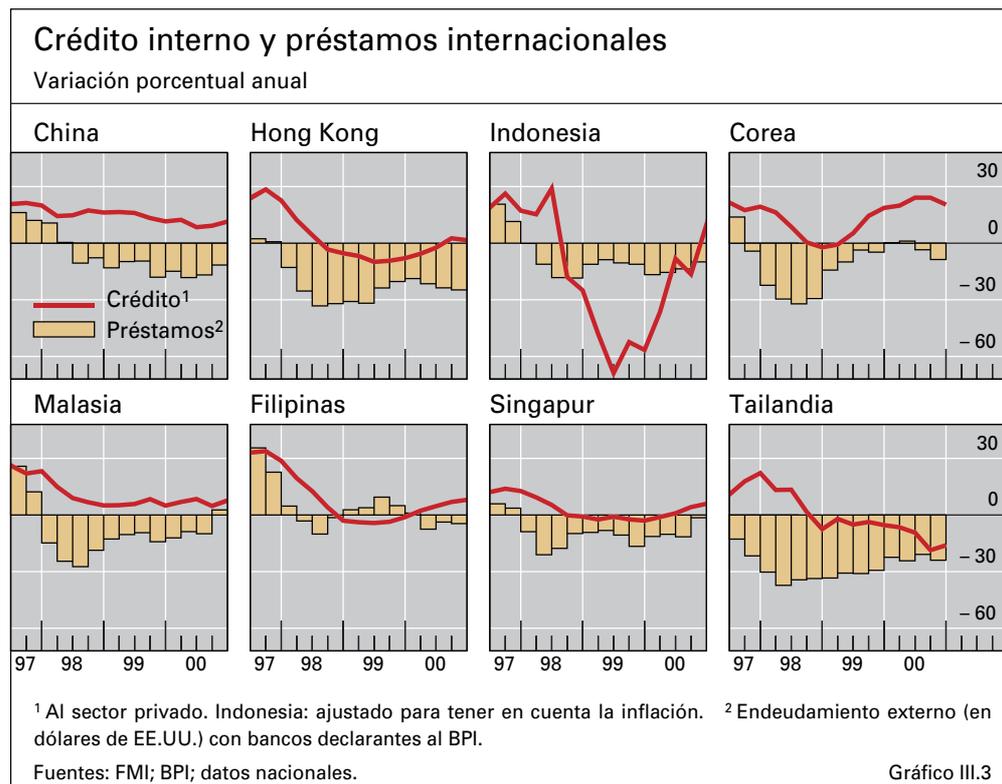
más que a un aumento del crecimiento de las exportaciones, a un cambio de composición de la demanda interna en favor de productos menos dependientes de las importaciones. En *Filipinas*, la contracción de la inversión empresarial, atribuible a la falta de confianza interna así como a una disminución de la inversión de cartera extranjera, fue el principal factor que explica el descenso de la demanda interna.

El fortalecimiento de la demanda interna del año pasado se apoyó en general en una política monetaria acomodaticia. Además, el endurecimiento de los tipos de interés de los países industrializados afectó relativamente poco a los tipos de interés de los países asiáticos al estar muchas de sus monedas sujetas a un régimen de flotación dirigida. China, Malasia, Singapur y Tailandia mantuvieron bajos los tipos de interés, reflejando la ausencia de presiones inflacionarias. En Corea, si bien el elevado crecimiento y el aumento de la inflación provocaron un incremento de los tipos de interés, éstos se mantuvieron moderados en razón de la preocupación por la fragilidad del sector empresarial. En Filipinas, India y Indonesia, los incrementos fueron algo mayores debido a presiones cambiarias sobre sus monedas.

Evolución del sector bancario y préstamos bancarios

El crecimiento del
crédito continuó
siendo bajo salvo
en Corea

A pesar del tono laxo de la política monetaria, el crecimiento del crédito bancario continuó siendo reducido o negativo el año pasado. En efecto, durante el periodo de recuperación posterior a la crisis, los volúmenes de préstamos bancarios han descendido en todos los países salvo en Corea (gráfico III.3). Lo ocurrido en este país se debió en parte al nivel relativamente alto de inversión y a la sustitución (desde mediados de 1999) de efectos comerciales y bonos empresariales por préstamos bancarios. No obstante, el



crecimiento del crédito se produjo también como resultado de la intervención oficial, incluidas la ampliación de los préstamos garantizados por el Estado a la pequeña y la mediana empresa y la rápida recapitalización de los bancos coreanos. Datos recientes de otros países sugieren una reactivación del crédito bancario al sector empresarial.

Siempre resulta difícil discernir si un crecimiento bajo o negativo del nivel del crédito se debe a una contracción crediticia (es decir, a una situación en la que no se conceden préstamos acordados porque los bancos no disponen de suficiente capital), a sus malas perspectivas o a falta de demanda. La reestructuración bancaria llevada a cabo en Asia ha avanzado lentamente aunque a paso seguro. Un gran número de bancos ha cerrado, se ha fusionado, ha sido nacionalizado temporalmente o adquirido por compradores extranjeros. Los sistemas bancarios parecen ser hoy más sólidos que antes de la crisis, aunque sólo en Corea y Malasia esto se haya traducido en una mejora significativa de la calificación crediticia. Aunque la recuperación económica permitió a algunos deudores renegociar sus préstamos, las sociedades de gestión de activos financiadas por el Estado desempeñaron un papel importante en el proceso de reducción de la cartera vencida. Estas sociedades se hicieron cargo de una elevada proporción de préstamos bancarios en mora en Corea, Indonesia y Malasia. Tailandia ha introducido recientemente un sistema similar con el objeto de permitir a los bancos reanudar su actividad crediticia. Las autoridades de todos los países asiáticos han adoptado asimismo medidas encaminadas a reforzar la supervisión bancaria e impedir las operaciones de crédito a prestatarios vinculados o pertenecientes a la entidad prestamista.

Sin embargo, varios factores han impedido llevar a cabo una reestructuración bancaria sustantiva. El descenso de los precios de las acciones ha limitado la capacidad para obtener capital adicional. El hecho de que algunos préstamos reestructurados estén de nuevo en situación de mora y, por tanto, de convertirse en una posible fuente de pérdidas de capital, constituye asimismo una advertencia en un momento en que la economía está en fase de desaceleración. Por último, a pesar de los progresos realizados, aún existen muchas entidades aquejadas de dificultades y algunos bancos no han introducido los cambios de funcionamiento necesarios para ser rentables a largo plazo. Esta situación podría explicar la razón por la que los bancos de algunos países no han sido capaces de expandir su actividad crediticia.

Existen asimismo indicios de que la anémica expansión del crédito se deba más a la evaluación por parte de los bancos del riesgo crediticio y de las expectativas de beneficios que a la capacidad de las entidades para otorgar crédito. En primer lugar, la recuperación de los préstamos comerciales ha sido incierta incluso en Hong Kong y Singapur donde los bancos son relativamente más sólidos. El hecho de que los bancos asiáticos hayan incrementado notablemente sus actividades de préstamo hipotecario, y que las diferencias de tipo de interés en préstamos sindicados a prestatarios de máximo grado de solvencia se hayan reducido constituyen una prueba adicional de que, al menos para algunos bancos, la escasez de capital no representa una limitación cuando los rendimientos cubren los riesgos.

Se ha avanzado en la reforma del sector bancario ...

... pero continúan las deficiencias

Mayor grado de consideración de los riesgos

Reducción de la demanda de crédito

Varios factores también sugieren que la demanda de crédito ha sido menor. En primer lugar, muchas empresas adoptaron medidas para reducir su apalancamiento, mientras que otras sencillamente no necesitaron endeudarse. En vísperas de la crisis, la inversión en varios países representaba alrededor de un 40% del PIB y la inversión de las empresas excedía con creces su flujo de caja. Tras la crisis, se hizo frente al aumento de las ventas recurriendo a la capacidad ociosa existente, por lo que la inversión se mantuvo baja a pesar de que el flujo de caja se recuperara. En consecuencia, el sector empresarial experimentó un superávit financiero y apenas tuvo necesidad de financiación externa. En segundo lugar, la composición sectorial del crecimiento limitó la demanda de crédito, ya que los sectores que recurren en mayor medida a éste seguían en recesión. En particular, el exceso de locales de oficina vacíos en los principales centros de negocio deprimieron la actividad del sector de la construcción. En cambio, los sectores vinculados con la exportación, al depender menos del crédito, experimentaron una notable expansión.

Retos de la política fiscal

El aumento de la deuda ha devenido una cuestión relevante ...

Anteriormente a la crisis de 1997, casi todas las economías asiáticas experimentaron superávit o sólo moderados déficit presupuestarios; sin embargo, una vez que desaparecieron sus efectos a consecuencia, tanto de las medidas adoptadas para estimular la demanda interna, como de los elevados gastos realizados para recapitalizar los sistemas bancarios y de la influencia de la recesión en los ingresos tributarios, la mayoría de los países registró considerables déficit presupuestarios en el 2000 además de un sustantivo aumento de la deuda pública (cuadro III.5). Dado que los pasivos contingentes del Estado eran también elevados y que los pagos en concepto de intereses representaban una elevada proporción del gasto fiscal, los déficit acumulados de los últimos años hicieron de la dinámica de la deuda una fuente de vulnerabilidad creciente en la región.

... en China ...

En el transcurso de los últimos tres años, China ha dependido de la expansión fiscal para estimular su crecimiento, lo que ha elevado el déficit presupuestario de forma sostenida, pasando de un nivel inferior al 1% del PIB en 1996, a casi un 3% el año pasado. Aunque según los patrones internacionales la deuda pública siguió siendo moderada, la carga fiscal efectiva aumentó debido a transacciones extrapresupuestarias y a pasivos originados en la absorción de la cartera vencida de los bancos. Los pasivos contingentes del sistema de pensiones y de seguridad social también se espera que sean elevados.

... e incluso más en la India ...

