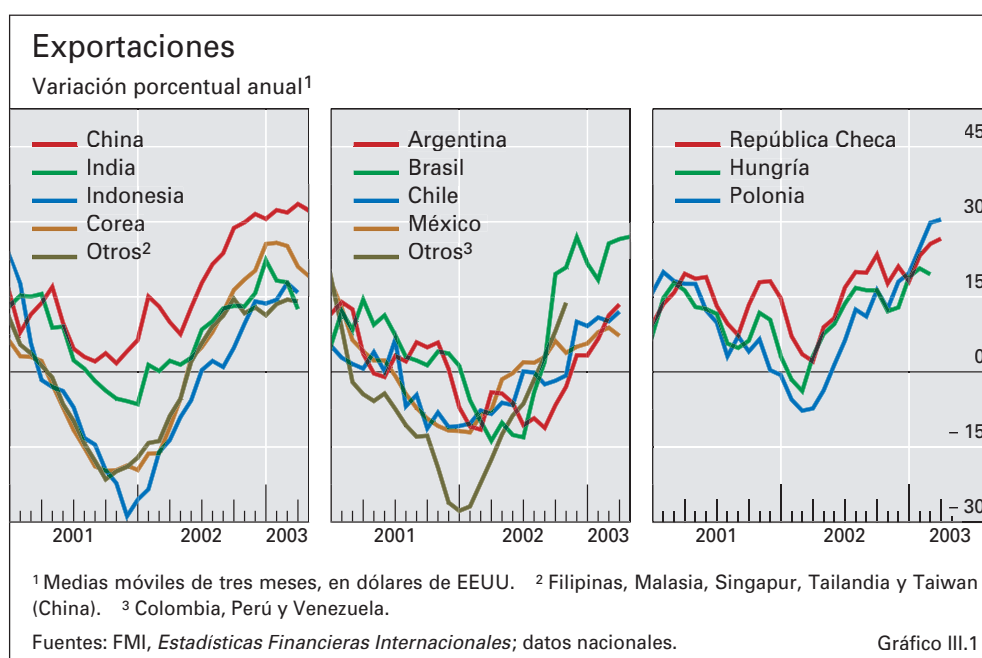


### III. Evolución de las economías de mercado emergentes

#### Aspectos más destacados

La recuperación moderada, aunque desigual, de las economías desarrolladas durante 2002 estuvo asociada a una acusada divergencia de las tasas de crecimiento en las economías emergentes. Esta evolución fue el reflejo de diferencias en el comportamiento de la demanda, así como de restricciones financieras externas. El crecimiento relativamente intenso registrado en Asia y en Europa central y oriental se cimentó en una recuperación generalizada de las exportaciones durante el año 2002 (véanse el Gráfico III.1 y el Cuadro III.1), a pesar del lento ritmo al que avanzaban las economías desarrolladas. El crecimiento de las exportaciones en Asia, aunque impulsado por la demanda procedente de China, se desaceleró a comienzos de 2003. En Europa central y oriental, el aumento de las exportaciones gozó del respaldo de las ventas efectuadas a un conjunto más amplio de países. Por el contrario, en América Latina, las restricciones financieras llevaron a un crecimiento más lento o incluso negativo, a una reducción de las importaciones y a disminuciones de los déficit de la balanza por cuenta corriente (véase el Cuadro III.1). Sin embargo, las exportaciones comenzaron a estimular el crecimiento de la región durante el segundo semestre de 2002, tras la depreciación en términos reales de los tipos de cambio en la región. Las condiciones de financiación externa también mejoraron en el último trimestre de 2002 y esta tendencia se mantuvo en el primer trimestre de 2003.



