

### III. Evolución de la situación en los mercados emergentes

#### Aspectos más destacados

Durante el año 2001, casi todos los mercados emergentes registraron un menor crecimiento a causa de los siguientes factores: el enfriamiento de la economía en los países industrializados, la consecuente reducción del comercio internacional, la volatilidad de las condiciones de financiación y los precios más bajos de las materias primas (véase el cuadro III.1). A pesar de la suavización generalizada de las políticas monetarias y fiscales, el aumento de la demanda interna sólo pudo compensar en parte la desaparición del estímulo externo. La desaceleración fue muy pronunciada en América Latina debido, entre otras cosas, a la incertidumbre provocada por la crisis argentina. Asia oriental sufrió una drástica reducción de la demanda mundial de equipos electrónicos, mientras que los bajos precios del petróleo afectaron a las economías de Oriente Medio. Por el contrario, el crecimiento en África se aceleró. La inflación se redujo en la mayoría de las economías emergentes, pero creció en aquellos países cuyas monedas se depreciaron más rápidamente el año pasado. Los desequilibrios por cuenta corriente disminuyeron en líneas generales.

Los flujos de capital privado hacia los mercados emergentes aumentaron ligeramente en 2001, aunque en términos generales siguieron mostrando un nivel reducido. La inversión extranjera directa (IED) fue el principal componente de este aumento, y siguió destinándose a las principales economías. La financiación bancaria en su conjunto disminuyó aún más, aunque en varios países se tornó positiva hacia finales de 2001. Los flujos canalizados por emisiones de acciones se vieron afectados por la incertidumbre generalizada en los mercados financieros, las fugas de capital en Argentina y Turquía a raíz de sendas crisis y el impacto mundial que tuvieron los acontecimientos del 11 de septiembre. Los flujos del mercado de bonos no se alteraron, aunque los inversionistas diferenciaron mejor entre las economías con buenos resultados y las economías en crisis.

Entre finales de 2001 y principios de 2002, los indicadores de actividad mejoraron en muchas economías emergentes. En particular, las muestras de reactivación de la economía en Estados Unidos han mejorado en gran medida las perspectivas de crecimiento en aquellos países asiáticos con amplios sectores exportadores de alta tecnología. Los precios de las materias primas también han mejorado. Sin embargo, en varios países latinoamericanos, la incertidumbre política inquietó a los mercados financieros.

Crecimiento y balanza por cuenta corriente								
	PIB real <sup>1</sup>				Balanza por cuenta corriente <sup>2</sup>			
	Media 1994-99	2000	2001	2002	Media 1994-99	2000	2001	2002
Asia <sup>3</sup>	6,9	6,7	5,0	5,7	1,3	3,4	2,4	2,0
China	9,4	8,0	7,3	7,3	2,1	1,9	1,5	1,1
Hong Kong RAE	2,7	10,5	0,1	1,8	-0,2	4,8	5,3	5,9
India	6,6	4,0	5,4	5,7	-1,1	-0,9	-0,5	-0,4
Corea	5,6	9,3	3,0	5,6	0,8	2,5	2,0	1,4
Singapur	5,3	10,0	-2,0	4,0	19,7	23,6	20,9	18,9
Taiwán, China	5,9	5,7	-1,9	3,0	2,6	2,9	6,7	5,5
Filipinas	3,8	4,0	3,2	3,6	-0,8	12,2	6,3	5,3
Indonesia	2,1	4,8	3,3	3,4	-1,1	5,2	3,6	2,7
Malasia	5,6	8,5	0,4	4,2	-0,3	10,6	8,2	7,2
Tailandia	2,5	4,4	1,8	3,4	-1,4	7,5	5,4	4,8
América Latina <sup>3</sup>	2,9	4,5	0,6	0,5	-3,1	-2,3	-2,9	-1,7
Argentina	2,9	-0,5	-4,5	-12,2	-3,7	-3,6	-1,6	9,6
Brasil	2,8	4,5	1,4	2,1	-3,2	-4,1	-4,6	-4,0
Chile	5,6	5,4	2,8	2,9	-3,5	-1,5	-2,0	-1,6
Colombia	2,1	2,8	1,6	2,0	-4,3	0,4	-2,0	-2,8
México	3,1	6,9	-0,3	1,7	-3,0	-3,1	-2,9	-3,0
Perú	5,1	3,1	0,2	3,3	-5,8	-3,0	-2,2	-1,6
Venezuela	0,3	3,2	2,8	-2,6	3,5	11,0	2,5	2,8
Europa central <sup>4</sup>	2,8	3,8	3,5	3,2	-3,4	-4,9	-4,4	-4,3
Hungría	3,2	5,2	3,8	3,5	-4,9	-3,2	-0,9	-2,8
Polonia	5,6	4,0	1,1	1,3	-2,2	-6,3	-4,0	-3,9
República Checa	1,6	2,9	3,5	3,2	-4,0	-4,5	-4,7	-4,2
Rusia	-3,3	8,3	5,0	3,7	2,9	18,5	11,0	7,2
Turquía	2,3	7,5	-7,4	2,2	-0,4	-4,8	2,3	-0,3
Israel	4,5	6,4	-0,6	1,7	-3,9	-1,3	-2,7	-1,7
Arabia Saudita	1,1	4,5	2,2	1,2	-3,4	8,3	4,7	-1,3
África	3,3	2,9	3,7	3,4	-2,9	0,2	-0,6	-2,8
Sudáfrica	2,6	3,4	2,2	2,2	-1,1	-0,4	-0,1	-0,7
Zona CFA	4,1	2,3	4,7	5,3	-5,4	-4,1	-5,7	-5,7
<i>Pro memoria:</i> <i>países del G-7</i>	<i>2,8</i>	<i>3,6</i>	<i>1,0</i>	<i>1,7</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,0</i>

Nota: Las cifras para 2002 están basadas en las previsiones consensuadas para mayo de 2002 y en *Perspectivas de la Economía Mundial*.

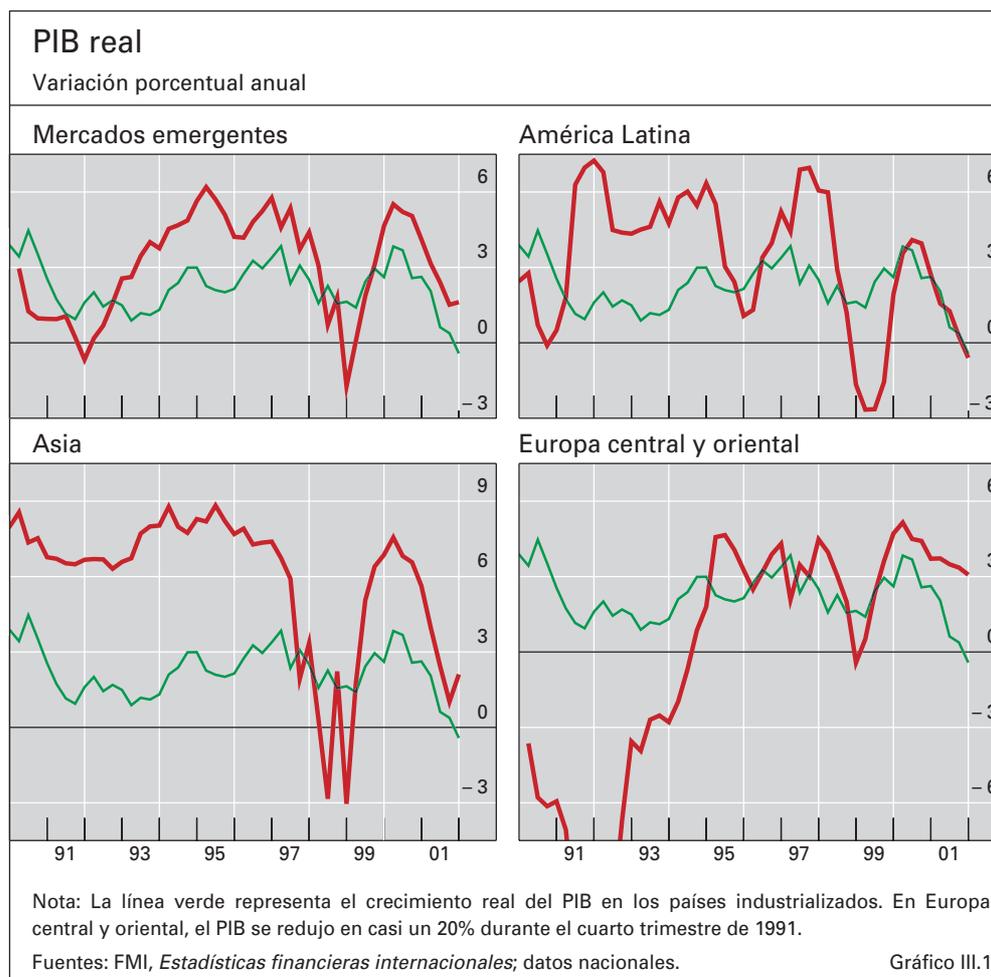
<sup>1</sup> Variación porcentual anual. <sup>2</sup> En porcentaje del PIB. <sup>3</sup> Media de los países mencionados, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 1995. <sup>4</sup> Media para Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumania.

Fuentes: FMI; OCDE; © Consensus Economics; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro III.1

## Vínculos internacionales y resultados económicos nacionales

La desaceleración del crecimiento que han sufrido paralelamente las economías industrializadas y las emergentes en 2001, tras dos años de expansión simultánea (véase el gráfico III.1), ha puesto de relieve la importancia de los vínculos económicos y financieros internacionales.

En los últimos años se han reforzado los vínculos entre el crecimiento



Las oscilaciones paralelas de la producción en los países industrializados y emergentes se han ido fortaleciendo con el tiempo. Se trata en cierta medida de un fenómeno casual, ya que la desaceleración económica que se produjo en los países industrializados a principios de la década de los 90 no fue de naturaleza sincrónica (véase el capítulo II), lo que amortiguó su impacto en los mercados emergentes. No obstante, desde mediados de la década de los 90, las fluctuaciones del producto en las tres principales regiones con mercados emergentes parecen haberse sincronizado en mayor grado con las oscilaciones en los países industrializados. Un buen ejemplo de este fenómeno se encuentra en Europa central y oriental, donde la correlación es cada vez mayor, y donde los intervalos temporales se han acortado, lo cual demuestra su profunda transformación e integración con los países de Europa occidental tras el comienzo de la transición en 1990.

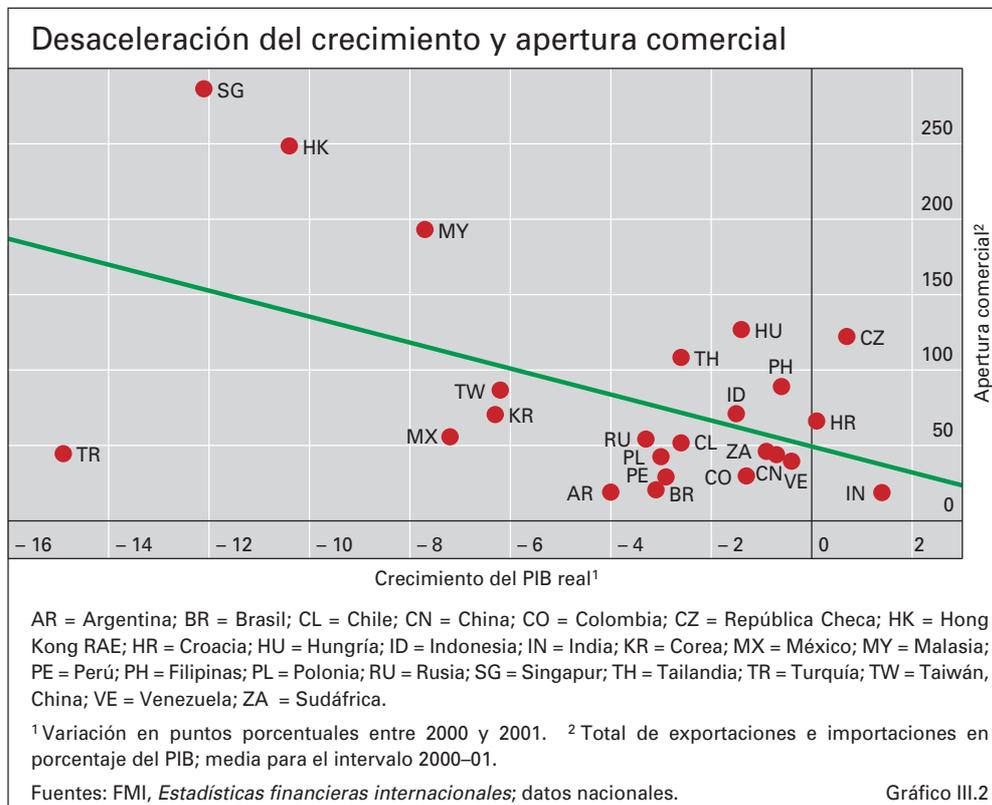
Una serie de regresiones sencillas para las veinte mayores economías emergentes apunta a que un aumento de 1 punto porcentual del crecimiento del PIB real agregado en Estados Unidos, la Unión Europea y Japón lleva consigo un crecimiento adicional de aproximadamente 0,33 puntos porcentuales en los mercados emergentes. Asimismo, una reducción de 1 punto porcentual del tipo de interés Libor parece aumentar el crecimiento de los 20 mayores mercados emergentes en casi 0,25 puntos porcentuales. El

ritmo de crecimiento de la producción industrial en los países avanzados y en los emergentes está, si cabe, más interconectado, con una elasticidad cercana al 0,75. Este vínculo es incluso mayor en el caso de las economías asiáticas con respecto a Estados Unidos y Japón, y en el caso de Europa central y oriental para con la Unión Europea.