La vulnerabilidad fiscal de India era patente con sólo considerar el déficit federal, cercano al 5% del PIB. Dado que los estados federados también presentaban déficit considerables, el año pasado la necesidad total de financiación se aproximó al 10%, lo que elevó la deuda de las administraciones públicas a un nivel que sobrepasaba el 60% del PIB e incluso superior, si se incluyen los pasivos contingentes del sector financiero y de las empresas estatales. Aunque el gobierno ha abandonado gradualmente la política de monetizar su déficit, la elevada deuda contraída ha dado lugar a tipos de

Resultado fiscal y deuda pública									
	Saldo nominal			Pagos de intereses			Deuda pública		
	1996	1999	2000	1996	1999	2000	1996	1999	2000
	en porcentaje del PIB								
Asia									
China	-0,9	- 2,2	-2,9	0,7	0,8	0,8	7,3	12,7	14,6
Hong Kong	2,2	0,8	-0,9	-	-	-	-	-	-
India	-4,9	- 5,4	-5,1	4,3	4,6	4,6	49,4	52,2	53,0
Corea	0,1	- 4,6	1,0	0,5	2,3	2,4	11,9	22,3	23,1
Singapur	14,7	10,3	11,4	-	-	-	74,0	88,5	84,5
Taiwan	-1,8	1,0	-0,3	1,4	1,5	2,0	26,4	27,5	29,8
Filipinas	0,3	- 3,5	-3,9	3,4	3,4	4,0	53,2	59,2	64,9
Indonesia	1,1	- 1,6	-3,2	2,0	3,8	5,7	27,3	105,7	106,9
Malasia	0,7	- 3,2	-5,8	2,7	2,6	2,7	35,3	37,3	37,0
Tailandia	0,7	- 2,6	-2,2	0,2	1,2	1,2	16,3	42,4	54,4
América Latina									
Argentina	-2,2	- 2,6	-2,4	1,7	2,9	3,4	35,7	43,0	46,0
Brasil	-5,9	-10,3	-4,5	5,8	13,6	8,1	33,3	49,4	49,5
Chile	2,3	- 1,5	0,2	0,6	0,4	0,5	28,1	29,4	31,1
Colombia	-3,7	- 5,8	-6,9	1,9	3,3	4,5	14,4	29,4	36,8
México	-0,2	- 1,6	-1,3	3,7	3,2	3,3	31,1	25,7	23,5
Perú	-1,3	- 3,2	-3,2	2,4	2,1	2,2	45,2	37,5	35,6
Venezuela	0,7	- 2,3	-1,8	5,0	2,6	2,5	33,8	29,8	...

Nota: Las comparaciones internacionales deben tener en cuenta que se utilizan diferentes definiciones del sector público; Hong Kong e Indonesia: años fiscales; India: sólo gobierno federal.

Fuentes: FMI; Instituto de Finanzas Internacionales; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.5

interés reales relativamente altos, aumentando así los costos de su financiación y restando incentivos a la inversión privada. Teniendo presente la importancia fundamental de la viabilidad fiscal, el gobierno presentó un proyecto de ley sobre responsabilidad fiscal destinado a reducir el déficit presupuestario federal al 2% del PIB durante los próximos cinco años y el endeudamiento público a menos del 50% del PIB en los próximos diez años.

La viabilidad fiscal también cobró protagonismo en otros países asiáticos. Filipinas tiene un legado de indisciplina fiscal y su deuda, de más del 60% del PIB a finales del 2000, era de las más altas de la región. Ya el año pasado, la duplicación del déficit presupuestario esperado fue una de las principales causas de la pérdida de confianza de los inversionistas y de las presiones a la baja sobre el tipo de cambio. Indonesia se acercó aún más al límite de su capacidad de endeudamiento, debido a la rapidez del crecimiento de su deuda pública y al hecho de que una gran parte de ésta estaba denominada en moneda extranjera. Durante los últimos dos años, el gobierno ha recurrido a préstamos de fuentes oficiales y a ventas de activos para financiar el pago de intereses y amortizaciones. En Tailandia, la deuda pública, situada en torno al 55% del PIB, seguía siendo sostenible. Sin embargo, a consecuencia de la reciente introducción de diversos planes orientados a revitalizar el sector financiero, la relación deuda/PIB podría aumentar rápidamente a menos que se tomen medidas para mejorar el saldo fiscal primario.

... en Filipinas y en Indonesia

Dependencia de las economías asiáticas de las exportaciones de productos de alta tecnología

Menor crecimiento de la demanda y descenso de los precios

El sector de las empresas de alta tecnología ha aumentado su predominio en las exportaciones de muchas economías asiáticas (cuadro III.6). El nivel de las exportaciones de estos bienes a Estados Unidos se ha cuadruplicado en el curso de la pasada década. Según algunos indicadores, los productos electrónicos han representado dos tercios de la recuperación de la producción industrial de la región durante los últimos años. Sin embargo, en el 2000, tanto el descenso de la demanda mundial de estos productos (gráfico III.4) como el de los precios de los componentes (por ejemplo, el precio de referencia del semiconductor DRAM cayó en casi dos tercios durante el año) se dejaron sentir en muchas economías asiáticas. Este descenso de la demanda de diversos tipos de exportaciones de alta tecnología era aún patente a principios del 2001 y tanto la información sobre los pedidos realizados, como la opinión de grupos del sector, apuntaban a que proseguiría con fuerza.

El impacto sobre la demanda final depende de la proporción del valor agregado local

Sin embargo, las estadísticas de exportaciones expresadas en el cuadro podrían subestimar la incidencia de las exportaciones de productos de alta tecnología en Asia así como el grado de exposición de los distintos países a la desaceleración en curso. En primer lugar, los sectores de alta tecnología de algunos países son casi enteramente de propiedad extranjera. Por consiguiente, con la excepción de la presión deflacionaria sobre los salarios, la caída de los precios de los productos electrónicos podría ejercer un impacto relativamente débil en las economías de la región. En segundo lugar, debido a la integración de los centros de producción, los envíos de componentes a otros países representan la mayor parte del comercio intrarregional. Esta circunstancia no sólo aumenta el riesgo de contagio de posibles perturbaciones a través de los intercambios comerciales, sino que también implica que la participación relativa de las exportaciones en el valor agregado local y, por ende su incidencia en la demanda final, varían significativamente

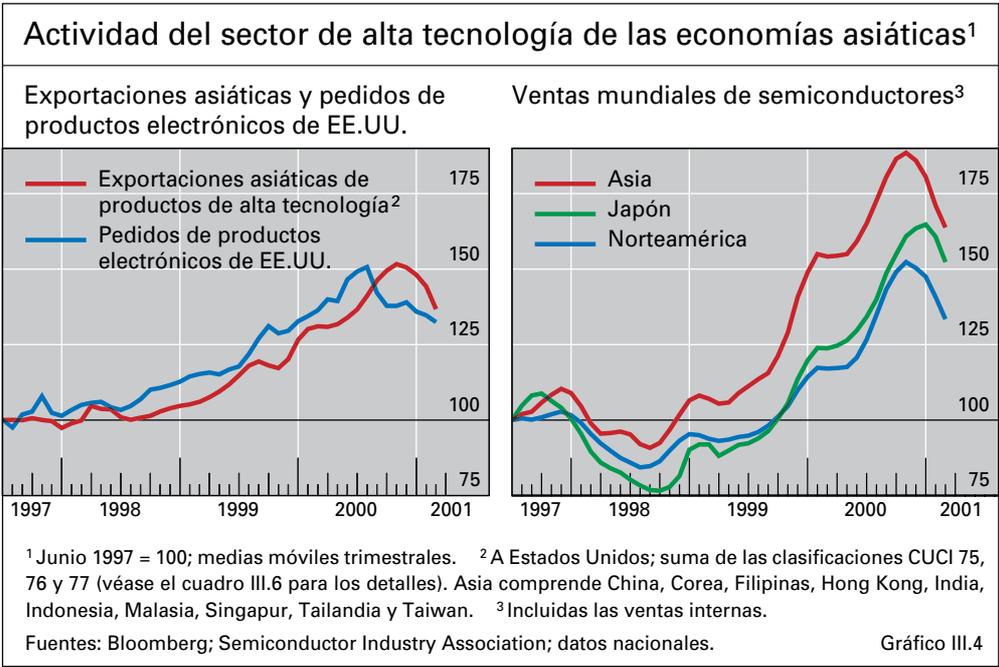
Exportaciones de productos de alta tecnología de las economías asiáticas											
	Proporción de las exportaciones totales de la economía a los países de la OCDE									Importaciones de EE.UU.: variación porcentual en los 12 meses anteriores a	
	CN	HK	ID	KR	MY	PH	SG	TH	TW	Jun. 00	Feb. 01
Ordenadores ¹	6	7	2	13	19	22	54	16	28	8	-6
Telecomunicaciones ²	7	4	5	6	15	6	5	7	4	43	1
Componentes ³	8	18	2	23	24	33	17	11	17	22	-2
Total	20	30	9	41	58	60	77	34	50	19	0

CN = China; HK = Hong Kong; ID = Indonesia; KR = Corea; MY = Malasia; PH = Filipinas; SG = Singapur; TH = Tailandia; TW = Taiwan.

¹ Capítulo 75 de CUCI: máquinas de oficina y máquinas de procesamiento automático de datos. ² Capítulo 76 de CUCI: aparatos y equipo para telecomunicaciones y para grabación y reproducción de sonido. ³ Capítulo 77 de CUCI: maquinaria, aparatos y artefactos eléctricos n.e.p., y sus partes y piezas eléctricas.

Fuentes: OCDE; datos nacionales.

Cuadro III.6



de un país a otro. Por ejemplo, en 1999 las importaciones coreanas de productos de alta tecnología sobrepasaron el 60% de sus exportaciones y un tercio de estas importaciones, principalmente de componentes, procedía de otras economías asiáticas. En Filipinas, el valor agregado local de las exportaciones quizá no alcance el 20% del total; también es reducido en Malasia y en Tailandia, aunque relativamente alto en Singapur y Taiwán.

A pesar de estos matices, la elevada y creciente incidencia de la tecnología en las economías asiáticas probablemente haya aumentado sus tasas de crecimiento y acentuado sus ciclos económicos. El ciclo de producción de los productos electrónicos y de otros productos de alta tecnología es significativamente más volátil que el de los bienes manufacturados tradicionales. Por consiguiente, si sobreviniera una desaceleración sustantiva de la economía mundial, la demanda de productos relacionados con la informática podría caer aún más puesto que las empresas tienden a postergar la puesta al día de sus equipos. En Estados Unidos, se ha observado una estrecha y creciente correlación entre el flujo de fondos de las empresas y el gasto en ordenadores.

Implicaciones para el ciclo económico asiático

Perspectivas de corto plazo

Las economías asiáticas, a excepción de China e India, parecen estar más expuestas al presente debilitamiento del crecimiento mundial que la mayoría de las restantes economías emergentes. Como se ha señalado más arriba, algunos países son sumamente vulnerables a un descenso de la demanda de productos electrónicos. Las exportaciones totales también resultarán afectadas por la desaceleración generalizada de Estados Unidos, así como por las malas perspectivas en Japón. Finalmente, a pesar de las reformas, todavía está por demostrar la capacidad de resistencia de las empresas a una reversión del ciclo económico en términos de posición financiera, patrimonio y organización.

Clima mundial menos favorable

Medidas para estimular la demanda interna

En respuesta a las perspectivas menos favorables de crecimiento, el menor nivel de los tipos de interés en los países industrializados y, en algunos casos, la reducción de presiones inflacionarias, varios países relajaron su política monetaria a principios de este año. Además de adoptar una política fiscal más expansiva, las autoridades chinas pusieron en práctica un programa para liberalizar los tipos de interés y los mercados de capitales al tiempo que anunciaron su intención de adoptar gradualmente un tipo de cambio más flexible. Malasia y Taiwan tienen previsto realizar incrementos sustanciales del gasto público, y, en su presupuesto más reciente, India propuso una mayor liberalización del entorno de inversión así como nuevas reformas para incrementar la tasa de crecimiento.

América Latina

Evolución del crecimiento y del sector externo

El crecimiento se recuperó el año pasado ...

Tras sufrir una grave recesión en 1998–99, las economías latinoamericanas experimentaron una notoria recuperación en el 2000. El PIB real aumentó más de un 4%, mientras que la inflación permaneció estable por debajo del 10% en gran parte de los países. La mayoría de las economías de la región registraron un crecimiento positivo y las dos mayores —Brasil y México— estuvieron entre las que obtuvieron mejores resultados. La principal excepción a esta tendencia favorable fue Argentina, donde el producto volvió a declinar. La mejora en el sector de las cuentas corrientes externas fue modesta. El crecimiento fue, en general, mayor en el primer semestre mientras que la desaceleración económica de Estados Unidos comenzó a afectar las exportaciones en la segunda mitad del año. Por otra parte, la mayor volatilidad en los mercados mundiales de capitales y la reaparición de las preocupaciones por la vulnerabilidad fiscal subsistente disminuyeron el flujo de capitales hacia la región. A finales de año, comenzó a temerse que factores políticos pudieran afectar negativamente los resultados económicos de Argentina, Colombia, Perú y Venezuela.

... debido principalmente a la demanda interna y a las exportaciones de petróleo

Aunque en el 2000 las exportaciones totales de la región aumentaron en más de un 20% en términos nominales, el crecimiento del producto fue impulsado en la mayoría de los países por la demanda interna (cuadro III.7). La alteración en las relaciones de intercambio tendieron a favorecer a los países exportadores de petróleo ya que los precios agrícolas por lo general se estancaron o bajaron, y sólo aumentaron significativamente los precios de los metales (especialmente del cobre). Las exportaciones de crudo contribuyeron en gran medida a reducir el déficit por cuenta corriente de la región al 2% del PIB frente al 3% registrado en 1999.

La inversión continúa deprimida

Dado el escaso grado de apertura que siguen teniendo las economías latinoamericanas (a excepción de Chile, Ecuador y México), la demanda interna desempeñó un papel preponderante en la reactivación del crecimiento. Sin embargo, las fuentes del crecimiento de la demanda presentaron importantes desequilibrios en el 2000: la inversión sólo aumentó en México y en Colombia (donde inicialmente era muy baja). En los demás

Comercio, exportaciones de petróleo y crecimiento en América Latina en el 2000						
	Balanza por cuenta corriente ¹	Exportaciones netas de petróleo ¹	Contribución al crecimiento ²		Relación de intercambio ³	Grado de apertura ⁴
			Exportaciones netas de petróleo	Exportaciones netas de otros productos básicos		
Argentina	- 9,4	3,6	0,5	0,7	6	22
Brasil	-24,6	-6,0	-0,5	0,6	-7	24
Chile	- 1,0	-1,9	-1,3	1,0	2	61
Colombia	0,1	4,3	1,0	-0,3	16	35
Ecuador	1,4	2,4	6,7	-5,3	14	77
México	-17,7	16,4	1,3	-1,9	3	64
Perú	- 1,6	-0,7	-0,6	0,9	-1	34
Venezuela	13,4	26,4	9,8	2,6	44	47
Total	-39,7	44,5	1,0	-0,1	3	41

¹ En miles de millones de dólares de EE.UU. ² Del PIB nominal, en puntos porcentuales. ³ En el caso del comercio de mercancías, variación porcentual anual. ⁴ Suma de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios en porcentaje del PIB.

Fuentes: Comisión Económica para América Latina y el Caribe; JP Morgan; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.7

países de la región, el crecimiento del consumo privado fue superior al del PIB real, acelerando notablemente el ritmo de las importaciones. Por otra parte, la debilidad de la inversión interna se vio acompañada de una disminución de las entradas de inversión extranjera directa, principalmente en el caso de Argentina y Chile. En estas circunstancias, el dinamismo del consumo y de las importaciones, junto con el reciente enfriamiento de la demanda externa, han suscitado temores sobre la capacidad de la región para mantener un crecimiento sostenido aún en el supuesto de que las condiciones de financiación externa sigan siendo favorables.

Modificación de la combinación de políticas macroeconómicas

Las economías latinoamericanas respondieron a la desaceleración de la actividad y a las turbulencias de los mercados financieros en 1998–99 con una combinación de políticas monetarias y fiscales más restrictivas y, en algunos casos, con regímenes de tipo de cambio más flexibles. Con la mejora del clima externo a principios del 2000, los esfuerzos se concentraron en reducir los déficit fiscales al tiempo que se suavizaban las condiciones de la política monetaria interna. Varios países intentaron, además, mejorar su grado de competitividad mediante reformas estructurales.

Modificación de la combinación de políticas en el 2000

La situación de los mercados financieros internacionales fue en general favorable para América Latina en el 2000. Durante ese año las entradas netas de capital privado a la región se mantuvieron relativamente estables en torno a 40.000 millones de dólares, cubriendo la mayor parte del déficit por cuenta corriente. Sin embargo, las entradas fueron volátiles y se concentraron en Brasil y México. Por otro lado, una elevada proporción de las emisiones de bonos consistió en la sustitución de deuda existente por nuevos títulos con mayores plazos de vencimiento. Los diferenciales de los bonos del Estado a largo plazo aumentaron durante el año, reflejando los riesgos específicos de cada país.

Situación favorable de los mercados financieros

Se suaviza
la política
monetaria ...

La menor restricción de liquidez externa permitió a la mayoría de los países de la región relajar su política monetaria en el 2000. En *Brasil*, el banco central redujo el tipo de interés de referencia desde un 19% a finales de 1999, al 16,5 en julio y al 15,75 en diciembre del 2000. Esta medida provocó una notoria expansión del crédito al sector privado, donde la situación financiera de los hogares mejoró con la recuperación del crecimiento y el significativo aumento del nivel de empleo. A principios de 2001, el banco central bajó su tipo oficial otros 50 puntos básicos, pero entre finales de marzo y mediados de abril aumentó los tipos de interés en 100 puntos básicos al debilitarse el real y aparecer presiones por el lado de la demanda. Los tipos de interés disminuyeron asimismo en *Colombia* y, en el segundo semestre del 2000, en *Chile*, mientras que en *Perú* las autoridades decidieron reducir el coeficiente de reservas. *México*, en cambio, se vio en la necesidad de endurecer su política monetaria durante el año para impedir que se recalentara la demanda interna.

... y mejoran los
resultados fiscales

Los resultados fiscales mejoraron en la mayoría de los países latinoamericanos en el 2000, con la importante excepción de Argentina. Los ingresos fueron mayores debido a la recuperación cíclica y, en los países exportadores de petróleo, a la abundancia de ingresos generados por el petróleo. Muchos países también se beneficiaron de la reducción de los costos de los servicios de la deuda; por ejemplo en el caso de Brasil esta reducción ascendió al 5% del PIB. En promedio, los déficit presupuestarios disminuyeron desde alrededor de un 4% del PIB en 1999 a un 2,8%; las mayores mejoras se registraron en Brasil y Chile.

Se aprueban leyes
de responsabilidad
fiscal ...

A pesar de la mejora de los resultados fiscales registrada el año pasado, en muchos países persistió la preocupación por el equilibrio fiscal de largo plazo. Para hacer frente a esta preocupación, *Brasil* aprobó una ley de responsabilidad fiscal que obliga al conjunto de las administraciones a mantener equilibrados los gastos e ingresos corrientes, limitar el gasto en personal y mantener la relación entre deuda e ingresos corrientes dentro de límites preestablecidos. En *Argentina* y *Perú* se aprobaron leyes para ajustar los incrementos del gasto al crecimiento económico, al tiempo que se establecían fondos de estabilización fiscal. Imponiendo tales restricciones, estas leyes tienen como objetivo aumentar la credibilidad fiscal de la misma forma que se espera que la adopción de un criterio de independencia de los bancos centrales y un sistema de objetivos de inflación (o la vinculación rígida de la moneda a otra) aumente la credibilidad en el terreno monetario.

... pero su
aplicación debe
ser firme

En Brasil la legislación fiscal estuvo apoyada por políticas coherentes y sólidos resultados macroeconómicos, lo que causó una impresión favorable a los inversionistas. Sin embargo, en Argentina, la aplicación de la ley sobre solvencia fiscal se pospuso hasta el 2005, restando credibilidad a la disciplina fiscal (véase más adelante). En Chile, la adopción de medidas fiscales discrecionales en el segundo semestre del 2000 tampoco impresionó favorablemente a los inversionistas.

Es necesario
llevar a cabo una
reforma fiscal en
Argentina ...

La recesión de Argentina

La ausencia de recuperación en Argentina ha sido la principal excepción a los favorables resultados macroeconómicos de la región. Si bien este país ha

sufrido en los últimos años una serie de perturbaciones de origen externo, la inestabilidad política interna ha contribuido indudablemente a postergar las decisiones de inversión y a mermar la confianza de los consumidores. En particular, su excesivo nivel de gasto público ha ejercido constantes presiones al alza sobre los tipos de interés, lo cual no sólo ha elevado los costos del servicio de la deuda sino que también ha afectado los ingresos tributarios. Por otra parte, la revisión de los objetivos fiscales de corto plazo ha retrasado el cumplimiento de las disposiciones sobre equilibrio presupuestario contenidas en la ley sobre solvencia fiscal, que resulta esencial para reducir la carga impositiva y restablecer la competitividad de las industrias locales en el contexto de un sistema de caja de conversión.