### Crecimiento y vínculos comerciales

La desaceleración económica en los países industrializados redujo el comercio internacional el año pasado, tras crecer en más de un 12% durante el año 2000. Por consiguiente, el producto real en las economías de mercado emergentes con gran apertura económica se desaceleró enormemente. En el caso de Singapur, Hong Kong RAE (en lo sucesivo, "Hong Kong") y Malasia, el descenso se situó nada menos que entre 8 y 12 puntos porcentuales (véase el gráfico III.2). México es otro país que cuenta con fuertes lazos comerciales con países industrializados. Tras un crecimiento significativo del 7% de su PIB real en 2000, éste se redujo un 0,3% en 2001, lo que reflejó en gran medida la caída de la demanda de importaciones en Estados Unidos. Asimismo, Corea y Taiwán, China (en lo sucesivo "Taiwán") también sufrieron sendas oscilaciones en el crecimiento del producto el año pasado debido a la cada vez menor demanda de importaciones en Estados Unidos. Por el contrario, el crecimiento económico en países como India y China, que cuentan con economías más cerradas, se mantuvo relativamente alto, principalmente gracias a factores internos, que también desempeñaron un papel fundamental en Brasil, Indonesia y Polonia (véase la siguiente sección).

La desaceleración económica obedeció al grado de apertura comercial ...



Principales productos y mercados de exportación <sup>1</sup>					
	Asia <sup>2</sup>	América Latina <sup>3</sup>	Europa central y oriental <sup>4</sup>	África y Oriente Medio <sup>5</sup>	Todos los países emergentes
<b>Mercados<sup>6</sup></b>					
Estados Unidos	21	39	4	16	20
Japón	13	4	1	4	6
Zona del euro	16	16	60	44	34
Intraregional	31	17	16	3	17
Otros	19	24	19	33	24
<b>Productos<sup>7</sup></b>					
Alimentación	8	24	8	14	14
Agricultura	2	4	3	3	3
Combustibles	5	21	8	38	18
Metales	2	15	5	5	7
Manufacturas	82	36	74	39	58
Alta tecnología	40	18	17	6	20

<sup>1</sup> En porcentaje de exportaciones totales; para grupos de países, se utiliza la media no ponderada.  
<sup>2</sup> China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán (China). <sup>3</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>4</sup> Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa, Rumania, Rusia y Turquía. <sup>5</sup> Arabia Saudita, Argelia, Egipto, Israel, Kenia, Marruecos, Nigeria, Sudáfrica y Túnez. <sup>6</sup> 2000. <sup>7</sup> 1999.

Fuentes: FMI, *Direction of Trade*; Banco Mundial. Cuadro III.2

... y a la dependencia relativa del mercado estadounidense

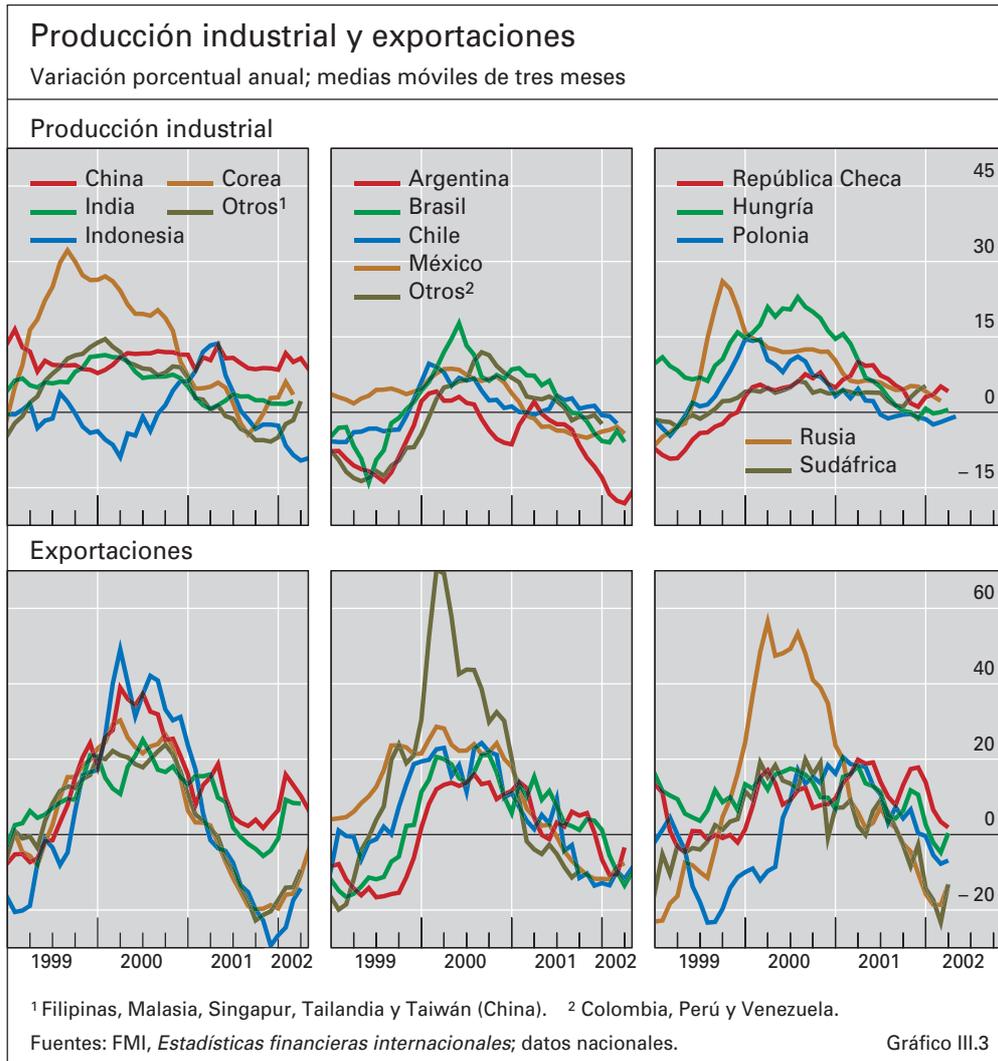
El destino del comercio internacional, así como la composición del mismo, también influyeron considerablemente en los resultados que obtuvieron los mercados emergentes el año pasado. Los países asiáticos y diversos países latinoamericanos con fuertes relaciones comerciales bilaterales con Estados Unidos (véase el cuadro III.2) experimentaron una pronunciada contracción del crecimiento y de la demanda de exportación. Los países de Europa central y oriental, al mantener sus lazos comerciales principalmente con la zona del euro (donde la caída de las importaciones fue menos pronunciada), mantuvieron relativamente elevadas su producción industrial y sus exportaciones (véase el gráfico III.3).

La composición sectorial del comercio también fue relevante

La desaceleración del crecimiento en Asia se debió en gran medida a la caída de la demanda internacional de productos de alta tecnología, que representan el 40% de las exportaciones de manufacturas en la región. La disminución de la demanda de importaciones en los países industrializados afectó más a las exportaciones asiáticas, ya que la elasticidad de sus ingresos por exportación duplica, aproximadamente, la de los exportadores de materias primas de América Latina y África. Así, por ejemplo, el valor en dólares de la exportación agregada de Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia se redujo un 11% en 2001, tras haber crecido un 19% en 2000. Las exportaciones de Europa central y oriental (especialmente maquinaria y equipamiento) sufrieron en mucha menor medida los efectos de la caída en la demanda de productos de alta tecnología.

Los ingresos procedentes del turismo se vieron muy afectados

El sector turístico también sufrió un retroceso considerable en 2001, sobre todo tras los atentados del 11 de septiembre. El Caribe, los países africanos que cuentan con un importante sector turístico (como Marruecos,



Túnez, Egipto y Kenia), y diversos destinos vacacionales asiáticos se vieron seriamente perjudicados.

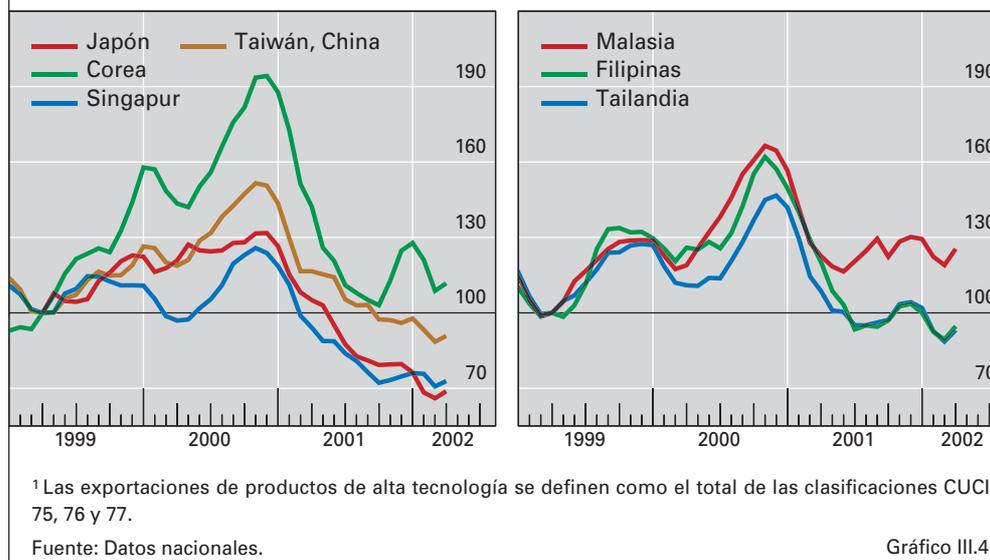
La desaceleración de la economía mundial también redujo el precio de las materias primas. El precio medio en dólares de las exportaciones de productos básicos no petrolíferos procedentes de las economías emergentes cayó en aproximadamente un 9% en 2001. La demanda de metales fue la más afectada, reduciendo así los ingresos por exportación de Chile, Rusia, Sudáfrica y Zambia, mientras que la oferta de productos agrícolas siguió creciendo, a pesar de sus reducidos precios. El descenso de los precios perjudicó sobre todo a los exportadores en África, donde los productos no petrolíferos (concretamente el café y el algodón) representan a menudo un gran porcentaje de los ingresos por exportación. Al mismo tiempo, los bajos precios de las importaciones de petróleo beneficiaron a algunos países africanos, mientras que en otros, las buenas condiciones meteorológicas contribuyeron a la producción agrícola. Además, África comercia principalmente con Europa, donde la demanda se mantuvo mejor, por lo que el crecimiento en la región aumentó durante el año pasado hasta alcanzar un nivel del 3,75%, lo que supone casi 1 punto porcentual más que en 2000.

Los precios de las materias primas disminuyeron ...

... pero aumentó el crecimiento en África

## Exportaciones de productos de alta tecnología de los países asiáticos hacia EEUU<sup>1</sup>

Base marzo 1999 = 100; medias móviles de tres meses



La caída de los precios del petróleo (casi un 15%), junto con una ligera contracción de la demanda mundial de este producto, redujeron los ingresos por exportación de los países emergentes exportadores de petróleo, con lo que su superávit por cuenta corriente cayó de 100 mil millones de dólares en 2000 a 56 mil millones el año pasado. En Arabia Saudita, el mayor país exportador de petróleo, el crecimiento del PIB pasó de un 4,5% en 2000 a un 2%.

Algunos de estos factores restrictivos empezaron a cambiar de rumbo a finales de 2001. Las exportaciones de productos de alta tecnología, y en menor medida las de componentes, repuntaron hacia finales de año en Corea, Filipinas, Malasia y Tailandia (véase el gráfico III.4). No obstante, los datos más recientes y los precios a la baja de semiconductores y microprocesadores indican que durante la primera mitad de 2002 el fortalecimiento de las exportaciones asiáticas podría ser más moderado de lo que lo fue durante las recuperaciones anteriores.

Las perspectivas para las economías latinoamericanas son menos claras, debido en gran medida a los desequilibrios internacionales y a la incertidumbre política en algunos de estos países. El aumento de los precios de los productos no petrolíferos debería fortalecer el crecimiento en los países exportadores de materias primas latinoamericanos y africanos. Sin embargo, en el momento de la redacción del presente Informe, las perspectivas tanto de la producción como de los precios del petróleo continuaban siendo inciertas debido a las cambiantes circunstancias políticas y económicas.

### *Factores internos*

La desaceleración del comercio mundial fue el detonante de los acontecimientos anteriormente descritos para las economías más abiertas.