Al no existir el compromiso político necesario, especialmente en las provincias, para abordar con resolución el problema fiscal, el acuerdo firmado con el FMI en diciembre del 2000 no logró suscitar la confianza de los mercados. En marzo del 2001, los diferenciales de los bonos se ampliaron de nuevo y los tipos de interés internos aumentaron vertiginosamente, en respuesta al mayor riesgo crediticio percibido por los mercados. En abril de este año, los requisitos de liquidez exigidos a los bancos fueron modificados, reduciendo así las presiones inmediatas a que estaba sometido el gobierno de tomar créditos en divisas. De cualquier forma, a largo plazo, la percepción del riesgo crediticio depende de un marco de política más general, que abarca la disciplina fiscal, las perspectivas de crecimiento real y la existencia de un sistema bancario sólido.

... pero falta apoyo político

Privatización y reestructuración del sector bancario

Se han realizado notables avances en la privatización de activos de propiedad estatal, estimándose que en la región se generaron ingresos por valor de unos 15.000 millones de dólares por ese concepto en el 2000. La mayor parte de estos ingresos correspondieron a Brasil, al mismo tiempo que las empresas y bancos españoles fueron los que desplegaron más actividad en la compra de activos latinoamericanos. También se ha puesto mayor empeño en la liberalización y el fomento de la competencia en los sectores de la energía, servicios públicos, telecomunicaciones y servicios de transporte, sin olvidar la utilización de concesiones al sector privado para satisfacer las necesidades de infraestructura. Aunque se espera que el ritmo de privatización disminuya con el paso de los años, el volumen de activos de que dispone el sector público para su venta continúa siendo considerable.

Avances en la privatización

Un antiguo impedimento a la inversión privada en América Latina ha sido la ineficiente intermediación financiera. Para resolver el problema, Argentina y Perú han fomentado las fusiones en el sector bancario, mientras que Brasil y México han lanzado programas de privatización de entidades financieras. La región se ha abierto además a bancos extranjeros, que han aumentado su participación relativa en los sistemas bancarios latinoamericanos, pasando de alrededor de un 10% al 40% del total de activos entre mediados de los años noventa y el 2000. Aportando capital, conocimientos y tecnología, los bancos extranjeros han aumentado la solidez y estabilidad del sistema bancario de la región.

Ha aumentado el papel de los bancos extranjeros ...

... pero los préstamos bancarios continúan disminuyendo en términos reales

A pesar del aumento de la presencia de bancos extranjeros y la relajación de la política monetaria, en términos reales el volumen de crédito bancario otorgado en el 2000 se contrajo, salvo en Brasil, Chile y Venezuela. Una explicación de este fenómeno es la aparente renuencia de los bancos extranjeros a prestar a empresas públicas, así como a las pequeñas y medianas empresas por considerarse que entrañan un nivel elevado de riesgo y que carecen de garantías suficientes. Por otra parte, tras las privatizaciones se cerraron muchas sucursales cuyo personal conocía bien a su clientela. Es posible que los bancos nacionales ante la necesidad de reestructurar sus operaciones en un clima de creciente competencia, se hayan mostrado también más conservadores a la hora de conceder préstamos. Por ejemplo, en *México* los créditos bancarios al sector privado han disminuido en un 50% del PIB desde 1994, aun cuando se han gastado unos 76.000 millones de dólares de fondos públicos en su saneamiento. Por el contrario, los créditos no bancarios y de proveedores aumentaron extraordinariamente en ese país, por lo que el producto, las exportaciones y las compras de bienes duraderos por parte de los hogares no resultaron afectados. Igualmente vulnerables se han mostrado los pequeños y medianos bancos de la región, cuyo número asciende a alrededor de trescientos en Argentina, Brasil y México. Algunos bancos de este tipo quebraron en Perú el año pasado y, debido a la situación de creciente competencia, se prevé que muchos otros desaparecerán en los próximos años a menos que sean capaces de reorientar su estrategia hacia nuevos nichos de mercado.

África

Mejora del crecimiento en el 2000

Favorecida por el mayor ingreso real de los países exportadores de petróleo y por cierta recuperación en los precios de otros productos básicos, la actividad económica de África experimentó una mejoría. Sin embargo, el crecimiento medio —del 3%— continuó siendo inferior al de otras regiones. Una vez más, su escaso grado de integración en la economía mundial y la escasa diversificación de sus exportaciones, le impidieron recoger los beneficios del aumento del comercio mundial. Aunque el alza en los precios del petróleo aumentó la actividad económica en el norte y el oeste del continente, la mayoría de los países subsaharianos sufrieron un deterioro en sus relaciones de intercambio además de mayores déficit por cuenta corriente. No obstante, los que tenían un entorno político estable y mejor infraestructura, como Botswana y Tanzania, consiguieron mayor crecimiento. A su vez, en los países afectados por guerras civiles (República Democrática del Congo y Zimbabwe) o por adversas condiciones meteorológicas (Kenya) el crecimiento se vio negativamente afectado.

Aumento de la inflación y de los desequilibrios externos

Las presiones inflacionarias aumentaron en varios países, impulsadas por el alza en el precio del petróleo y por la insostenible expansión fiscal. Por ejemplo, en Ghana y Zimbabwe tras empeorar bruscamente sus déficit fiscales, las tasas anuales de inflación se aceleraron durante el año pasado hasta alcanzar un 25% y más de un 50%, respectivamente. Por el contrario, en la zona del franco (CFA) la inflación fue de aproximadamente un 2%, y en

algunas regiones se registró incluso una deflación de los precios. En muchos países, el aumento de los desequilibrios fiscales parece haber influido en las frágiles cuentas externas, incrementando notoriamente las necesidades de financiación externa.

Durante el año pasado *Sudáfrica* experimentó una recuperación del crecimiento que se vio acompañada de una mejora de la productividad y de un fortalecimiento de la posición fiscal. El mejor comportamiento de la economía se vio reflejado en los bajos niveles de déficit por cuenta corriente, en una reversión de los flujos de salida de capital y, tras una vertiginosa caída del valor del rand, en el retorno de la estabilidad al mercado cambiario. Sin embargo, la continua disminución de la tasa de ocupación en el sector formal continúa siendo un motivo de seria preocupación. En efecto, la economía sigue teniendo que afrontar el desafío de reducir los salarios reales para alentar la contratación de mano de obra y elevar el nivel de inversión. Éste es el único fundamento sólido para mejorar de forma duradera el nivel de vida.

El crecimiento se recuperó en Sudáfrica pero el desempleo continúa siendo alto

De cara al futuro, el desafío más importante a que se enfrenta la práctica totalidad de las economías africanas es la necesidad de aumentar las bajas tasas de ahorro e inversión. El principal obstáculo sigue siendo la mala gestión. Es mucho lo que hay que hacer para poner en práctica políticas macroeconómicas sólidas y restablecer la confianza en la normativa legal. Igualmente resulta esencial crear una infraestructura financiera que ayude a mejorar esta confianza y a canalizar el ahorro interno y externo hacia los sectores apropiados. A pesar de los intentos de liberalizar el sistema financiero, persiste el control público sobre el sistema bancario y el marco reglamentario y legislativo continúa siendo insuficiente. En las perspectivas de inversión, también ha influido el aumento de la incertidumbre política, que incide negativamente, como es de esperar, en la credibilidad de las políticas fiscales y monetarias. A consecuencia de todo ello, las entradas netas de capital en África representan una pequeña proporción de las entradas totales a las economías emergentes. De hecho, muchos países africanos han experimentado salidas netas de capital en los últimos años. Tampoco ha resultado de gran ayuda el que las perspectivas de diversificación de las exportaciones se hayan visto afectadas por el insuficiente acceso a los mercados de las economías más avanzadas. En este contexto, la Unión Europea comenzó a eliminar en el 2000 las restricciones a las que estaban sometidas las exportaciones agrícolas provenientes de África y ha instado a otros países a seguir su ejemplo.

El aumento de la inversión es la clave para promover el crecimiento

Oriente Medio

En Oriente Medio, el crecimiento medio del PIB, estimulado por el alza de la producción y de los precios del petróleo, ascendió el año pasado a casi un 5%, la tasa más alta de casi una década. En los principales países exportadores de petróleo el superávit de la balanza de pagos representó, en promedio, el 15% del PIB. Sin embargo, dado que el aumento de los ingresos se destinó principalmente a pagar la deuda o a reforzar los saldos

Los ingresos generados por el petróleo estimulan la producción de los países exportadores de petróleo

presupuestarios, la inflación mantuvo un tono moderado, salvo en *Irán* y *Yemen*. Con el fin de reducir su vulnerabilidad a los volátiles precios del petróleo, los principales países exportadores, encabezados por *Arabia Saudita*, han seguido adelante con sus reformas para reforzar los sectores no productores de petróleo e intentar, al mismo tiempo, estabilizar los precios del crudo ajustando su oferta a la demanda esperada.

Crecimiento ligeramente inferior en casi todos los demás países

En los países menos dependientes del nivel de exportaciones de petróleo, el crecimiento experimentó una moderada desaceleración en comparación con 1999. Por ejemplo, a principios del año pasado, en *Egipto* la crisis de liquidez del sector bancario y la consiguiente disminución del ritmo de crecimiento del crédito afectaron negativamente el producto. Por otra parte, tras la introducción de importantes reformas estructurales a mediados de la década de los noventa, parece que el proceso de transformación se ha detenido en los últimos años. En *Jordania* y *Siria*, las cifras de crecimiento experimentaron cierta mejoría en el 2000 y las tasas de inflación se mantuvieron bajas. No obstante, al igual que en Egipto, parece haber disminuido el progreso de las reformas comerciales y en materia de inversión extranjera. En *Israel*, el crecimiento medio aumentó a un 6% el año pasado. Sin embargo, debido a su dependencia de las exportaciones de productos de alta tecnología, fue uno de los primeros países que acusó los efectos del cambio de tendencia del ciclo mundial experimentado por el sector electrónico. Por otra parte, dado que la inflación es muy inferior al objetivo del banco central y que el déficit presupuestario de las administraciones públicas se ha reducido a menos del 1% del PIB, las autoridades cuentan con un margen de acción más amplio.

Europa Central y Oriental

Evolución del crecimiento y del sector externo

Crecimiento positivo en todas las economías en transición

Por primera vez desde 1988, el PIB real aumentó en el 2000 en todas las economías europeas en transición y en las antiguas repúblicas soviéticas. El crecimiento medio fue de casi un 6% y las tasas de crecimiento de la región tendieron a converger. La tasa más alta de expansión correspondió a las economías exportadoras de petróleo y de gas (incluida Rusia), mientras que el ritmo de crecimiento de algunas de las antiguas repúblicas soviéticas fue menor debido a sus escasos recursos y al hecho de tener orientada su producción al mercado interno. El crecimiento del consumo continuó siendo inferior, en general, al del PIB, mientras que la inversión se fortaleció notablemente en Hungría, República Checa, Rusia y Ucrania.

Crecimiento impulsado por las exportaciones y el petróleo

En el 2000, el crecimiento se debió en su mayor parte a factores externos, apoyados por la fuerte expansión de la Unión Europea y los elevados precios del petróleo. La cuenta corriente mejoró visiblemente: Rusia registró un elevado superávit y la mayor parte de las otras economías en transición experimentó moderados déficit. Además de afrontar el pago de mayores importaciones, las economías en transición utilizaron sus ingresos de exportación para acumular reservas y reducir su deuda externa.

En *Rusia*, el tipo de cambio real subió bruscamente, pero continuó siendo inferior en un 30% al nivel previo a la crisis, estimulando el crecimiento tanto en los sectores orientados a las exportaciones, como en los sustitutivos de las importaciones. El aumento de la rentabilidad de estos sectores estimuló a su vez la inversión, ya que los beneficios no distribuidos continuaron siendo la principal fuente de financiación, dado el escaso grado de desarrollo de los mercados financieros de Rusia. El aspecto negativo de la expansión económica fue una nueva postergación de la aplicación de reformas estructurales, en particular las destinadas a mejorar el sistema tributario y la administración pública. Por otra parte, el debilitamiento del crecimiento industrial y el aumento de la tasa de inflación en el primer trimestre del 2000 indicaron que los efectos positivos del alza de los precios de la energía y de la devaluación del rublo habían comenzado a desaparecer. En efecto, las perspectivas de la economía rusa siguen dependiendo extraordinariamente de la futura evolución de los precios de la energía y de su competitividad externa.

Fuerte recuperación de Rusia debida a factores transitorios

Inflación, políticas macroeconómicas y desempleo

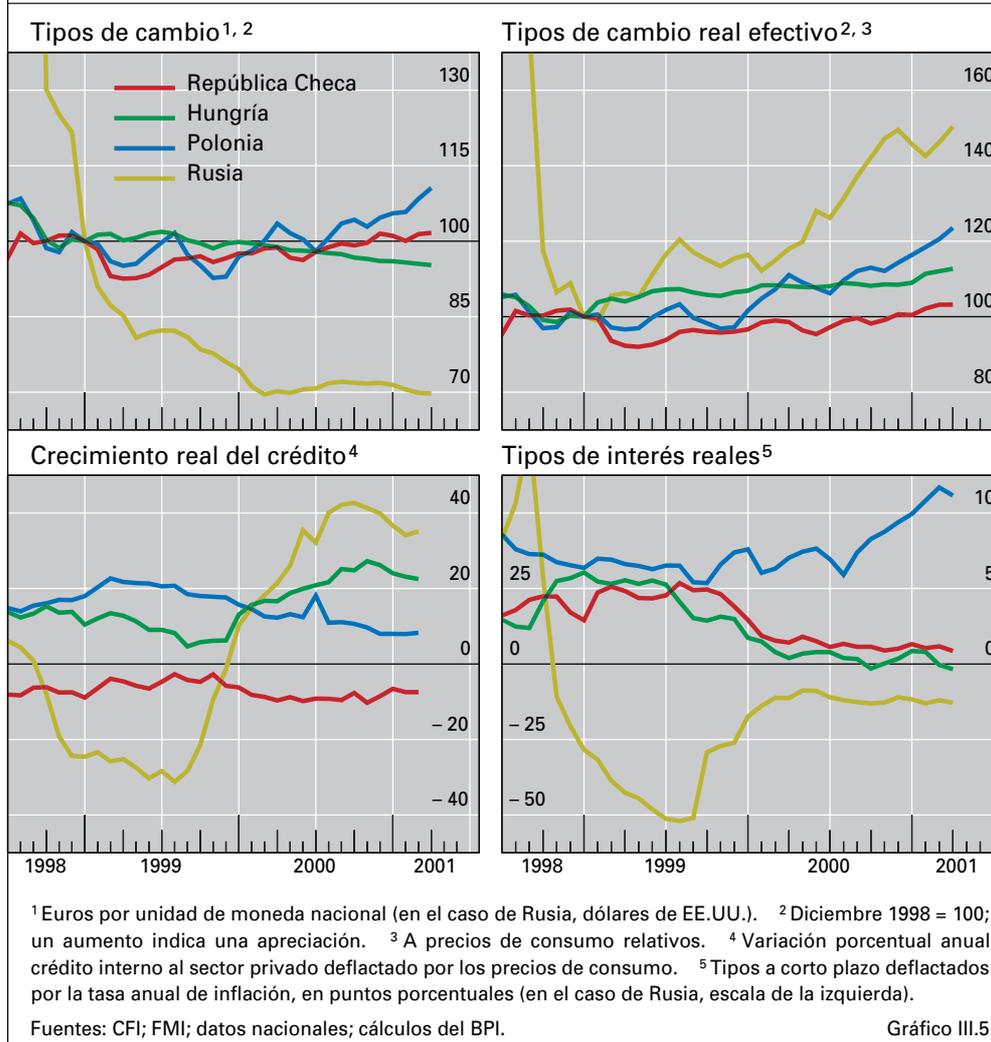
El nivel de inflación se aceleró en toda la región, salvo en Rusia, debido principalmente a la trayectoria de los precios del petróleo y del gas. Otros factores que elevaron los costos y, por consiguiente la inflación, fueron los ajustes tanto de los tipos impositivos del IVA y de los impuestos sobre el consumo específico, como de los precios administrados. Dado que las empresas de servicios públicos continuaron estando mayoritariamente en manos del Estado, se consideró necesario un aumento de los precios administrados para reducir el déficit del sector público y mejorar la eficiencia en la asignación de recursos, a pesar de su influencia perjudicial a corto plazo sobre la inflación. En Rusia, por el contrario, la subida de los precios mundiales de la energía permitió a las autoridades posponer el ajuste de los precios administrados para principios del 2001, lo que significó la concesión de un subsidio implícito a los consumidores de energía, especialmente los pertenecientes al sector industrial.

La inflación se acelera

Considerando el dinamismo de la actividad económica, las políticas macroeconómicas de la región comenzaron a centrar su atención en las posibles señales de recalentamiento. A principios de año, Polonia y República Checa atrajeron considerables entradas de capital, lo que ejerció presiones de apreciación de sus tipos de cambio nominales y fue uno de los factores que intervinieron en la liberalización del zloty en abril del 2000 (gráfico III.5). Al dispararse el valor de las importaciones de petróleo y aumentar la demanda interna, los déficits comerciales aumentaron o se mantuvieron altos. En respuesta, el banco central de *Polonia* incrementó los tipos de interés en 250 puntos básicos entre enero y agosto del 2000. Por otra parte, se mostró reacio a reducirlos posteriormente, considerando, entre otras cosas, la preocupación por su propia credibilidad al no haber alcanzado sus objetivos de inflación durante dos años consecutivos. El banco central temía además una expansión fiscal excesiva, por lo que sólo se decidió reducir los tipos de interés tras el anuncio de un presupuesto relativamente austero para el 2001.

Interacción de los tipos de interés y los tipos de cambio

Evolución de los mercados financieros de Europa Central y Rusia



Las autoridades de *República Checa*, por el contrario, no modificaron los tipos de interés nominales, debido a que la apreciación de la corona redujo la amenaza de inflación y a que la economía aún estaba recuperándose de la prolongada recesión experimentada en 1997–99. El banco central de *Hungría* subió en octubre los tipos de interés a un día en respuesta a las señales de aumento de la inflación, e hizo constar que habría preferido dejar que el forint se apreciara ampliando la banda del tipo de cambio, dada la fuerte posición competitiva de la industria manufacturera, pero el gobierno estimaba que la ampliación de la banda del forint podría ser prematura y debilitar el crecimiento de las exportaciones.

En Rusia, la abundancia de ingresos generados por el petróleo y las presiones al alza sobre el rublo llevaron al banco central a comprar, en el 2000, 16.000 millones de dólares en reservas, lo que provocó una expansión de la base monetaria del 60%. La reactivación de la demanda de dinero fue el factor que absorbió las posibles consecuencias inflacionarias de esta expansión. Sin embargo, sus repercusiones para la estabilidad bancaria podrían haber sido graves, ya que los tipos de interés reales seguían siendo negativos y el sector bancario carecía de la experiencia necesaria para

La demanda de dinero aumenta en Rusia

conceder el correspondiente volumen de préstamos con arreglo a criterios de prudencia.

Las políticas fiscales fueron en su mayor parte acomodaticias: los estados bálticos redujeron sustancialmente los déficit fiscales, mientras que Hungría lo mantuvo más o menos en el mismo nivel que en 1999. El déficit de República Checa aumentó hasta alcanzar el 5% del PIB debido al costo de rescate del tercer banco comercial del país. Rusia registró un elevado superávit presupuestario en el 2000 a pesar de gastar una gran parte de las ganancias generadas por el petróleo en pagar los salarios atrasados e incrementar los salarios mínimos y las pensiones.

Aumento de los ingresos fiscales pero también del gasto

La fuerte expansión económica apenas alivió la situación del mercado laboral de las economías en transición. República Checa y Hungría consiguieron mantener la tasa de desempleo por debajo de un 10% en el 2000, mientras que en otras economías en transición ésta se situó entre el 15 y el 25%. El crecimiento medio de la productividad del trabajo en el sector industrial fue cercano al 15% en el 2000 pero, excepto en Hungría, este resultado se consiguió principalmente a costa de reducir el nivel de empleo. En Rusia, sin embargo, el mercado laboral mejoró significativamente y la tasa de desempleo descendió 2 puntos porcentuales situándose en un 10%. Aunque los ingresos reales crecieron un 10%, los salarios reales continuaron siendo inferiores a los niveles previos a la crisis.