Han aparecido síntomas de moderada recuperación ...

... pero las perspectivas para América Latina son más inciertas

Sin embargo, el crecimiento general del producto y los cambios en la balanza de pagos también se vieron afectados por la naturaleza y las dimensiones de las políticas de ajuste interno frente a los acontecimientos externos, así como por algunos factores idiosincrásicos.

Varios de los países asiáticos que sufrieron los efectos de la contracción de la demanda externa (Corea, Malasia y Tailandia), así como otros países con economías más cerradas (China e India), adoptaron políticas internas expansivas, estimulando así el consumo de las familias y, la construcción de viviendas o la inversión pública. Los estímulos fiscales, junto con una caída del ahorro de las familias, produjeron una disminución de la tasa de ahorro total en estos países. Otros países asiáticos (Singapur, Taiwán y en menor medida Hong Kong) reaccionaron frente al debilitamiento de la demanda de exportaciones principalmente reduciendo sus inversiones intensivas en importaciones y sus existencias. Este patrón de ajuste redujo considerablemente el impacto negativo que tuvo la contracción de las exportaciones en la balanza por cuenta corriente. Sin embargo, tanto el saldo positivo entre ahorro e inversión (patente desde la reducción de la inversión en capital tras la crisis asiática en 1997–98) como el consiguiente superávit por cuenta corriente se redujeron en Asia durante el año pasado.

Políticas expansivas y contracción de las importaciones en Asia

Los patrones de ajuste de las economías de mercado emergentes no asiáticas frente a las perturbaciones externas variaron mucho entre sí. Algunos países exportadores de petróleo, como Arabia Saudita y México, redujeron el gasto público para contrarrestar la reducción de los ingresos por exportación. Otros países, como Rusia y Venezuela, decidieron reducir el nivel de ahorro agregado, utilizando para ello parte de sus excedentes financieros acumulados procedentes de la venta de petróleo, con el fin de estimular la demanda interna. La manera en la que los países latinoamericanos respondieron a la situación y realizaron ajustes también fue muy variada. La inversión cayó vertiginosamente en Argentina, México y Perú, aunque se mantuvo relativamente estable e incluso aumentó ligeramente en Brasil, Chile y Colombia. Al reducirse el ahorro en estos países, sus déficit por cuenta corriente aumentaron.

Este patrón de ajuste varió entre las distintas regiones

La evolución del producto en algunas de las principales economías se vio seriamente afectada por diversos factores internos. El PIB real en Indonesia creció poco más del 3%, nivel muy inferior a la tasa existente antes de la crisis. No fueron sólo los bajos precios de las materias primas y del petróleo los que dificultaron la expansión, sino que la incertidumbre política y las tensiones sociales también desempeñaron un papel decisivo en algunas regiones. El aumento del producto de poco más del 3% previsto para 2002 puede no ser suficiente para evitar el desempleo. Por si esto fuera poco, el proceso de reestructuración bancaria y empresarial se sigue viendo obstaculizado por dificultades de orden legal y judicial.

Tensiones políticas y sociales en Indonesia

La economía rusa creció a un ritmo más lento que en 2000, pero más rápido de lo esperado. Las principales causas de la reciente desaceleración económica parecen haber sido la menor demanda exterior y los efectos de la anterior apreciación real. Sin embargo, la demanda interna se mantuvo a buen ritmo, con una respuesta muy favorable del consumo y la inversión

Impulso reformador más fuerte en Rusia

privados frente al continuo impulso de reforma. Las finanzas públicas siguieron afianzándose, y el superávit por cuenta corriente se mantuvo en niveles elevados (11% del PIB).

Brasil se vio afectado por la crisis energética y la situación en Argentina

En Brasil, el crecimiento del PIB se redujo hasta el 1,5% en 2001, debido a una crisis en el sector energético que obligó a racionar el abastecimiento de electricidad, a una relación de intercambio menos ventajosa y a unas políticas antiinflacionarias más estrictas. El déficit por cuenta corriente aumentó ligeramente (hasta alcanzar el 4,5% del PIB), aunque la balanza comercial logró obtener su primer superávit desde 1994 y las entradas de IED alcanzaron la cifra de 19 mil millones de dólares. Sin embargo, Brasil siguió expuesto a la volatilidad internacional debido a su gran necesidad de financiación externa, que tiende, sin embargo, a reducirse.

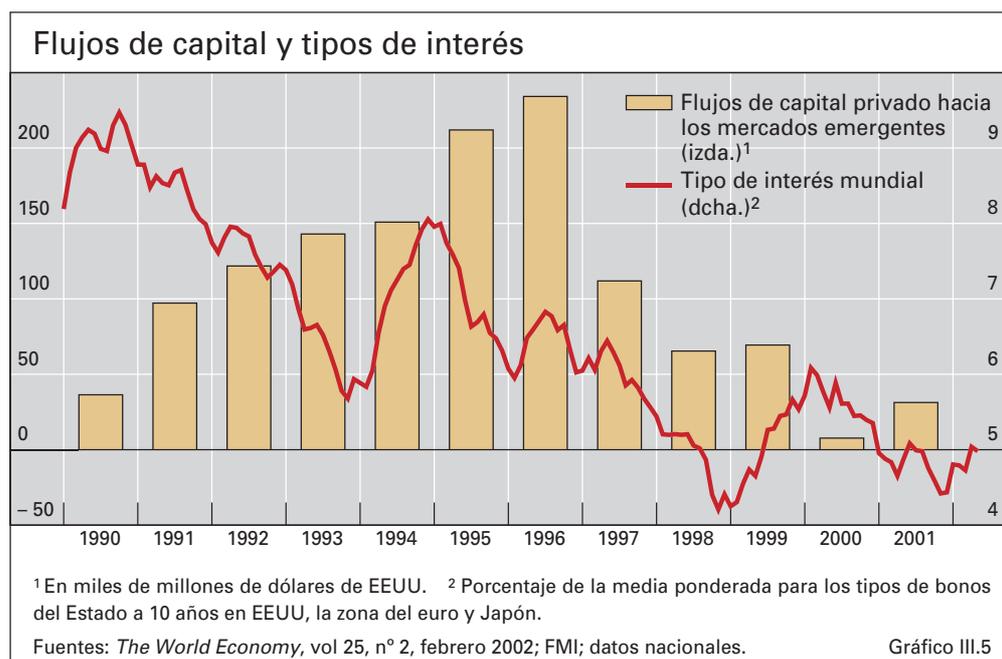
Escasa demanda interna en Polonia

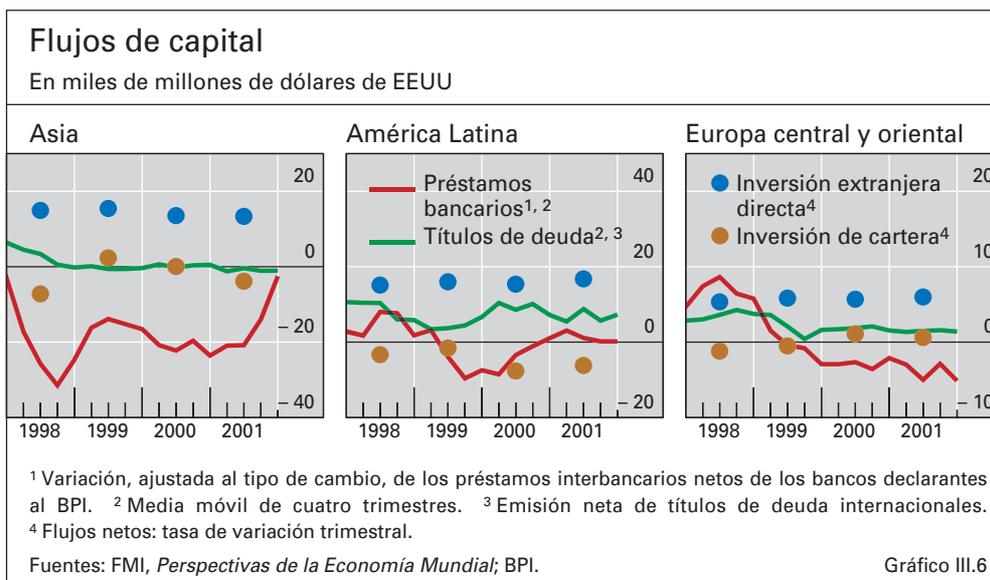
La situación en Polonia también lastró el crecimiento del país, aumentando su PIB real apenas un 1% en 2001. La causa principal de este escaso crecimiento fue la inversión, que cayó un 10% aproximadamente, debido en parte a los altos tipos de interés reales y a la continua fortaleza del zloty. El consumo privado también se vio afectado por la creciente tasa de desempleo, y la actual consolidación fiscal restringió el gasto público. El crecimiento se mantuvo bajo durante el primer trimestre de 2002.

#### Vínculos entre los mercados financieros y flujos de capital

Los flujos de capital se recuperaron relativamente bien

Tradicionalmente, los cambios en los tipos de interés mundiales han tenido mucha influencia en el volumen de los flujos de capital, ya que las economías emergentes tienden a recibir más capital privado cuando los tipos de interés se están situando en niveles bajos (véase el gráfico III.5). Sin embargo, a lo largo del pasado año, la bajada de los tipos de interés en los países industrializados se produjo en un ambiente de desaceleración de la economía mundial y de un mayor grado de aversión al riesgo por parte de los inversionistas. En estas circunstancias, y teniendo en cuenta las posibles





consecuencias de las crisis en Turquía y Argentina, hubiera cabido esperar una reducción considerable de los flujos de capital hacia las economías emergentes. En cualquier caso, los tipos de interés más bajos aumentaron ligeramente los flujos de capital hacia las economías emergentes, e incluso algunos de los componentes de estos flujos que tradicionalmente se han mostrado más volátiles lograron mantenerse (véase el gráfico III.6).

La inversión extranjera directa fue el componente principal del aumento de los flujos de capital privado durante 2001. Históricamente, la IED se ha destinado a la fabricación de productos finales e intermedios para satisfacer la demanda de los países industrializados, por lo que ha tendido a reducirse durante los ciclos contractivos y a aumentar durante los periodos de expansión económica. Sin embargo, desde mediados de la década de los 90, el crecimiento de la IED se ha debido en gran medida al interés de los inversionistas en poder acceder a los principales mercados de productos finales, y ha mantenido una estrecha relación con las privatizaciones y con las fusiones y adquisiciones. Así, los movimientos de IED se han dirigido hacia un número cada vez menor de países. Este fue el caso el año pasado, cuando los ingresos generados por la venta de uno de los principales bancos mexicanos y por la adquisición de una importante sociedad minera en Sudáfrica fueron de hecho superiores al incremento de los flujos agregados de IED hacia los mercados emergentes. A esto cabe añadir el espectacular aumento de la IED que ha recibido China desde su adhesión a la OMC.

Los activos transfronterizos mantenidos por los bancos declarantes al BPI en los mercados emergentes se redujeron en 2001. Ese mismo año, sin embargo, el saldo de los préstamos bancarios transfronterizos se tornó positivo en diversos países asiáticos, algo que no ocurría desde mediados de 1997 (véase el capítulo VI). Los bancos extranjeros y sus filiales nacionales siguieron concediendo préstamos e invirtiendo importantes sumas de dinero en Europa central y Rusia. Por el contrario, los bancos internacionales redujeron drásticamente sus préstamos interbancarios para Argentina.