El crecimiento del empleo sigue siendo débil

El ritmo relativamente satisfactorio de creación de empleo en Hungría indica que, además de mantenerse la estabilidad macroeconómica y de atraer inversión extranjera, los factores esenciales para el éxito de las reformas del mercado de trabajo son su desregulación y una reducción de las contribuciones al trabajo. En particular, dado que el empleo del sector formal está muy protegido y que los trabajadores del sector informal a menudo no pagan impuestos, las contribuciones por empleos en el sector formal a la seguridad social, representaban en muchas ocasiones entre el 15 y el 20% del PIB, mientras que en los países de Europa Occidental esta cifra es del 9%. Esta desproporcionada carga impositiva, unida a la rigidez de las leyes tributarias, aumenta significativamente tanto el costo como el riesgo de contratar nuevos trabajadores en el sector formal. Por otra parte, debido a las presiones del desempleo sobre el presupuesto del Estado, fue necesario adoptar una política monetaria relativamente restrictiva, lo que redujo aún más el margen para adoptar medidas orientadas al crecimiento.

La reforma del mercado de trabajo exige una liberalización y una reforma tributaria

Crisis en Turquía

Tras la adopción de un programa antiinflacionario a finales de 1999, el crecimiento real en Turquía se aceleró y retornó la confianza en los mercados financieros. Se estima que el producto aumentó un 6% en el 2000 tras disminuir un 5% el año anterior. A finales de octubre, la inflación había descendido de una media anual del 65% en 1999 a un 44% y los tipos de interés a un día habían bajado a un 26%. El principal objetivo del programa era reducir la inflación a un valor de un único dígito en 2003 mediante

La reducción de la inflación depende de las reformas estructurales

reformas estructurales que recortaran el gasto público y un sistema de tipo de cambio fijo con pautas de ajuste. Dado que a fines de 1999, el pago de intereses de la deuda pública equivalía a alrededor de un 14% del PIB, el programa era muy sensible a cambios en el grado de confianza y a cualquier desviación respecto del ritmo preestablecido de las reformas estructurales.

La crisis de noviembre se resolvió rápidamente ...

Lamentablemente, la fuerte alza de los precios del petróleo, la vulnerabilidad de los bancos locales en un clima de disminución de la inflación y de los tipos de interés, unidos al retraso en la privatización de los activos estatales clave deterioraron gradualmente el marco de aplicación del programa. Por otra parte, la inflación no disminuyó a la velocidad requerida para impedir una pérdida de competitividad externa, con lo que el déficit por cuenta corriente aumentó hasta casi el 5% del PIB en el 2000. En consecuencia, los tipos de interés de mercado subieron bruscamente a fines de noviembre del 2000 y la liquidez se agotó en el mercado interbancario, provocando la quiebra de un banco de mediano tamaño. La crisis posterior se resolvió por medio de un programa de ayuda del FMI de 10.000 millones de dólares que preveía la reanudación de las reformas estructurales.

... pero no se resolvieron las vulnerabilidades subyacentes

A principios del 2001, los conflictos políticos llevaron de nuevo a los inversionistas nacionales y extranjeros a cuestionarse si el gobierno gozaba del suficiente respaldo público como para llevar a cabo las medidas necesarias para reestructurar el frágil sector bancario y reducir al mismo tiempo la inflación. Esta pérdida de confianza de los inversionistas provocó importantes salidas de capital y una vertiginosa subida de los tipos de interés, lo que obligó a las autoridades a abandonar el sistema de tipo de cambio fijo con pautas de ajuste a finales de febrero. Al dejar fluctuar libremente la lira, el banco central estaba en condiciones de inyectar mayor liquidez y el tipo de cambio, junto con los precios de las acciones y los bonos, se estabilizó a finales de marzo en un nivel inferior entre un 30 y un 40% al vigente antes de la crisis.

Elevados costos de la crisis en febrero

Los costos de la crisis así como su repercusión en el sector público fueron considerables. Aunque se espera que la devaluación de la lira beneficie a las exportaciones de bienes y de servicios turísticos, la producción podría disminuir en el 2001. A corto plazo, parece que la inflación también experimentará un fuerte repunte debido a que, históricamente, las repercusiones de las fluctuaciones del tipo de cambio han sido importantes en Turquía. Por otra parte, dado que el volumen de deuda externa de corto plazo representaba, según las estimaciones, un 14% del PIB a finales del 2000, la carga de los intereses de esta deuda denominada en moneda nacional ha aumentado en un tercio desde la depreciación de febrero del 2001. Por último, se estima que los bancos comerciales cuyo control ha asumido el gobierno en los últimos dos años tienen alrededor de 12.000 millones de dólares de cartera vencida. En consecuencia, resulta fundamental lograr un acuerdo sobre financiamiento de deuda y un programa creíble de reformas bancarias si se quiere conseguir la estabilización macroeconómica en el 2001.

Cambios en el proceso de inflación de las economías emergentes

Un aspecto positivo de los recientes resultados macroeconómicos de las economías emergentes ha sido su éxito en la reducción de la inflación. La elevada tasa de inflación (situada entre el 30 y el 100%) prácticamente ha desaparecido en las principales economías y pocos países se encuentran incluso en un intervalo de inflación moderada (15–30%). De hecho, muchos han alcanzado o están aproximándose con paso firme a tasas de inflación comparables a las registradas por los países industrializados.

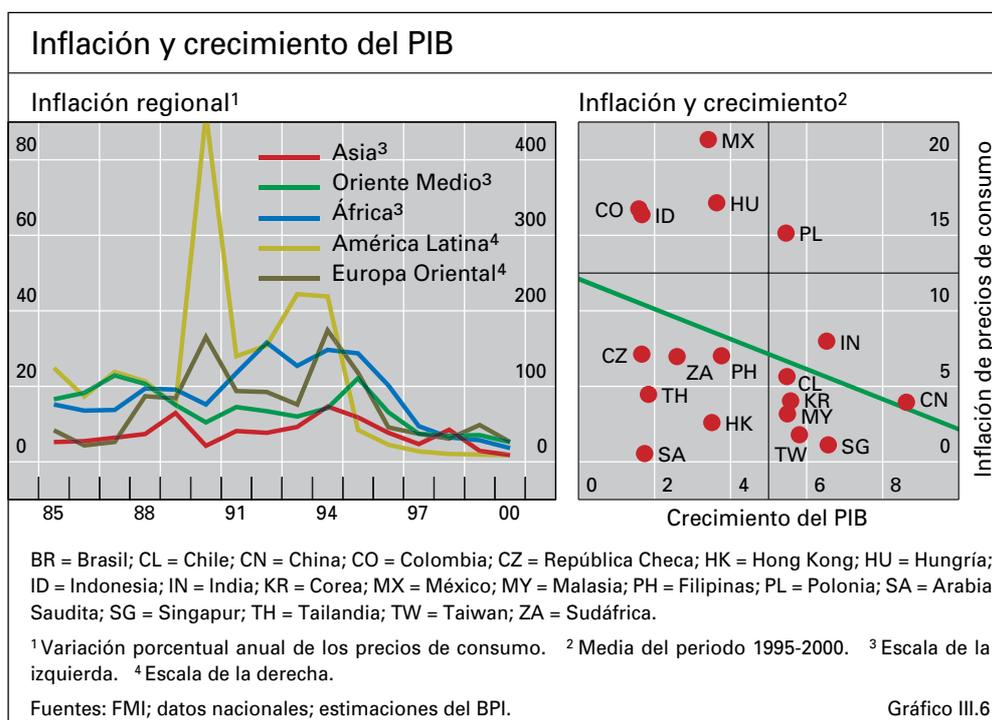
Durante la década de los noventa, muchos países llevaron a cabo reformas estructurales e institucionales de gran alcance, a menudo tras las crisis financieras. El cambio más notable ha sido la significativa modificación de los regímenes de política monetaria y cambiaria. Por otra parte, la pronunciada disminución de los déficit presupuestarios, la liberalización de los precios, las reformas del mercado y el creciente ritmo de integración a la economía mundial, han influido notablemente en la inflación (véase el capítulo II para las similitudes con los países industrializados). No obstante, la dirección de la política monetaria en un clima de baja inflación también ha planteado desafíos: la inflación no sólo tiene que disminuir, sino también estabilizarse en niveles reducidos. En la medida en que el logro de una baja inflación ha reforzado la credibilidad de los bancos centrales, la tarea de éstos se verá facilitada.

Notoria disminución de la inflación en la segunda mitad de la década de los noventa

Principales características de la reciente desinflación

Vale la pena señalar algunas características del proceso de desinflación. En primer lugar, la reciente disminución de la inflación ha sido más generalizada que en episodios esporádicos anteriores (gráfico III.6, panel de la izquierda) y ha formado parte del fenómeno mundial mencionado en el capítulo II. En

Un fenómeno general pero con diferentes costos



segundo lugar, normalmente ha ido acompañada por una política monetaria más centrada en la estabilidad de precios, así como de la adopción por muchos países de un sistema de objetivos de inflación. En tercer lugar, los efectos de la desinflación en el producto han variado considerablemente de unos países a otros y parecen estar relacionados de forma negativa con el nivel inicial de inflación. No obstante, la relación entre crecimiento e inflación durante la segunda mitad de la década de los noventa (gráfico III.6, panel de la derecha) sugiere que la reducción de la inflación acabará generando un aumento permanente del producto que compensará con creces los costos transitorios del proceso antiinflacionario. Esto se demuestra de forma palpable, sobre todo, en las economías asiáticas, que han sido capaces de conciliar una baja inflación con un elevado crecimiento durante la mayor parte de la última década.

Diferente ritmo de desinflación

El ritmo de desinflación ha variado significativamente entre regiones y países. En las economías asiáticas, en las que la inflación ha sido históricamente baja, el descenso continuó durante la segunda mitad de la década de los noventa, hasta situarse entre un 2 y un 5% y en algunas economías alcanzó incluso niveles negativos. La contracción del producto desempeñó un importante papel en esta evolución y compensó sobradamente los efectos del aumento de los déficit presupuestarios y de la depreciación del tipo de cambio. Los países latinoamericanos han experimentado una tasa de desinflación especialmente rápida en los últimos años: la tasa representativa de inflación descendió de niveles moderados o altos a alcanzar niveles inferiores al 5% en algunos países. En Argentina, los precios también han descendido en los dos últimos años. La transición a niveles reducidos de inflación en América Latina estuvo precedida de importantes cambios en la política macroeconómica como, por ejemplo, la adopción de tipos de cambio fijos, la supresión de la indexación de salarios y precios a la inflación pasada y una acusada reducción de los déficit presupuestarios. En fecha más reciente, algunos países han abandonado el sistema tradicional de tipos de cambio fijo con o sin pauta de ajuste y han adoptado una estrategia contra la inflación más fundamentada, como la de fijar un objetivo de inflación.