La IED aumentó y se destinó a los principales países

Los préstamos transfronterizos se tornaron positivos en algunos países

Correlación entre las variaciones del índice Nasdaq y los precios de las acciones <sup>1</sup>						
	Corea	Hong Kong RAE	Malasia	Singapur	Tailandia	Taiwán, China
1995–1996	0,28	0,32	0,07	0,11	0,20	0,07
1999–2002 T1	0,47	0,61	0,29	0,44	0,31	0,34
	Argentina	Brasil	Chile	México	Polonia	Sudáfrica
1995–1996	0,16	0,14	0,09	0,27	0,16	0,09
1999–2002 T1	0,25	0,50	0,30	0,61	0,44	0,52

<sup>1</sup> En monedas nacionales; cálculos a partir de observaciones semanales.  
Fuente: Bloomberg. Cuadro III.3

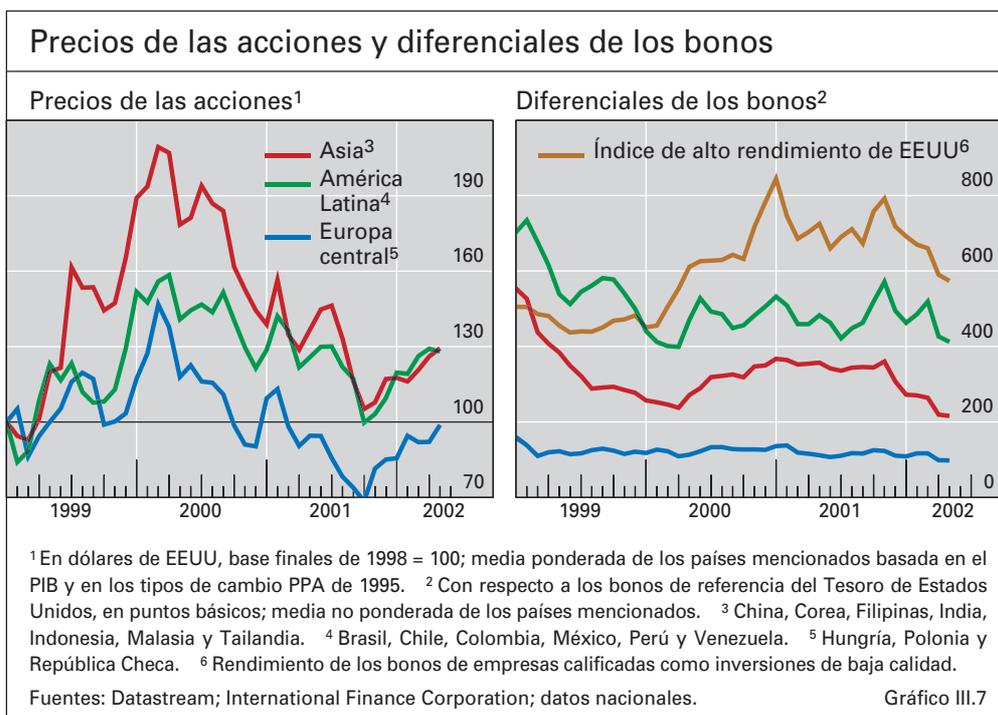
Los flujos de inversión de cartera reflejaron las previsiones económicas

En 2001, las entradas de activos por inversiones de cartera disminuyeron en Asia y en menor medida en América Latina, pero permanecieron estables en Europa central y oriental. El descenso de la oferta y la demanda de acciones en Asia durante gran parte de 2001 reflejó las inciertas perspectivas económicas y el desmoronamiento de los precios de las acciones tecnológicas, lo que redujo la riqueza que poseían los inversionistas en activos de alto riesgo. Además, la mayor correlación durante los últimos años entre las oscilaciones del índice Nasdaq y los precios de las acciones en la mayoría de mercados emergentes (véase el cuadro III.3) redujo las ventajas que ofrecía la diversificación de la inversión de cartera hacia valores en países emergentes. Sin embargo, a partir de marzo de 2002, el precio de las acciones en varias economías de mercado emergentes se ha desligado del índice Nasdaq.

La emisión de acciones en estos mercados aumentó durante el primer trimestre de 2002 y los índices bursátiles subieron más rápidamente que en Estados Unidos (véase el gráfico III.7). Esta inversión de cartera durante los primeros meses de 2002 se dirigió principalmente a Asia, Brasil, México y Sudáfrica, mientras que el resto de América Latina y Polonia experimentaron salidas de capital. Queda reflejado de este modo un aumento de la confianza en la mejora de la situación económica internacional, sobre todo en Asia. Excepto en contadas ocasiones, la recuperación no sólo se produjo en el sector de la alta tecnología, sino que se repartió entre otros sectores, incluido el sector bancario por primera vez en mucho tiempo. También se produjo un considerable repunte de los mercados bursátiles de Europa central y oriental. A pesar de todo, numerosos mercados bursátiles emergentes se situaron bastante por debajo de sus máximos alcanzados en 2000, y no todos los mercados pudieron aprovechar la reciente subida de los precios de las acciones.

Las operaciones con títulos de deuda se mantuvieron, ya que los inversionistas se alejaron del riesgo

La emisión neta de títulos de deuda por parte de los mercados emergentes se mantuvo relativamente estable en 2001 (véase el capítulo VI). Esto se debió, en primer lugar, a que el recorte de los tipos de interés en los países industrializados y la ligera reducción de los diferenciales de inversión calificada dieron lugar a una considerable rebaja de los tipos de interés para los prestatarios con alta calificación. Esto atrajo hacia los mercados tanto a los prestatarios establecidos (China, Hungría, Malasia, México y Polonia) como a los pequeños emisores (Colombia, Croacia, Letonia y Uruguay).



Durante el año 2001, se redujeron los diferenciales de rendimiento de los mercados secundarios, excepto en el caso de Argentina.

Tras los acontecimientos del 11 de septiembre, los diferenciales aumentaron drásticamente (en más de 200 puntos básicos en promedio), pero se precipitaron a continuación hasta niveles nunca registrados desde principios de 2000 (véase el gráfico III.7). En América Latina, los diferenciales fueron especialmente volátiles en líneas generales, debido al impacto inicial de la crisis argentina. Aunque, desde octubre de 2001, se han empezado a ver atisbos de diferenciación de comportamientos. Durante el primer trimestre de 2002, se produjo un aumento de la emisión internacional de nuevos bonos por parte de los principales prestatarios de los países emergentes.

Si bien es cierto que en general los movimientos de capital hacia los mercados emergentes se han logrado mantener durante el último año, muchos países con altos coeficientes de deuda sobre PIB, grandes obligaciones de servicio de la deuda o importantes deudas a corto plazo con respecto a sus reservas de divisas (véase el cuadro III.4) han sido muy vulnerables a los cambios de opinión en los mercados financieros, y lo seguirán siendo en el futuro. Valgan como ejemplo Argentina y Turquía, donde la salida neta de capitales contribuyó al desencadenamiento de sendas crisis. Por el contrario, México siguió atrayendo volúmenes muy significativos de nueva inversión durante el pasado año, debido a su mayor integración con la economía estadounidense. Asimismo, los inversionistas consideran cada vez más a los países de Europa central y oriental candidatos a formar parte de la Unión Europea como "mercados de convergencia", es decir, destinos menos arriesgados para la inversión, tras la adopción de marcos regulatorios que la Unión Europea se encarga cada vez más de definir.

No se espera que la incipiente recuperación de los países industrializados vaya a provocar un rápido repunte de los flujos de capital

Los países altamente endeudados continúan siendo los más vulnerables

Indicadores de deuda en 2000						
	Deuda del sector público			Servicio total de la deuda <sup>1</sup>	Servicio de la deuda pública <sup>2</sup>	Deuda externa a corto plazo en porcentaje de reservas de divisas
	Total	Externa	Interna			
	en porcentaje del PIB			en porcentaje de exportaciones <sup>3</sup>		
Filipinas	81	48	33	14	9	46
India	60	9	51	13	11	9
Indonesia	99	59	40	25	10	80
Argentina	52	34	18	71	43	116
Brasil	39	4	35	91	35	95
Hungría	55	8	47	24	11	38
Rusia	67	52	15	10	4	64
Turquía	62	21	41	36	17	130

<sup>1</sup> Pagos de capital y de los intereses de la deuda externa pública y privada a largo plazo (a un año o más). <sup>2</sup> Pagos del capital y de los intereses de la deuda externa pública a largo plazo. <sup>3</sup> Exportaciones de bienes y servicios.

Fuentes: Banco Mundial; Instituto de Finanzas Internacionales (IIF); datos nacionales; estadísticas del BPI. Cuadro III.4

No se espera que repunten los movimientos de capital en 2002

destinados a los mercados emergentes en 2002. Es posible además que los bancos permanezcan cautelosos a juzgar por el número cada vez mayor de préstamos en mora en sus balances. Otros inversionistas potenciales podrían mostrarse preocupados por la evolución de la crisis en Argentina y su posible contagio a otros países latinoamericanos. Se espera que la IED permanezca estable, aunque se prevé que se concentre en países con mercados relativamente amplios. Los nuevos acuerdos de IED en China crecieron enormemente durante el primer trimestre de 2002 y, de continuar la recuperación de las exportaciones asiáticas y de su PIB, podrían estimularse los movimientos de capital hacia otros países de Asia oriental. En Europa central y oriental, se han previsto diversas privatizaciones de servicios públicos, infraestructuras y telecomunicaciones que podrían generar importantes entradas de capital. Al mismo tiempo, se espera que disminuya la IED hacia América Latina, ya que no se prevén privatizaciones demasiado significativas para 2002.

## Políticas en respuesta a la desaceleración de la economía

### *El papel de las políticas monetaria y cambiaria*

Mayor laxitud de la política monetaria y fiscal ...

Un número inusualmente grande de economías de mercado emergentes suavizó sus políticas monetaria y fiscal durante el año pasado, con el fin de contrarrestar el impacto de la desaceleración de la economía mundial. Los tipos de interés oficiales de diversos países se recortaron hasta sus niveles más bajos desde la crisis asiática (véase el cuadro III.5). Algunos países con sistemas de cambio flexibles dejaron que se redujeran sus tipos de cambio, creando así un nuevo contrapeso frente a las turbulencias económicas. Por el

contrario, otros países tuvieron que aumentar sus tipos de interés para protegerse contra su creciente vulnerabilidad externa.

La relajación de la política monetaria se vio facilitada por dos factores. En primer lugar, los amplios recortes de los tipos de interés en los países industrializados, que permitieron a las economías emergentes reducir sus tipos de interés sin provocar salidas de capitales o ejercer más presión sobre sus monedas nacionales. En segundo lugar, el descenso generalizado de la inflación interna (véase el cuadro III.6) permitió a los bancos centrales recortar sus tipos de interés más de lo que hubiera sido posible en otras circunstancias. Sin embargo, algunos países tuvieron que hacer frente a las crecientes presiones sobre los precios, lo que limitó su margen de maniobra para contrarrestar la desaceleración. Otros impedimentos fueron el temor al contagio de la crisis argentina, una mayor incertidumbre política en diversos países latinoamericanos y la vulnerabilidad provocada por un largo pasado de elevada inflación y prácticas fiscales arriesgadas en muchos países.

... gracias a la reducción de tipos de interés y a la baja inflación en los países industrializados

#### *Gran sesgo hacia la suavización monetaria en Asia*

Asia reaccionó frente a la desaceleración utilizando su política monetaria antes que el resto de las regiones, ayudada por su sólida posición externa y sus tipos de cambio flexibles. Lo cierto es que el año pasado todos los países que cuentan con sistemas cambiarios flexibles (excepto Indonesia) redujeron sus tipos de interés, siendo Filipinas y Taiwán los países donde los recortes fueron especialmente contundentes (véase el cuadro III.5). Corea e India también redujeron sus tipos oficiales en el transcurso del año examinado y fortalecieron dichos recortes con una suavización cuantitativa de su política monetaria. En el primer país, se aumentó el nivel máximo de crédito agregado tras los acontecimientos del 11 de septiembre, y en el segundo, se redujo el coeficiente de reservas mínimas para los bancos. Por el contrario, Indonesia tuvo que endurecer su política monetaria para contener la creciente inflación y las constantes tensiones sobre el tipo de cambio. Los grandes recortes de

Tipos de interés más bajos en la mayoría de los países asiáticos con tipos de cambio flexibles ...

Tipos oficiales						
	China	Corea	Filipinas	Hong Kong RAE	India	Indonesia
Variación desde dic 2000 <sup>1</sup>	-27	-125	-650	-475	-150	208
Nivel en abril 2002 <sup>2</sup>	1,98	4,00	7,00	3,25	6,50	16,61
	Malasia	Singapur <sup>3</sup>	Tailandia	Taiwán, China	Hungría	Polonia
Variación desde dic 2000 <sup>1</sup>	-50	-200	50	-250	-250	-950
Nivel en abril 2002 <sup>2</sup>	5,00	0,81	2,00	2,13	8,50	9,50
	República Checa	Rusia <sup>3</sup>	Sudáfrica	Brasil	Chile	México <sup>3</sup>
Variación desde dic 2000 <sup>1</sup>	-150	-186	-50	227	-282	-1.200
Nivel en abril 2002 <sup>2</sup>	3,75	15,85	11,50	18,11	4,75	6,01

<sup>1</sup> Variación en puntos básicos. <sup>2</sup> Porcentaje al final de periodo. <sup>3</sup> Tipo de interés trimestral.  
Fuente: Bloomberg.

Cuadro III.5

Precios de consumo						
	1990-97	1998	1999	2000	2001	2002 T1
	variación porcentual anual					
Asia <sup>1</sup>	9,1	7,6	2,3	1,9	3,1	1,7
China	10,7	-0,9	-1,4	0,3	0,7	-0,5
Corea	6,1	7,5	0,8	2,3	4,3	2,4
Hong Kong RAE	8,5	2,9	-4,0	-3,7	-1,5	-2,8
India <sup>2</sup>	9,1	6,9	3,5	5,3	5,2	1,2
Indonesia	8,3	58,4	20,5	3,7	11,5	14,5
Filipinas	9,9	9,7	6,7	4,3	6,1	3,6
Malasia	3,6	5,3	2,7	1,5	1,4	1,5
Singapur	2,5	-0,3	0,5	1,5	1,1	-0,9
Tailandia	5,2	8,1	0,3	1,5	1,7	0,5
América Latina <sup>1</sup>	157,5	9,7	9,1	6,6	6,6	7,3
Argentina	77,4	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	4,2
Brasil	500,4	3,8	4,9	6,0	8,0	9,5
Chile	13,5	5,1	3,4	3,8	3,6	2,4
México	21,0	15,9	16,6	7,9	6,2	4,3
Europa central <sup>1</sup>	20,7 <sup>3</sup>	11,8	6,5	8,7	5,9	4,0
Hungría	22,2 <sup>3</sup>	14,1	10,0	9,8	9,2	6,3
Polonia	24,7 <sup>3</sup>	11,7	7,3	10,1	5,5	3,5
República Checa	9,1 <sup>3</sup>	10,7	2,1	3,9	4,7	3,8
Rusia	112,9 <sup>3</sup>	27,7	85,7	20,8	21,5	17,8
Sudáfrica	10,8	6,9	5,2	5,3	5,7	4,3

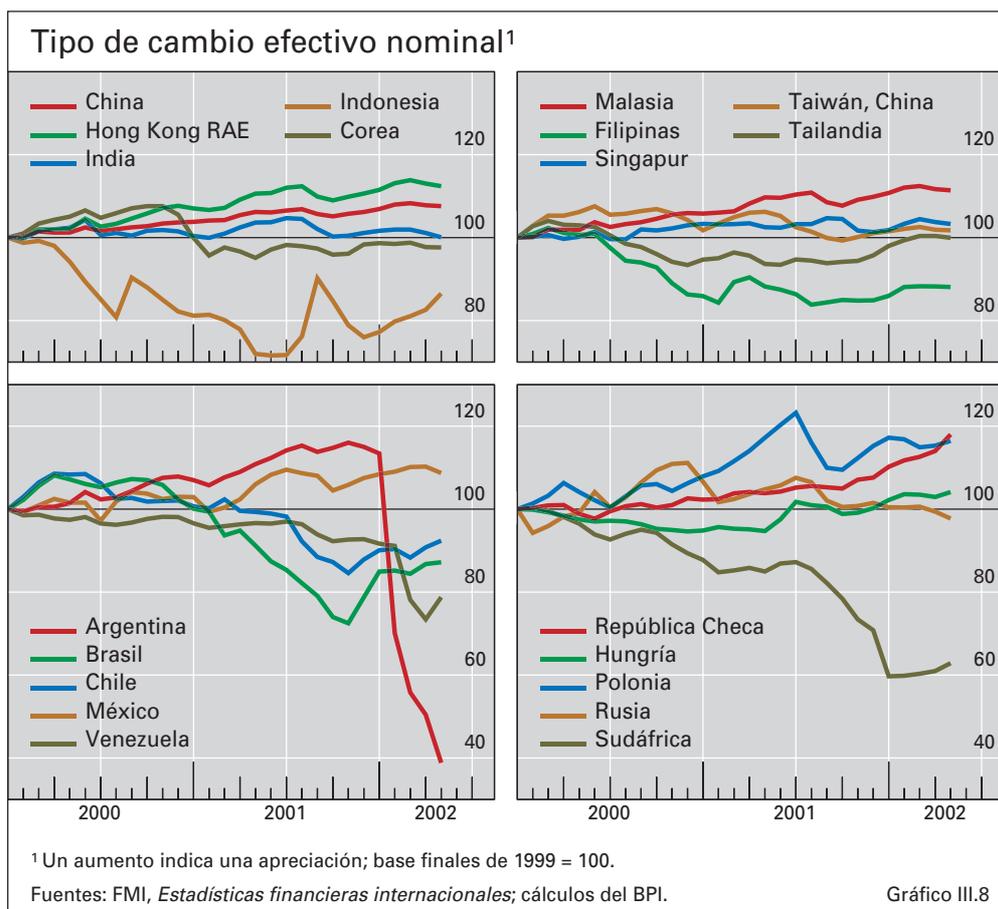
<sup>1</sup> Media ponderada de los países mencionados, basada en el PIB y los tipos de cambio PPA de 1995.  
<sup>2</sup> Precios al por mayor. <sup>3</sup> Media para el periodo 1993-97.  
Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro III.6

los tipos de interés en Asia contribuyeron a mantener la demanda durante la desaceleración económica y deberían mejorar las perspectivas de recuperación mundial. No obstante, si la recuperación se confirma, puede que la política monetaria tenga que endurecerse. Así, Corea subió sus tipos de interés en el segundo trimestre de 2002, tras la recuperación de la demanda tanto interna como externa.

... pero las oscilaciones en los tipos de cambio efectivo variaron

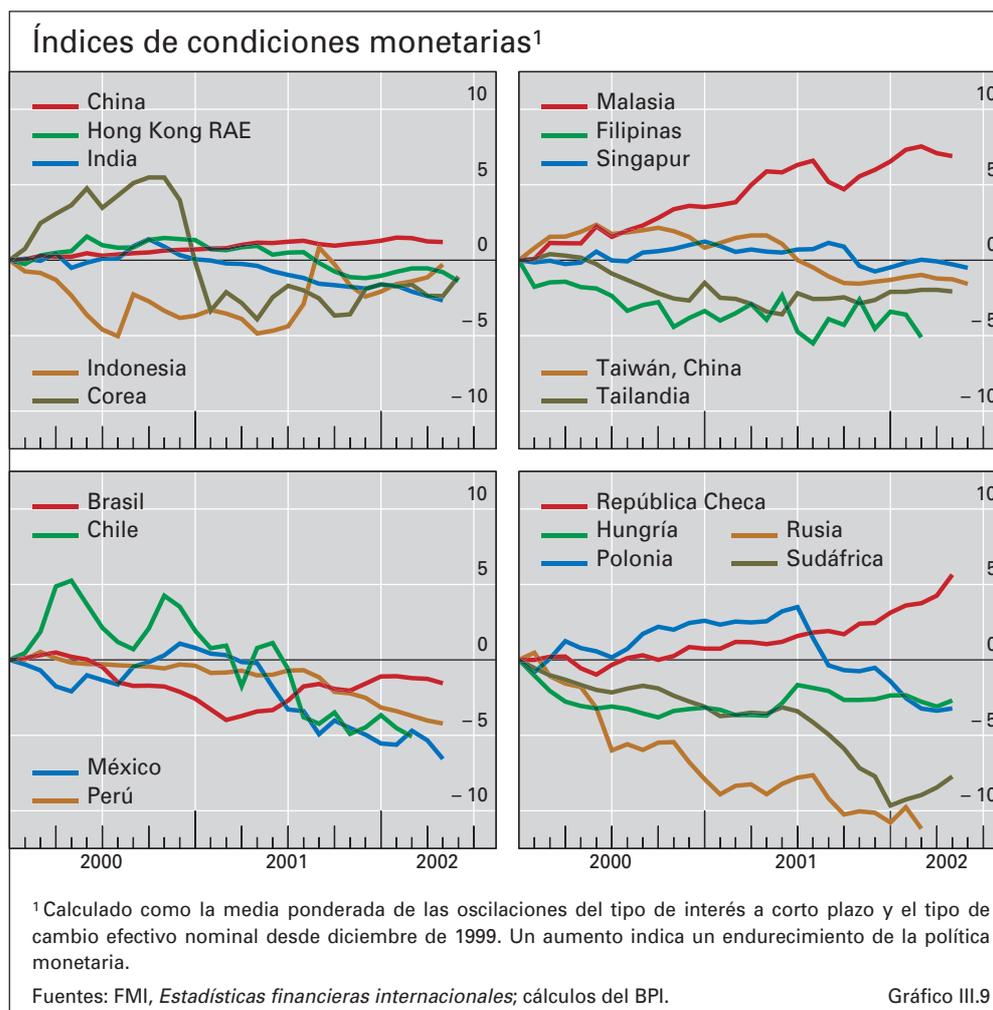
Aunque el tipo de cambio de la mayoría de países se depreció ante la subida del dólar, los aumentos potenciales de la competitividad fueron moderados o incluso quedaron neutralizados por otros factores. Por ejemplo, la rápida depreciación del yen y del won coreano frente al dólar (de un 20% aproximadamente entre mediados de 2000 y principios de 2002) ejerció tensiones alcistas sobre la mayoría del resto de las monedas asiáticas (véase el gráfico III.8). La consiguiente recuperación de ambas monedas frente al dólar ha permitido suavizar hasta cierto punto dicha tensión. Asimismo, en países con niveles de inflación relativamente altos (como Filipinas e Indonesia), la depreciación nominal no se tradujo totalmente en aumentos de la competitividad internacional. Por último, en países como India, la preferencia por un tipo de cambio relativamente estable frente al dólar apenas dio lugar a ligeras oscilaciones en el tipo de cambio efectivo.



A pesar de estos factores neutralizadores, la competitividad aumentó significativamente en algunos países como consecuencia de la depreciación de los tipos de cambio. En Corea, el tipo de cambio real del won cayó un 5% entre agosto de 2000 y marzo de 2002, principalmente durante un periodo de enorme debilidad de la demanda externa. En Taiwán, el tipo de cambio real cayó un 7% en los 12 meses anteriores a agosto de 2001. Singapur también permitió que el tipo de cambio atenuara las perturbaciones externas. Utilizando el tipo de cambio efectivo nominal como objetivo operativo, las autoridades monetarias suavizaron su política, sustituyendo el sesgo hacia una apreciación por una orientación neutral en julio de 2001, ampliando así la banda del tipo de cambio para acomodar la depreciación después del 11 de septiembre.

En los países con un tipo de cambio vinculado al dólar, la orientación de la política monetaria fue muy diversa, a pesar de que las reducciones de los tipos estadounidenses suelen permitir una suavización monetaria. En China, el tipo de interés interno, que ya estaba situado en un nivel bajo, no se redujo hasta principios de 2002. En Malasia, el tipo oficial tampoco se modificó con el fin de atraer entradas de capital, hasta que finalmente se redujo en septiembre. Sin embargo, los principales tipos de interés a corto plazo no tuvieron una reacción significativa. En ambos países, los controles de capital fueron capaces de aislar los tipos de interés internos con respecto al ciclo mundial de los tipos de interés. En cambio, Hong Kong siguió de cerca el ejemplo de las reducciones de los tipos de interés estadounidenses. Aunque

Distintas respuestas de la política monetaria en los países con tipo de cambio fijo



la vinculación con el dólar continuó siendo un ancla creíble en los tres casos, la fortaleza del dólar frente a casi todas las demás monedas hizo que sus tipos de cambio efectivos reales se apreciaran, sobre todo desde el otoño de 2001. Eso podría explicar por qué estos países utilizaron la política fiscal para estimular la demanda interna.

El gráfico III.9 muestra los índices de condiciones monetarias que reflejan el efecto combinado de las variaciones en los tipos de interés a corto plazo y de los tipos de cambio efectivos nominales. Como indica el gráfico, las condiciones monetarias se suavizaron sobre todo durante 2001, mientras que en Brasil, Indonesia, Malasia, y la República Checa se endurecieron, y en China, Hungría y Tailandia permanecieron relativamente sin cambios.

#### *Menor margen de maniobra en América Latina*

La elevada necesidad de financiación externa, el aumento de las presiones inflacionarias en algunos países, la disminución de la confianza de los inversionistas y la creciente incertidumbre política limitaron las posibilidades de suavizar la política monetaria en América Latina. De hecho, muchos países tuvieron que endurecerla para apoyar su moneda.

Brasil, con una inflación superior al objetivo y con su moneda sufriendo las presiones de la crisis de Argentina, endureció su política monetaria

durante gran parte de 2001. La suavización posterior, especialmente a partir de noviembre de 2001, estuvo limitada por las presiones inflacionarias. No obstante, la considerable depreciación de la moneda (alrededor de un 23% en términos efectivos reales entre finales de 2000 y octubre de 2001) contribuyó al crecimiento de las exportaciones. Venezuela endureció su política monetaria para defender su moneda antes de dejar fluctuar el tipo de cambio a principios de 2002. Sin embargo, la inflación se mantuvo alta, por lo que la gran depreciación nominal posterior no mejoró la competitividad.

Endurecimiento de la política monetaria en Brasil y Venezuela ...

Chile y México pudieron utilizar su política monetaria para estimular la demanda. En Chile, la baja inflación y la solidez de la balanza de pagos y de los resultados fiscales permitieron al banco central bajar los tipos de interés, salvo durante el segundo semestre de 2001, cuando el peso se vio momentáneamente sometido a presiones. En México, la reestructuración de las carteras de los inversionistas extranjeros en favor de los activos mexicanos, la consiguiente marcada apreciación del tipo de cambio y la disminución de la inflación contribuyeron a reducir los tipos de interés. Sin embargo, al acelerarse el aumento de los salarios a comienzos de 2002, México adoptó una orientación monetaria más cauta. En el momento de elaborar este Informe, a pesar de la depreciación de abril de 2002, el tipo de cambio efectivo real del peso seguía siendo un 20% superior al nivel anterior a la crisis de 1994. Esto podría limitar la capacidad del sector de bienes comerciables de aprovechar la actual recuperación mundial. De hecho, la apreciación del peso ya ha provocado el cierre de algunas empresas orientadas hacia la exportación, el traslado de varias empresas a otros países y la sustitución de productos internos por importaciones más baratas en algunos de los sectores de bienes intermedios.