Variaciones de los precios relativos en las economías en transición

La situación fue distinta en las economías de Europa Central y Oriental durante gran parte de la década de los noventa, ya que la liberalización general de los precios, llevada a cabo tras la transición a una economía de mercado, afectó los niveles de inflación. Aunque los precios relativos están todavía en fase de ajuste, muchos países han conseguido alcanzar cifras inferiores al intervalo de inflación moderada, estabilizando los salarios y endureciendo la política fiscal y monetaria. En las mayores economías de Europa Central, la necesidad de cumplir las condiciones impuestas para poder integrarse a la Unión Europea ha impulsado también la reducción de la inflación. En el otro extremo de la política monetaria, algunas de las economías en transición recién independizadas han adoptado cajas de conversión para lograr una baja inflación. En África, la inflación también ha descendido en términos generales; por ejemplo en Sudáfrica, se ha reducido a sólo la mitad del nivel en que se encontraba a principios de los noventa.

Causas de la reducción de la inflación

¿Qué factores explican la desinflación de las economías emergentes? La debilidad de la demanda ha tendido a reducir la inflación, debido a que en muchos países durante la segunda mitad de la década de los noventa (especialmente tras la crisis asiática de 1997–98), el producto efectivo fue inferior al potencial. Dado que las empresas suelen verse obligadas a reducir sus márgenes durante las recesiones cíclicas, la inflación podría crecer a medida que aumenta la demanda.

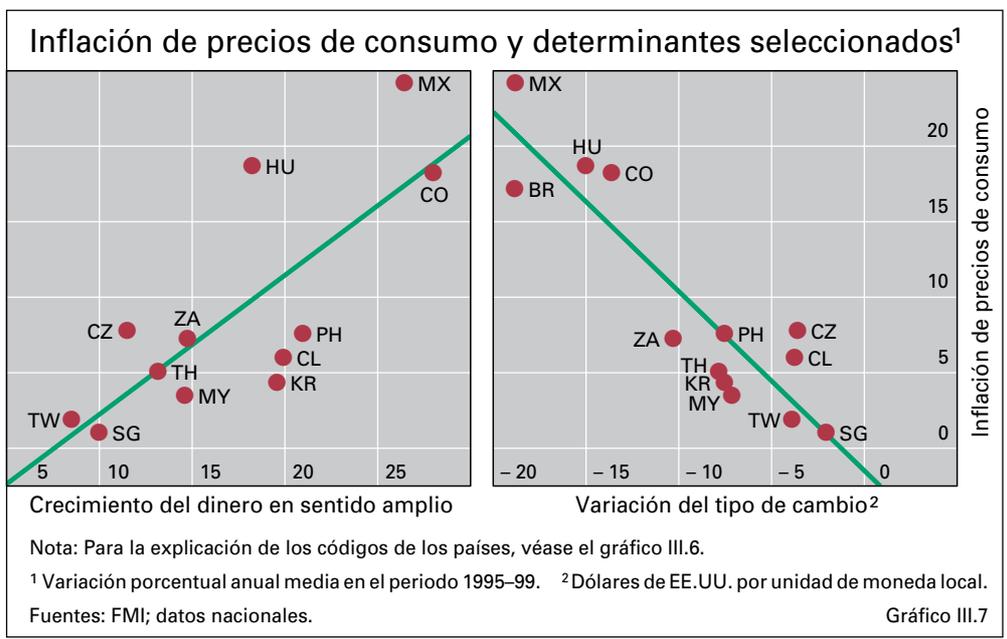
Las brechas del producto negativas han mantenido baja la inflación

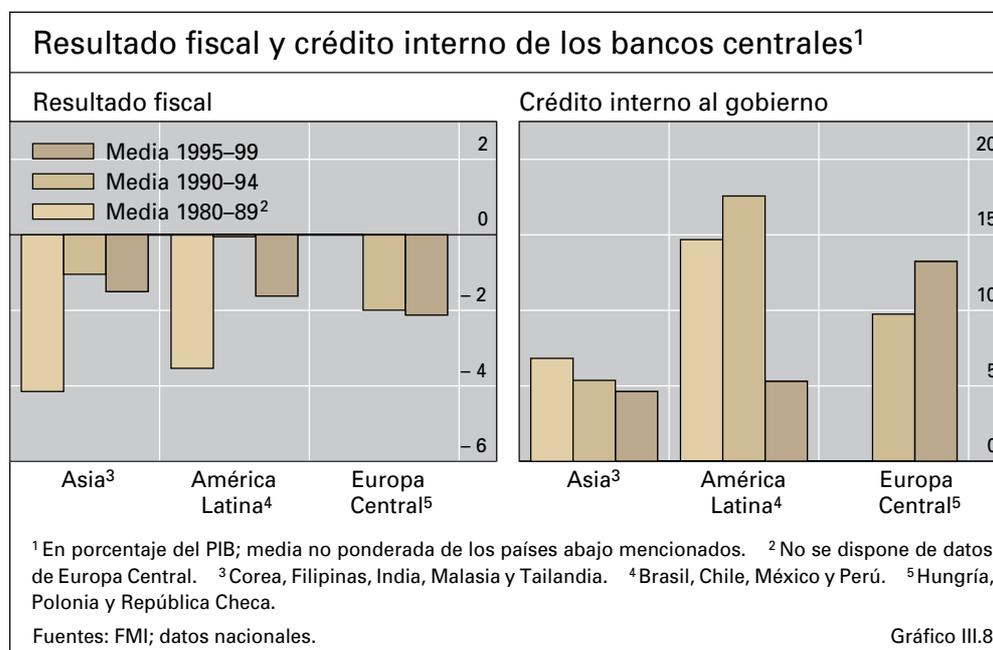
Entre otras causas próximas cabe citar la relación entre inflación y tasa de crecimiento monetario. Los países de inflación reducida generalmente experimentaron una baja tasa de crecimiento monetario (gráfico III.7). No obstante, las tasas anuales de crecimiento monetario mostraron una gran volatilidad, lo que sugiere que su relación con la disminución reciente de la inflación es sólo marginal. Por ejemplo, en muchas economías asiáticas, el crecimiento de los agregados monetarios amplios no se ha desacelerado en los últimos años, y sin embargo la inflación ha disminuido. Una de las razones de este fenómeno podría ser que, tras el desarrollo de los mercados financieros en Asia, la demanda de dinero ha aumentado y quizá haya elevado el nivel mínimo de crecimiento monetario no inflacionario.

El crecimiento monetario también ha disminuido

Lo que sí parece haberse demostrado es que la desinflación generalmente ha ido precedida de ajustes fiscales seguidos de reformas tributarias y del gasto de gran profundidad, a veces con la inclusión de un plan de estabilidad fiscal a medio plazo. Los saldos fiscales se fortalecieron especialmente en América Latina (gráfico III.8), donde en otras épocas, la elevada inflación de carácter crónico estaba relacionada en muchas ocasiones con la monetización de grandes déficit fiscales. El desarrollo de los mercados financieros de todas las regiones también ha tendido a independizar los movimientos monetarios de los problemas fiscales transitorios, permitiendo que las necesidades de financiación de los gobiernos se desplacen al mercado. Es posible que el bajo déficit presupuestario, en la medida en que

La política fiscal es una importante fuerza motriz





ha sido fruto de reformas del sistema impositivo y de la estructura de gasto, además de reducir el sesgo inflacionario de la política fiscal, también haya contribuido a generar efectos positivos por el lado de la oferta.

Los tipos de cambio han ejercido históricamente una notable influencia en el proceso de inflación en las economías de mercado emergentes, especialmente en aquéllas (como las latinoamericanas) con un largo historial de elevada inflación y volátiles movimientos de capitales. El grado en que las variaciones del tipo de cambio se reflejan en los precios internos depende no sólo de las condiciones competitivas a las que se enfrentan las empresas y del momento del ciclo económico, sino también de que esos cambios se consideren transitorios o permanentes. Muchos países han adoptado en el pasado tipos de cambio fijos como anclas nominales para conseguir reducir la inflación. Así, la fijación del tipo de cambio ha influido tradicionalmente en la reducción de niveles elevados de inflación (aunque sólo fuera temporal) en muchas economías de América Latina y de Europa Central. El tipo de cambio fijo también ayudó a conseguir una inflación baja y estable en las economías del este asiático antes de la crisis de 1997-98.

La utilización de tipos de cambio fijo como ancla para conseguir disminuir la inflación tenía un inconveniente. En muchos casos —el más reciente Turquía— este sistema provocó una disminución de la competitividad externa y un aumento del déficit por cuenta corriente que acabó siendo insostenible. Como consecuencia de la vulnerabilidad de los sistemas de tipo de cambio fijo a ataques especulativos, especialmente en presencia de un sistema bancario frágil y de un aumento de los movimientos de capitales, se tendió a adoptar un sistema más flexible o a vincular rígidamente la moneda a otra. La mayoría de los países optaron por la flexibilidad. Los que optaron por vincular rígidamente la moneda a otra (una caja de conversión o la dolarización) reconocían que este sistema les deja escaso margen para desarrollar una política monetaria independiente. En cambio, los que optaron por un sistema de tipo de cambio flexible han conservado el control de la

El papel de los sistemas de tipos de cambio

La adopción de unos tipos de cambio flexibles ...

política monetaria interna. Sin embargo, aunque en principio han permitido que el tipo de cambio sea flexible, en la práctica han tratado de encontrar un equilibrio entre los objetivos de competitividad externa y la limitación de las presiones cambiarias sobre los precios internos, normalmente a través de intervenciones en el mercado de divisas o de la modificación de los tipos oficiales a corto plazo.

La reciente adopción de tipos de cambio flexibles no ha estado acompañada, sin embargo, de un aumento en la inflación, lo cual ha constituido una sorpresa sobre todo en América Latina, ya que históricamente la depreciación influía de forma instantánea en las expectativas de inflación. Una de las razones se encuentra en que la transición recientemente finalizada a un sistema de tipo de cambio flexible en plena crisis, también ha coincidido con un exceso de capacidad y una desinflación mundial, contrarrestando en parte la influencia directa de las variaciones de los tipos de cambio en la inflación de los precios de consumo. Por otra parte, como ya se ha mencionado antes, muchos países han conseguido impedir que sus tipos de cambio se depreciaran significativamente, a pesar de su intención declarada de dejar fluctuar la moneda (véase el capítulo V).