... pero tipos de interés más bajos en Chile y México

#### *Limitada suavización de la política monetaria en otros países*

En Europa central y oriental, la desaceleración de la demanda externa coincidió con grandes entradas de capital y con una continua apreciación del tipo de cambio, lo cual llevó a los bancos centrales a bajar los tipos de interés y a intervenir en algunas ocasiones en los mercados de divisas. Sin embargo, en Polonia y en Hungría las presiones fiscales y los riesgos de inflación limitaron el margen para realizar recortes de los tipos de interés. En la República Checa, el fortalecimiento del tipo de cambio, junto con los grandes incrementos de la productividad y el moderado crecimiento de los salarios, permitieron al banco central bajar los tipos de interés hasta niveles realmente bajos.

Apreciación de los tipos de cambio en Europa central

En Sudáfrica, los retos para la política monetaria se acentuaron durante el último trimestre de 2001, cuando una depreciación excepcionalmente brusca del tipo de cambio aumentó las expectativas inflacionarias. Dado que la inflación ha superado constantemente el objetivo para el final de 2002, el banco central ha revertido recientemente la mayor parte de la suavización monetaria llevada a cabo durante el año 2001. Aunque el rand se ha recuperado desde entonces, la brusca depreciación del año pasado ha

Retos para la política monetaria en Sudáfrica

mejorado la competitividad externa del país y las exportaciones han contribuido significativamente al crecimiento total.

### *Eficacia de la política monetaria para estimular el crecimiento*

La suavización de la política monetaria produjo efectos positivos

¿En qué medida ha sido capaz la política monetaria de estimular la demanda en las economías de mercado emergentes? Una manera de evaluar este efecto es examinar la influencia de las reducciones del tipo oficial sobre los tipos de interés a largo plazo. Asimismo, una respuesta más anticipatoria por parte de los bancos centrales frente a las perturbaciones económicas podría influir en la opinión de los consumidores y de las empresas, aunque este efecto es más difícil de calcular.

Los tipos de interés a largo plazo cayeron en la mayoría de los países ...

Los tipos de interés de los bonos a largo plazo de las economías de mercado emergentes se redujeron el año pasado, especialmente durante el segundo semestre, cuando se suavizó considerablemente la política monetaria (véase el cuadro III.7). De hecho, los tipos de interés a largo plazo han alcanzado sus niveles más bajos desde la crisis asiática. Al igual que ha sucedido en los países industrializados (véase el capítulo II), el recorte de los tipos de interés ha generado un repunte en el sector de la vivienda en algunas economías de mercado emergentes, y podría haber contribuido asimismo a la reestructuración de las empresas. No obstante, no se sabe con certeza si la brusca caída de los tipos a largo plazo se debió exclusivamente a la suavización de la política monetaria. Por ejemplo, en India, la bajada de los tipos de los bonos a largo plazo se debió en gran medida a una huida hacia activos financieros de mayor calidad (la llamada "huida hacia la calidad") por parte de los bancos y de las instituciones financieras, que aumentaron enormemente su inversión en títulos soberanos, y elevaron aún más los precios de los bonos.

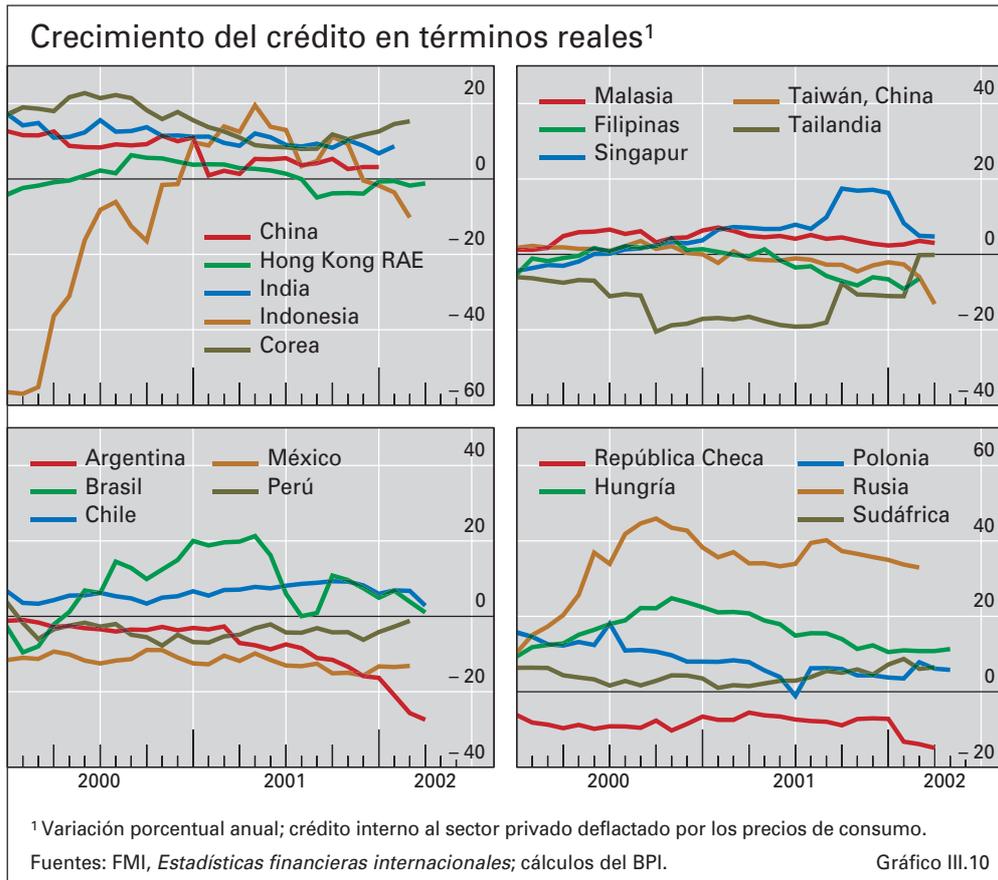
Sin embargo, en la mayoría de los países, los tipos de interés más bajos no han estimulado el crecimiento del crédito, que en términos reales fue

Tipos de interés a largo plazo <sup>1</sup>					
	Finales 1998	Finales 1999	Finales 2000	Junio 2001	Finales 2001
Corea	8,30	9,85	8,12	7,24	6,79
Filipinas	18,36	15,61	18,20	15,39	15,75
Hong Kong RAE	6,36	7,74	6,46	6,37	6,22
India	12,22	11,24	10,94	9,45	7,92
Malasia	6,81	6,36	5,49	4,20	3,76
Singapur	4,48	4,56	4,09	3,64	3,97
Tailandia	7,26	6,40	5,09	6,34	3,40
Taiwán, China	5,12	6,03	5,13	3,84	3,81
Chile	7,19	7,19	6,21	5,87	5,63
México	7,50	6,68	6,70	6,05	6,00
Hungría	12,88	9,82	8,80	8,20	7,71
Polonia	...	10,41	13,19	13,18	9,56
República Checa	13,94	10,19	8,09	7,16	7,06
Sudáfrica	15,85	13,67	12,72	10,88	11,53

<sup>1</sup> Tipo de interés a largo plazo a 10 años o al valor más cercano; en porcentaje.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

Cuadro III.7



negativo en varios países asiáticos, a pesar de que fue en esta región donde más se suavizó la política monetaria (véase el gráfico III.10). Es posible que los lentos progresos en la reestructuración bancaria y el gran remanente de préstamos en mora hayan limitado la oferta de nuevos créditos. Sin embargo, parece que el escaso crecimiento del crédito también se debió a la falta de prestatarios solventes, así como a la decisión de las empresas de reducir su endeudamiento.

La demanda empresarial de crédito ha sido escasa, por lo que la suavización de la política monetaria ha llevado a los bancos a diversificar su actividad hacia el crédito al consumo. En China, los créditos hipotecario y al consumo, aunque partían de un nivel muy bajo, aumentaron un 70% en 2001. En Corea, los bancos han fomentado enormemente los préstamos a los hogares mediante condiciones más ventajosas para los préstamos hipotecarios, lo que ha aumentado rápidamente la deuda de los hogares hasta alcanzar un nivel sin precedentes. En India, la competencia por los créditos al consumo parece haber llevado a los bancos a conceder créditos hipotecarios a tipos de interés por debajo del preferencial. En Hong Kong, los mayores créditos hipotecarios contrarrestaron en parte la disminución de los préstamos a las empresas.

En muchos países asiáticos, las autoridades han incentivado el préstamo bancario. La Hong Kong Monetary Authority eliminó temporalmente el requisito sobre la relación préstamo/valor para la refinanciación de los créditos hipotecarios. En Corea, el banco central ofreció una facilidad de

... pero el aumento del crédito a las empresas se mantuvo débil

Los bancos aumentaron el crédito al consumo ...

... y se les incentivó para conceder más préstamos

Gran contracción  
del crédito en  
América Latina

ajuste para bancos que tuvieran problemas momentáneos de liquidez por motivos de reestructuración. En Filipinas, el banco central bajó los tipos de interés de los depósitos a un día para alentar a los bancos a reducir su exceso de liquidez y aumentar la concesión de créditos a las empresas. En Tailandia, el banco central suavizó los requisitos para la provisión y clasificación de los préstamos.

En América Latina, la reciente contracción del crédito puede atribuirse tanto a factores cíclicos como estructurales. En Argentina, la capacidad de financiación de los bancos en 2001 se vio gravemente afectada por la crisis financiera, mientras que en Perú, una rápida disminución de los depósitos produjo un efecto similar. La drástica desaceleración del crecimiento del crédito en Brasil en 2001 se debió en gran medida al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros tras la crisis argentina, y a la consiguiente aversión de prestatarios y prestamistas a exponerse a mayores riesgos de impago. En México, la contracción del crédito es reflejo de la desintermediación financiera y de la mayor dependencia de las empresas de fuentes de financiación transfronterizas. A excepción de México, la reducción de la entrada de capital en acciones y de fondos bancarios en América Latina ha acentuado la desaceleración del crecimiento del crédito interno.

#### *El papel de la política fiscal*

Frente a la desaceleración económica, muchas economías emergentes adoptaron medidas fiscales expansivas en 2001. En otras, los gobiernos se vieron obligados a recortar el gasto público para hacer frente al impacto de un menor crecimiento sobre los ingresos o al aumento de los costes del pago de la deuda.

Los déficit fiscales  
siguieron siendo  
considerables en  
Asia ...

El año pasado, la política fiscal de la mayoría de los países asiáticos fue expansiva o acomodaticia. El estímulo fiscal fue uno de los factores que más influyó en la demanda interna en Hong Kong, Singapur y Tailandia. En otros países, las reformas impositivas o la acumulación de superávit en los fondos de pensiones atenuaron las medidas de gasto expansivas o una orientación de la política económica muy acomodaticia. En China, el mejor comportamiento de los ingresos públicos limitó el impacto fiscal que tuvieron el aumento del gasto público en infraestructuras y la subida de los salarios de los empleados públicos. Malasia, con un déficit superior al 5% del PIB, siguió aplicando una política fiscal muy acomodaticia. Asimismo, los efectos de las políticas de gasto apenas se notaron debido a la reforma fiscal. De no ser así, afectarían únicamente al resultado del presupuesto de 2002. En Corea, el superávit fiscal aumentó el año pasado, pero este aumento se debió principalmente a los crecientes superávit de los fondos de la seguridad social. Si no se tiene en cuenta este efecto, el estímulo fiscal a la demanda interna fue considerable.

El margen de maniobra para aplicar un estímulo fiscal fue mucho más limitado en India, donde un déficit presupuestario de la administración central superior al 5,5% del PIB sobrepasó el objetivo con creces. Debido a los

déficit presupuestarios de las administraciones gubernamentales, que también son altos, ha resurgido la preocupación por los riesgos fiscales y sus consecuencias negativas para los tipos de interés reales. En Filipinas e Indonesia, los desequilibrios fiscales estructurales de relativa envergadura también han limitado el margen de maniobra para adoptar una política fiscal expansiva.

... pero hay un menor margen para el estímulo fiscal en India

Los estímulos fiscales provisionales pueden influir significativamente en la demanda, sobre todo cuando se combinan con una suavización de la política monetaria. Sin embargo, las medidas tributarias y presupuestarias que conllevan cambios en la política fiscal a medio plazo pueden restar eficacia a la política monetaria, al elevar tanto los tipos de interés internos como las primas de riesgo-país. Estas preocupaciones han limitado la aplicación de políticas fiscales anticíclicas en varios países asiáticos. En algunos de ellos, el coeficiente entre la deuda pública y el PIB ha llegado

Eficacia del estímulo fiscal

Resultados fiscales y deuda pública								
	Saldo general			Saldo primario			Deuda pública	
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1996	2001
	en porcentaje del PIB							
Asia <sup>1</sup>	-1,0	-1,3	-2,9	-1,5	-0,5	-0,3	28,6	51,8
China	-2,1	-2,8	-2,7	...	...	...	7,3	16,3
Hong Kong RAE	0,8	-0,6	-5,0	.	.	.	.	.
India	-5,4	-5,7	-5,7	-0,7	-0,9	-1,1	49,4	58,1
Corea	-2,7	1,1	1,5	-1,5	2,6	2,7	8,8	20,8
Singapur	10,3	11,4	-0,3	.	.	.	.	.
Taiwán, China	1,0	-0,6	-0,7	-0,5	-2,5	-2,6	22,7	31,7
Filipinas	-3,8	-4,1	-4,0	-0,2	0,2	0,8	61,3	79,1
Indonesia	-1,6	-3,2	-3,7	2,2	2,5	1,7	27,3	106,9 <sup>2</sup>
Malasia	-3,2	-5,8	-5,5	-0,5	-3,1	-2,6	35,3	43,8
Tailandia	-3,3	-2,2	-2,4	-9,4	-1,8	-1,1	16,3	57,5
América Latina <sup>1</sup>	-3,4	-2,5	-3,0	0,0	0,6	0,1	29,3	35,3
Argentina	-2,9	-2,7	-3,3	0,0	1,1	0,5	35,2	52,6
Brasil	-6,9	-3,2	-3,7	2,3	1,9	1,9	33,3	53,3
Chile	-1,5	0,1	-0,3	-1,1	0,6	0,2	16,7	15,6
Colombia	-6,0	-6,1	-6,0	-2,5	-2,2	-1,9	14,4	43,4
México	-1,1	-1,1	-0,7	2,5	2,6	2,6	26,6	20,4
Perú	-3,1	-2,7	-2,8	-1,0	-0,5	-0,6	45,2	35,9 <sup>2</sup>
Venezuela	-2,6	-1,7	-4,0	0,1	0,8	-1,1	33,8	25,7
Europa central <sup>1</sup>	-2,6	-2,9	-3,9	-1,2	0,5	-0,9	43,2	36,1
Hungría	-3,0	-2,8	-2,8	-3,0	3,3	2,1	71,5	53,2
Polonia	-2,0	-2,2	-4,5	1,0	0,4	-1,6	47,8	39,0 <sup>2</sup>
República Checa	-2,9	-3,5	-4,5	-1,8	-2,3	-3,3	10,3	16,1 <sup>2</sup>
Rusia	-1,2	2,5	3,0	1,9	4,7	5,3	48,1	64,0 <sup>2</sup>
Sudáfrica	-2,3	-1,5	-1,9	2,9	3,5	2,8	45,2	42,8

Nota: La comparación internacional debe hacerse teniendo en cuenta que se han utilizado diferentes definiciones del sector público; para Hong Kong RAE e Indonesia, años fiscales; para India, sólo gobierno federal.

<sup>1</sup> Medias simples. <sup>2</sup> 2000.

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

Cuadro III.8

a niveles altos (véase el cuadro III.8). Si se tienen en cuenta los costes fiscales reales y potenciales de la reestructuración bancaria, los niveles de deuda de algunos países asiáticos serían en realidad mucho mayores de lo declarado. Al disminuir el año pasado los tipos de interés nominales (y, por lo tanto, el pago de la deuda) se contuvo el grado real de deterioro fiscal, aunque, en caso de endurecerse la política monetaria, el servicio de la deuda aumentaría todavía más.

Endurecimiento de la política fiscal en América Latina ...

En América Latina, algunos de los países que recurrieron a la financiación externa tuvieron que reducir el gasto público para contrarrestar la falta de ingresos y el aumento del servicio de la deuda. En algunos países, las estructuras tributarias que dependen en gran medida de los impuestos sobre las materias primas agravaron la falta de ingresos y la necesidad de recortar el gasto. En otros países, la preocupación de los inversionistas sobre la disciplina fiscal impidió que los gobiernos dejaran actuar a los estabilizadores automáticos. Por ejemplo, México respondió a la fuerte reducción de los ingresos procedentes del petróleo y a la escasez de ingresos fiscales recortando el gasto para mantener el déficit fiscal dentro del 1% del PIB. Asimismo, Brasil tomó medidas para lograr un superávit primario superior al fijado como objetivo para el sector público consolidado (un 3,7% del PIB en vez del 3,3% a finales de 2001), y para contener su déficit general por debajo del 4% del PIB. Chile es el único país que, gracias a su baja tasa de endeudamiento y a su objetivo de mantener un superávit estructural, pudo suavizar la política fiscal el año pasado.

... excepto en Chile

Significativa suavización de la política fiscal en Europa

La política fiscal fue expansiva en Polonia, donde el déficit fiscal de la administración central aumentó hasta un 4,5% del PIB en 2001, debido a una reducción de los ingresos y a una aceleración del gasto mayor de lo previsto. Para contener este desequilibrio, el presupuesto de 2002 ha adoptado una orientación cíclicamente neutral. En Hungría, el déficit fiscal no cambió, pero hubo un considerable aumento del gasto extrapresupuestario. En la República Checa, el estímulo fiscal también contribuyó significativamente a elevar la demanda. En Rusia, el superávit fiscal aumentó a un 3% del PIB, debido a la moderación del gasto y a reformas tributarias, incluida una reducción de los tipos del impuesto de sociedades y un nuevo impuesto unificado sobre los recursos naturales.

## Crisis en Turquía y Argentina

Las crisis de Turquía y Argentina se debieron sobre todo a factores endógenos

Tanto Turquía como Argentina han sido grandes prestatarios internacionales durante los últimos años. Su deuda externa conjunta ascendía a 264 mil millones de dólares a finales de 2001, frente a los 193 mil millones de 1996. Por ello, las crisis en estos dos países podrían tener una mayor repercusión en la financiación de las economías de mercado emergentes. Sin embargo, a escala internacional ambas crisis fueron consideradas acontecimientos en gran medida internos, y su contagio al resto de los mercados ha sido hasta ahora débil (véase el Capítulo V). No obstante, la crisis de Argentina podría afectar a las futuras inversiones

de los bancos internacionales en las economías de mercado emergentes, debido a las pérdidas que sufrieron los bancos de propiedad extranjera.

### *Turquía*

Durante la década de los 90, la economía turca experimentó un crecimiento relativamente fuerte aunque volátil, acompañado de un elevado déficit público, una inflación alta y crisis periódicas de la balanza por cuenta corriente. Gracias a su apertura, a un dinámico sector privado y a una elevada tasa de ahorro de los hogares, esta economía ha sabido recuperarse de estas crisis rápidamente. Sin embargo, con el tiempo, cada vez había más entradas de capital que, a través del sistema bancario, iban a parar al sector público, por lo que el volumen de deuda pública en manos de los bancos nacionales aumentó.

A pesar del elevado crecimiento, los problemas se acumularon en la década de los 90

Al aumentar bruscamente en 2000 el déficit fiscal y el déficit por cuenta corriente, y al alcanzar la deuda externa a corto plazo un 130% de las reservas, la volatilidad de los tipos de interés aumentó enormemente. El valor de mercado de las tenencias bancarias de deuda pública también comenzó a experimentar grandes fluctuaciones. Como el capital de los bancos no era suficiente para absorber esas fluctuaciones, el temor a que el gobierno pudiera verse obligado a rescatar a los bancos aumentó las presiones sobre el tipo de cambio, que fluctuó dentro de una estrecha banda en un régimen de tipo de cambio fijo pero ajustable. En febrero de 2001, el conflicto político provocado por los esfuerzos para luchar contra la corrupción en el sector bancario mermó la confianza de los inversionistas, las autoridades se vieron obligadas a dejar flotar la lira, que se depreció inicialmente un 45% frente al dólar, lo que tuvo una rápida repercusión en los precios de consumo.

La crisis bancaria desencadenó la crisis cambiaria

El anuncio de un amplio programa de medidas en abril de 2001 no consiguió restablecer la confianza, a pesar de los indicios de que los resultados presupuestarios y monetarios estaban mejorando. Los tipos de interés internos constantemente altos (hasta un 40% en términos reales) no sólo eran una muestra de la falta de confianza, sino que también constituían el mayor obstáculo para la viabilidad de la política presupuestaria. El deterioro del clima económico internacional agravó la situación, pero comenzaron a aparecer tendencias positivas: las exportaciones se recuperaron, la cuenta corriente registró un superávit, se recapitalizaron y se pusieron en venta grandes bancos estatales y se vendieron o cerraron 13 bancos de mediano tamaño.

El programa de estabilización no restableció la confianza

Tras los acontecimientos del 11 de septiembre, la lira volvió a sufrir presiones y los tipos de interés subieron de nuevo. Aumentaron los temores sobre la capacidad de sostenimiento de la deuda, ya que cerca del 80% de la deuda interna de Turquía está indexada a los tipos de interés a corto plazo o al tipo de cambio, y se había previsto un aumento de los pagos por devolución de la deuda pública en 2002. Las débiles perspectivas de privatización y de IED agravaron las dificultades para acceder a los mercados internacionales de capital. Sin embargo, las autoridades mantuvieron una orientación muy dura en el plano fiscal y siguieron adelante con las reformas del sector público. Estas medidas aumentaron las posibilidades de conseguir nueva financiación externa del FMI y mejoraron la opinión del mercado. A

Tras el 11 de septiembre surgieron dudas sobre la capacidad de sostenimiento de la deuda ...

... pero las austeras políticas contribuyeron a mejorar la opinión del mercado

mediados de abril de 2002, la lira se había apreciado un 30% con respecto a su mínimo de mediados de octubre, y el tipo de interés de los bonos internos de referencia había bajado más de 20 puntos porcentuales. Seguían existiendo grandes presiones inflacionarias, que sin embargo empezaban a disminuir. A su vez, la reducción de los tipos de interés internos y la apreciación de la moneda comenzaron a mejorar la situación de la deuda. Turquía pudo volver así a los mercados internacionales de deuda en el primer trimestre de 2002, colocando alrededor de 1,5 mil millones de dólares de deuda soberana a diferenciales más bajos, que oscilaron entre 550 y 700 puntos básicos.

Sin embargo, la recuperación continúa difícil

A pesar de estas tendencias positivas, la producción industrial y la demanda interna continuaron siendo escasas durante el primer trimestre de 2002 y persistieron las dificultades financieras del sector empresarial. La incertidumbre sobre el ritmo de recapitalización de los bancos privados —que es fundamental para la reanudación de la concesión de préstamos bancarios al sector privado—, y la rápida apreciación del tipo de cambio real aumentaron los riesgos para la recuperación.

En suma, el origen de la crisis turca fue claramente de carácter interno. La respuesta de la política monetaria y la forma en la que ha evolucionado la crisis hasta la fecha refuerzan algunas de las lecciones aprendidas durante la reciente crisis asiática, en concreto, la toma de decisiones inmediata para la reestructuración del sector bancario, la necesidad de llevar a cabo un enérgico ajuste en el sector real (que en Turquía incluía grandes empresas estatales) y la importancia de cumplir con las obligaciones del pago de la deuda del sector público. Al mismo tiempo, la experiencia de Turquía muestra lo difícil que resulta restablecer la confianza y reanudar el crecimiento en un clima de fragilidad del sector bancario, arraigado déficit fiscal y debilidad de la situación internacional.

### *Argentina*

Las perturbaciones externas y la rigidez de los salarios afectaron a la competitividad ...

Argentina comenzó el año 2001 con una economía ya inmersa en una prolongada recesión. Los bajos precios de las materias primas a finales de los años 90 y la apreciación del tipo de cambio real —a raíz de la devaluación de Brasil de 1999 y la constante apreciación del dólar de Estados Unidos— redujeron la rentabilidad del sector de bienes comerciables y frenaron la inversión. Al ser fijo el tipo de cambio nominal, el tipo real sólo podía ajustarse si disminuían los costes laborales unitarios, disminución que impedía un mercado de trabajo bastante rígido.

... y los esfuerzos para reanudar el crecimiento a principios de 2001 fracasaron

En abril de 2001, las autoridades trataron de estimular el crecimiento y limitar al mismo tiempo el déficit fiscal. Se intentaba fomentar la inversión empresarial con nuevas medidas para aumentar la liquidez en el sistema bancario, la reducción de los aranceles sobre los bienes de capital y la subida de los aranceles sobre los bienes de consumo. En cuanto a la política fiscal, se introdujo un impuesto sobre las transacciones financieras para recaudar más ingresos. Sin embargo, todas estas medidas no impidieron la caída de la economía. La falta de claridad sobre la aplicación de las políticas y los conflictos entre los principales responsables de la política económica

mermaron la confianza del mercado, elevando los diferenciales de los bonos por encima de los 1.000 puntos básicos. Los inversionistas pusieron en tela de juicio sobre todo el alcance del ajuste fiscal, ya que las provincias no estaban obligadas a reducir el gasto. Por otra parte, la suavización del coeficiente de reservas exigido a los bancos comerciales, que les permitía mantener menos depósitos en el extranjero y utilizar los bonos del Estado para satisfacer sus requisitos de reservas, aunque intentaba aumentar la liquidez, en realidad minó la credibilidad de la caja de conversión y redujo la capacidad de los bancos para atraer nuevos fondos del exterior.