... fue seguida de una contención de la depreciación ...

Además, es posible que una política monetaria y fiscal creíble y orientada hacia la estabilidad, haya contribuido a estabilizar las expectativas en materia de salarios y precios. La mayor prudencia fiscal de América Latina mencionada anteriormente ha tenido una importancia crucial en este sentido. Por último, en la última década muchos países han llevado a cabo reformas estructurales de gran alcance destinadas a mejorar la competitividad interna. Un cambio especialmente importante ha sido la creciente integración de las economías emergentes en la economía mundial. Como consecuencia, ha disminuido la tendencia de las empresas a trasladar los costos de importación a los precios finales en respuesta a la depreciación del tipo de cambio (véase el capítulo II). A medida que aumente el peso relativo de esta nueva economía en los mercados emergentes, es muy probable que estas presiones generales continúen intensificándose.

... y de una disminución de su repercusión

Mantener un bajo nivel de inflación

Lo anterior lleva a plantearse la pregunta de si las bajas tasas de inflación actuales son o no sostenibles en el futuro. En otras palabras, los cambios de política macroeconómica ¿han logrado reducir de manera significativa el riesgo de un rebrote inflacionario?

Un requisito fundamental para mantener una baja inflación es eliminar cualquier posible sesgo inflacionario de la política fiscal. La utilización activa de la política fiscal para apoyar el crecimiento durante la recesión ha de ir acompañada de medidas para reducir los déficits una vez que comienza la recuperación. El aumento de la carga de los intereses de la deuda provocado por el elevado costo de la recapitalización del sector bancario y el correspondiente aumento de los niveles de deuda del sector público podría constituir una amenaza para la credibilidad fiscal, especialmente en algunas de las economías del este asiático que en el pasado mostraron gran solidez en este terreno. Por otra parte, el lento ritmo de privatización de las empresas

Mantener baja la inflación mientras sigue habiendo riesgos fiscales

de propiedad estatal, unido a la resistencia política a la realización de ajustes de gran profundidad en el sistema impositivo y la estructura del gasto, han obstaculizado el progreso de una reforma fiscal a largo plazo. Adicionalmente, la credibilidad de los regímenes fiscales, y por lo tanto, las expectativas de baja inflación, se ven afectados en la medida en que estos factores lleven a preguntarse sobre la viabilidad de la política fiscal a largo plazo.

La credibilidad de la política económica es crucial

Otra cuestión fundamental consiste en determinar hasta qué punto las expectativas de baja inflación han influido en su disminución. El grado de indexación de salarios y precios generalmente decrece cuando desciende la inflación, dado que desaparece la necesidad de protegerse contra ella. En la medida en que también disminuyen las expectativas inflacionarias, el aumento de los salarios nominales refleja con mayor fidelidad los incrementos de la productividad del trabajo, reduciendo así las presiones inflacionarias provocadas por el deseo de mantener el poder adquisitivo. Por otra parte, los productores se muestran más reacios a trasladar los aumentos transitorios de los costos a los precios. Un efecto relacionado con lo anterior es que un clima de inflación baja y estable aumenta la transparencia de las variaciones en los precios relativos, lo que agudiza la respuesta de los consumidores a los cambios de los precios y aumenta la competencia de precios entre las empresas. La fuerza de este efecto depende de hasta qué punto los agentes económicos perciban la disminución de la inflación como un fenómeno permanente.

Los objetivos de inflación pueden tener ventajas a largo plazo ...

Para ayudar a reducir los futuros riesgos inflacionarios, algunos países han adoptado recientemente el mencionado sistema de objetivos o metas de inflación. Esta estrategia ofrece ciertas ventajas potenciales. En primer lugar, el compromiso adquirido por la política monetaria de lograr la estabilidad de precios es especialmente importante en países con historial de excesos fiscales y mala gestión monetaria. Una estrategia de metas de inflación debería ayudar a los bancos centrales a resistir las presiones políticas y animarlos a centrar la atención en un objetivo coherente a lo largo del tiempo. En segundo lugar, la transparencia y la necesidad de rendir cuentas propias de un sistema de objetivos de inflación pueden ser aprovechadas por los bancos centrales para fomentar la comunicación con la opinión pública con el fin de conseguir su apoyo y de aumentar la credibilidad del régimen antiinflacionario. En tercer lugar, una vez que se ha reducido la inflación hasta situarla en un nivel reducido, el sistema de la meta de inflación, basado en la experiencia, constituye un mecanismo mediante el que los bancos centrales pueden reducir las expectativas inflacionarias a largo plazo en la economía. Esto resultaría muy ventajoso, debido a que (especialmente en el caso de América Latina) las reducciones de la inflación logradas hasta ahora no parecen suficientes para limitar, en una cuantía similar, las expectativas inflacionarias reflejadas en los tipos nominales de los bonos.

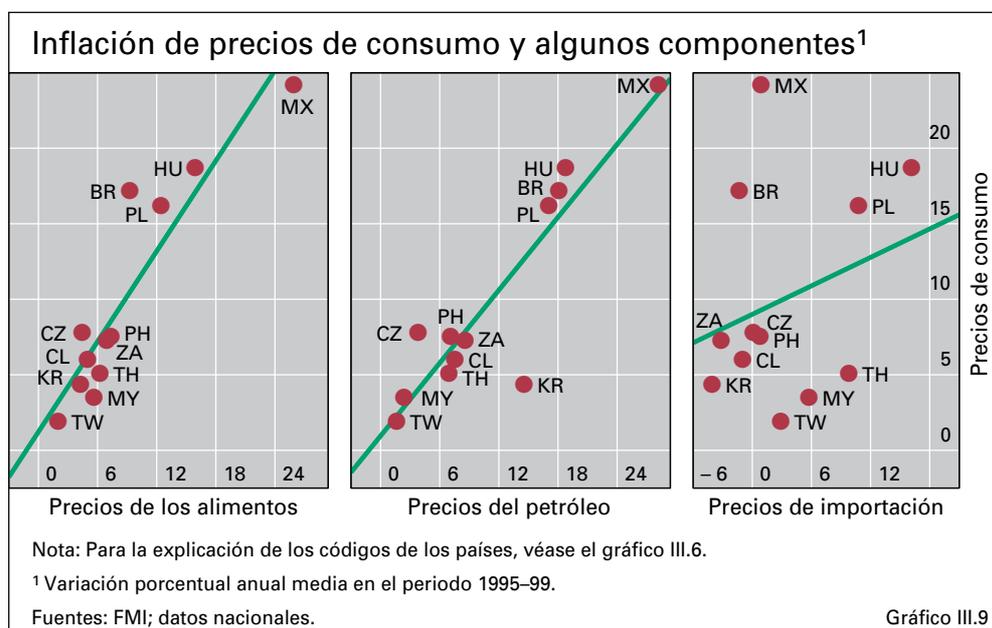
... pero puede continuar habiendo problemas

No obstante, para aprovechar estas ventajas es necesario cumplir varias condiciones. En primer lugar, el sistema financiero debe tener un grado de solidez que le permita ajustarse a las modificaciones de los tipos de interés decididas por el banco central. También el tipo de cambio debe ser lo suficientemente flexible como para absorber perturbaciones externas, pero

sin llegar a un grado de volatilidad que constituya una amenaza para la estabilidad de precios. Las posibilidades de que surjan conflictos entre los objetivos internos y los externos son especialmente elevadas en los países relativamente más expuestos a las perturbaciones externas y que son poseedores de considerables pasivos externos sin cobertura. Por otra parte, la adopción de un sistema de objetivos de inflación, requiere un vasto conocimiento de las variables que impulsan la inflación. El desarrollo de este proceso constituye en sí mismo un desafío, dada la falta de datos, la elevada volatilidad de algunos componentes de la inflación y el conocimiento insuficiente de los mecanismos de transmisión de los cambios de rumbo de la política monetaria.

El grado en que se mantendrá la baja tasa de inflación actual también depende de factores de oferta de corto plazo. La sensibilidad de la inflación a los precios de las importaciones (especialmente a los precios del petróleo) tiende a ser mayor que en las economías industrializadas en razón de la mayor dependencia de las importaciones. Además, los precios de los alimentos se ven en gran medida afectados por las crisis del mercado agrícola y son, por lo tanto, volátiles. En los precios relativos y en la tasa media de inflación pueden influir asimismo las variaciones de los precios administrados. Este factor desempeñó un papel especialmente importante en las economías en transición, donde la liberalización general de los precios llevada a cabo a principios de los años noventa provocó un estallido de la inflación general a corto plazo, aunque en algunos casos las presiones se dejaron sentir a más largo plazo debido al tono acomodaticio de la política monetaria. Sin embargo, los países que han mantenido los precios administrados en un nivel artificialmente bajo se enfrentan a un problema similar de "recuperación" de los precios.

El gráfico III.9 muestra la relación entre las variaciones registradas en diversos países en lo relativo a los precios de los alimentos, petróleo e importaciones y la tasa de inflación de la economía durante la segunda mitad



de la década de los noventa. Como se observa claramente en el gráfico, en algunos casos la expansión de la oferta ha desempeñado un importante papel en la reciente disminución de la inflación. Sin embargo, en la medida en que estos factores de oferta son reversibles, plantean un reto a los bancos centrales a la hora de mantener la estabilidad de los precios en el futuro. Aunque estas circunstancias podrían inducir a pensar que deben excluirse del objetivo de inflación los componentes volátiles de la oferta, esa exclusión trae consigo el riesgo de confundir a la opinión pública respecto al significado real de estabilidad de los precios.

Evitar objetivos de inflación excesivamente ambiciosos

Atendiendo a todas estas dificultades, se ha llegado a la conclusión general de que ni los países industrializados ni las economías de mercado emergentes deben fijarse como objetivo una tasa de inflación determinada en un periodo demasiado breve. Una importante consecuencia de la adopción de un objetivo de inflación demasiado ambicioso o de corto horizonte temporal, es que podría exigir grandes modificaciones de los tipos de interés, sobre todo cuando la economía sufre contracciones de la oferta. Esta disyuntiva entre estabilidad de precios y estabilidad de tipos de interés debe analizarse con cuidado, sobre todo en el caso de las economías emergentes. El hecho de incumplir el objetivo de inflación propuesto puede minar la credibilidad de las autoridades monetarias, pero a su vez las modificaciones de los tipos de interés necesarias para alcanzar este objetivo pueden tener graves repercusiones económicas, sobre todo si el sistema bancario es frágil.