Las propias autoridades, que se encontraban asimismo en una difícil situación de liquidez, canjearon unos 30 mil millones de dólares de deuda externa a punto de vencer por bonos a más largo plazo en junio de 2001. El canje resultó muy caro —algunos nuevos bonos tenían tipos de interés cercanos a un 16%—, aumentando considerablemente la carga futura de la deuda. Las autoridades respondieron anunciando a finales de julio un plan de “déficit cero”, que obligaba a todas las administraciones públicas a restringir el gasto durante el resto del año a los ingresos recaudados. Como la actividad económica y los ingresos fiscales siguieron disminuyendo, los hogares comenzaron a retirar sus depósitos bancarios en julio y agosto. Las reservas exteriores disminuyeron significativamente y los mercados comenzaron a anticiparse a situaciones más caóticas para poder resolver la crisis.

La reducción de las entradas de capital privado en las economías de mercado emergentes tras los acontecimientos del 11 de septiembre llevó al gobierno argentino a buscar más soluciones, como la financiación de aproximadamente 41 mil millones de dólares de deuda pública en manos de los bancos locales, los fondos de pensiones y los gobiernos provinciales. Sin embargo, a finales de noviembre, los diferenciales de los bonos sobrepasaron los 3.000 puntos básicos debido a la difícil reestructuración de la deuda externa que quedaba pendiente, a la contracción de la economía y a la disminución de los ingresos fiscales. El incremento de las retiradas de depósitos llevó al gobierno a restringir tanto la retirada de efectivo como las transferencias al extranjero. A finales de diciembre, el gobierno suspendió el pago de la deuda externa, y a principios de enero de 2002 abandonó el esquema de caja de conversión, anunciando primero un sistema de tipos de cambio doble y más tarde un sistema de tipos de cambio flotantes. Sin embargo, no se hizo ningún esfuerzo para establecer un ancla para la política monetaria interna y reducir tanto la inflación como las fluctuaciones del tipo de cambio. En la práctica, los rigurosos controles de las transferencias bancarias significaban que la moneda apenas era convertible. Además, todos los depósitos y pasivos del sistema bancario denominados en dólares se convirtieron a pesos, pero a tipos de cambio diferentes, que no estaban basados en el mercado.

Estos cambios de política han supuesto enormes costes para los bancos argentinos y sus clientes, y han ido agravando progresivamente la crisis del sistema bancario y del conjunto de la economía. El diferencial de los bonos argentinos ha girado en torno a 4.000 puntos básicos desde finales de diciembre. Cuando se dejó fluctuar el peso libremente, cayó más de un 70%

Los problemas de liquidez hicieron temer una crisis ...

... y las nuevas medidas adoptadas volvieron a fracasar ...

... por ello estalló una crisis de una virulencia sin precedentes

frente al dólar. Según las proyecciones más recientes, la inflación podría sobrepasar el 50% en 2002 tras tres años de deflación. El PIB real disminuyó un 4,5% en 2001 y se prevé una reducción del producto de entre un 10% y un 15% para 2002. El déficit por cuenta corriente disminuyó el año pasado debido a la enorme contracción de las importaciones, pero el déficit fiscal aumentó a pesar de los recortes del gasto. El presupuesto para 2002 mantiene las reducciones de salarios públicos y de pensiones tal y como se anunció el año pasado, aumenta el gasto únicamente en ayuda de emergencia para los sectores poblacionales pobres y prevé un déficit de aproximadamente un 1% del PIB.

¿Cuál fue el problema?

Teniendo en cuenta los buenos resultados económicos y la capacidad de recuperación frente a las perturbaciones durante 1991–97, así como la solidez del sistema bancario —en su mayoría de propiedad extranjera—, la gravedad de la situación argentina fue toda una sorpresa para muchos. Merece la pena analizar las causas de esta situación, aunque los principales puntos débiles de la economía argentina eran bien conocidos desde hace algún tiempo.

Una economía cerrada altamente endeudada ...

En primer lugar, la economía argentina es muy cerrada y al mismo tiempo está altamente endeudada. En 2001, las exportaciones de mercancías sólo representaron un 10% del PIB, mientras que la deuda externa total ascendía a un 55% del PIB. Por otra parte, la deuda del sector público en manos de ciudadanos argentinos y denominada en su mayoría en dólares, representaba otro 26% del PIB. Las elevadas obligaciones de la deuda externa, junto con los bajos ingresos por exportaciones, hicieron que en 2001 el pago de la deuda externa representase un 83% de los ingresos por cuenta corriente. La deuda externa total era aproximadamente un 400% de las exportaciones de bienes y servicios, nivel excepcionalmente alto que indicaba el considerable riesgo de crisis de financiación externa. Por otra parte, el coeficiente entre la deuda externa a corto plazo y las reservas de divisas era muy alto, alrededor de un 115% a finales de 2000. Aunque estos indicadores de deuda nunca fueron especialmente favorables para Argentina, todos ellos habían aumentado considerablemente desde mediados de la década de los 90. Por ejemplo, la deuda externa total aumentó un 15% del PIB entre 1996 y 2000, y el servicio total de la deuda en porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios casi se duplicó. Asimismo, la deuda del gobierno central pasó de un 35% del PIB en 1996 a un 53%.

... y los desajustes de la moneda ...

En segundo lugar, tanto el sector privado como el sector público tenían gran cantidad de pasivos denominados en dólares, pero contaban con pocos activos con rendimiento en dólares para hacerles frente. Estos desajustes quedaron ocultos por los mecanismos de convertibilidad, en los que el peso y el dólar parecían equivalentes. Sin embargo, la realidad era que la economía argentina era extremadamente vulnerable a cualquier interrupción de la financiación externa y, en particular, a una devaluación del tipo de cambio.

Una vez interrumpida la financiación externa (la privada en el tercer trimestre de 2001 y la oficial en el último trimestre), las expectativas de una gran devaluación llevaron a revisar rápidamente el servicio de la deuda y la

situación fiscal del gobierno, lo que hizo temer un posible impago de la deuda. Este temor también deterioró la calidad percibida de los balances de las empresas, provocando la aparición de nuevos derechos contingentes sobre el presupuesto. La calidad de los activos de los bancos también empeoró y el agravamiento de la recesión afectó a la calificación de los créditos en el sector privado, y los bancos también se vieron perjudicados por las tenencias de títulos públicos. Aunque el banco central intentó contener las retiradas masivas de depósitos de los bancos (inyectando liquidez en los que estaban perdiendo depósitos y elevando los requisitos de reservas mínimas para los bancos, principalmente de propiedad extranjera, que estaban aceptando depósitos) estas medidas se vieron claramente limitadas por el sistema de caja de conversión.

... hicieron de Argentina un país sumamente dependiente de la financiación externa

Tras el estallido de la crisis, el anuncio de nuevas medidas por parte de las autoridades y su modificación pocos días más tarde aumentaron la incertidumbre. Una de ellas fue la conversión de los préstamos denominados en dólares a pesos a un tipo de cambio de 1 peso por dólar, y de los depósitos denominados en dólares a pesos a un tipo de cambio de 1,4 pesos por dólar. A título comparativo, el tipo de cambio de mercado era de aproximadamente dos pesos por dólar en ese momento y de más de tres pesos por dólar hacia mayo de 2002. Estos cambios asimétricos plantearon problemas para los que ni los bancos ni sus clientes estaban en modo alguno preparados. La mayoría de los bancos privados eran viables con el antiguo sistema de convertibilidad, y dependiendo de la solvencia de sus clientes, algunos de ellos habrían podido incluso haber permanecido viables tras el impago de la deuda soberana y la devaluación. Pero los cambios propuestos habrían provocado pérdidas generalizadas superiores al valor de las posiciones en acciones de los accionistas de estos bancos.

Los cambios de los contratos bancarios empeoraron la crisis ...

Otra medida sumamente perjudicial fue la inconvertibilidad y restricción de transferencia de los depósitos. Aunque se aplicó de forma provisional para frenar las retiradas masivas de depósitos de los bancos durante las crisis bancarias anteriores en Argentina y en otros países, esta medida fue tan integral y tan prolongada —algunos depósitos bancarios podrían no devolverse hasta enero de 2005—, que ha paralizado casi por completo el sistema de pagos interno. Dado que gran parte de la economía argentina, especialmente el sector servicios, es informal y opera en efectivo, la inconvertibilidad ha perjudicado enormemente a la actividad económica. Aunque es difícil separar los efectos de la inconvertibilidad de depósitos de otros aspectos de la crisis bancaria, no cabe duda de que ha agudizado la pérdida general de confianza en el sistema bancario y en la política económica en general. Los efectos a más largo plazo podrían ser nuevas salidas de depósitos a bancos en el extranjero, un aumento de los costes de los servicios crediticios y bancarios, y una reducción de las posibilidades de intermediación financiera.

... mientras la inconvertibilidad de los depósitos empeoró la actividad económica ...

Asimismo, las enmiendas a la ley sobre quiebras empeoraron considerablemente la situación, ya que restringieron significativamente los derechos de los acreedores. A esto se añadió la incertidumbre sobre la aplicación de la ley de “subversión económica”, en virtud de la cual los

... y las nuevas leyes mermaron aún más la confianza

banqueros y los empresarios podían ser objeto de acciones judiciales por adoptar malas decisiones empresariales o por negligencia. Aunque las disposiciones controvertidas de ambas leyes se enmendaron en mayo de 2002, la incertidumbre creada había minado seriamente la confianza de inversionistas y empresarios en la observancia de los derechos legales básicos.

### *Repercusión de la crisis argentina en los bancos internacionales*

La experiencia de Argentina podría hacer que los bancos extranjeros ...

Durante el último decenio, la participación de los bancos extranjeros se ha considerado fundamental para el desarrollo de los sistemas bancarios en las economías de mercado emergentes. Los bancos extranjeros se han convertido en importantes agentes en muchos mercados emergentes, incluida Argentina, donde representaban más de la mitad de los activos y pasivos del sistema bancario. Por ello, y debido en parte al respaldo de un sólido sistema de supervisión, el sistema bancario argentino se consideraba uno de los más consolidados de América Latina. Sin embargo, la suspensión de pagos de la deuda pública argentina, la brusca devaluación del peso y la incertidumbre sobre la situación y el carácter de los contratos de depósito y préstamo y sobre los derechos de los acreedores, llevaron rápidamente al sistema bancario argentino al borde del colapso. Esta situación plantea diversas cuestiones relacionadas con las futuras actividades de los bancos extranjeros en los mercados emergentes.

... se mostraran más cautos sobre los sistemas legales y judiciales ...

Los indicios de desacople de otros mercados de América Latina con respecto a Argentina y la ausencia de cualquier signo de “contagio de los depósitos” en otros mercados emergentes parecen apoyar la idea de que hasta ahora los mercados han considerado a Argentina como un caso especial. No obstante, con el paso del tiempo, los bancos internacionales podrían mostrarse más cautos a la hora de realizar nuevas operaciones en las economías de mercado emergentes cuyos sistemas político, legal y judicial no se consideran fiables. En general, los bancos internacionales podrían endurecer sus condiciones para conceder préstamos a los gobiernos y a las instituciones públicas a través de filiales locales.

... más dispuestos a diversificar sus actividades ...

Otra consecuencia a largo plazo de la crisis argentina podría ser que los bancos con un elevado volumen de beneficios procedente de operaciones en una determinada economía (o región) emergente traten de diversificar sus inversiones. Puesto que las autoridades de los países anfitriones podrían mostrarse reacias o ser fiscalmente incapaces de rescatar a una filial de un gran banco extranjero, podrían muy bien presionar a la entidad matriz para que invirtiera nuevos fondos para recapitalizar la filial. Los bancos extranjeros intentarían no tener una posición dominante en un país, ya que la negativa a recapitalizar el banco se consideraría extremadamente perjudicial para el país afectado.

... y más reacios a conceder préstamos en divisas

Además, los bancos extranjeros podrían mostrarse menos dispuestos a realizar operaciones en dólares en algunas economías de mercado emergentes. Desde mediados de los años 90, los bancos extranjeros han venido estableciendo filiales en muchos de estos países, en parte para limitar su exposición transfronteriza y evitar los desajustes de monedas relacionados

con los préstamos en divisas desde su matriz. Sin embargo, el caso de Argentina demuestra que cuando los clientes de los bancos tienen depósitos en divisas, pero tienen pocos activos con rendimientos en dólares (como los ingresos por exportación), las devaluaciones pueden afectar con la misma dureza a los bancos. Los bancos extranjeros pueden adoptar así una política de precios más prudente para los préstamos en divisas o dedicarse exclusivamente a las operaciones en moneda local.

Un asunto de preocupación más general con respecto a las economías de mercado emergentes es que las entradas de inversión extranjera directa puedan verse afectadas por las grandes pérdidas a las que se enfrentan las empresas extranjeras con grandes inversiones en Argentina. Además, dadas las enormes pérdidas sufridas por los pequeños inversionistas de Europa continental, que según las estimaciones tenían 20 mil millones de dólares en bonos del Estado argentino, las economías de mercado emergentes pueden tener más dificultades en el futuro para colocar sus emisiones de deuda entre estos inversionistas.

Otras entradas de capital también se podrían ver afectadas