Crecimiento de la producción, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real <sup>1</sup>			Precios de consumo <sup>1</sup>			Balanza por cuenta corriente <sup>2</sup>		
	Media 1998-2001	2002	2003	Media 1998-2001	2002	2003	Media 1998-2001	2002	2003
Asia <sup>3</sup>	5,4	6,2	5,8	2,8	1,1	2,1	3,7	2,9	1,9
China	7,5	8,0	7,2	-0,3	-0,7	0,4	2,1	2,1	1,1
Corea	3,9	6,3	4,2	3,6	2,8	3,5	5,3	1,3	0,2
Filipinas	2,6	4,6	3,6	6,7	3,1	3,9	7,8	5,7	3,3
Hong Kong RAE	2,0	2,2	1,7	-1,7	-3,0	-2,2	4,1	9,7	10,5
India	5,5	4,4	5,8	5,2 <sup>4</sup>	2,3 <sup>4</sup>	4,9 <sup>4</sup>	-0,8	0,7	0,3
Indonesia	-1,7	3,7	3,5	21,9	11,9	8,2	4,6	4,1	3,0
Malasia	1,7	4,1	3,8	2,7	1,8	1,6	11,5	7,7	6,8
Singapur	3,2	2,2	2,1	0,7	-0,4	0,8	21,0	21,5	20,9
Tailandia	-0,1	5,2	4,2	2,9	0,5	1,9	9,0	6,1	4,7
Taiwan, China	3,4	3,5	2,9	0,8	-0,1	0,1	3,4	9,1	6,6
América Latina <sup>3</sup>	1,7	-0,6	1,5	7,7	9,4	10,3	-3,1	0,2	0,1
Argentina	-1,0	-10,9	4,6	-0,6	25,9	12,7	-3,6	8,8	7,1
Brasil	1,7	1,5	1,9	5,5	8,4	12,2	-4,4	-1,7	-0,8
Chile	2,8	2,1	3,4	4,0	2,4	3,2	-2,2	-0,8	-1,0
Colombia	0,2	1,5	2,2	12,3	7,2	6,4	-1,4	-1,8	-2,5
México	3,7	0,7	2,2	11,6	5,1	4,2	-3,1	-2,2	-2,5
Perú	1,1	5,2	4,0	4,1	0,2	2,4	-3,5	-2,0	-2,0
Venezuela	-0,0	-8,9	-13,7	21,7	22,4	44,7	3,9	9,6	8,6
ECO <sup>5</sup>	2,8	3,5	3,7	12,3	6,1	5,4	-4,8	-4,1	-4,2
Hungría	4,5	3,3	3,5	10,8	5,3	4,8	-3,5	-4,0	-4,7
Polonia	3,5	1,3	2,8	8,6	1,9	1,2	-5,5	-3,6	-3,6
República Checa	1,4	2,0	2,5	5,3	1,8	0,9	-3,7	-5,3	-5,6
Rusia	3,9	4,3	4,8	36,6	16,3	13,3	10,2	9,5	7,4
Turquía	-0,6	7,8	3,8	64,3	45,0	28,1	-0,8	-1,0	-1,8
<i>Pro memoria: países del G-7</i>	2,5	1,6	1,7	1,8	1,3	1,8	-1,0	-1,5	-1,6

Nota: Las cifras para 2003 se basan en las previsiones de Consensus de mayo y en FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.  
<sup>1</sup> Variación porcentual anual. <sup>2</sup> En porcentaje del PIB. <sup>3</sup> Media ponderada de los países incluidos, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>4</sup> Precios al por mayor. <sup>5</sup> ECO (Europa Central y Oriental): media simple de Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumania.  
Fuentes: FMI; OCDE; © Consensus Economics; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro III.1

Las previsiones de consenso indican una recuperación modesta del crecimiento en América Latina, a partir de las expectativas que señalan que se mantendrán el crecimiento de las exportaciones y la reciente mejora de las condiciones financieras externas. Sin embargo, la persistencia de la incertidumbre geopolítica y la propagación del virus de la neumonía atípica (SARS) han provocado un debilitamiento significativo de la actividad económica en Asia. Por el contrario, se espera una aceleración del crecimiento en Europa central y oriental, así como en África (véanse los Cuadros III.1 y III.8).

La existencia de elevados déficit fiscales en varios países de Europa central y oriental supone un importante desafío, especialmente con vistas a su adhesión a la UE. Varios países de América Latina también se enfrentan

a difíciles decisiones de política económica. En algunos de ellos, las elevadas y crecientes cargas de la deuda pública requieren un ajuste fiscal. En otros, la tarea principal será contener la inflación, que se pronostica creciente, especialmente en aquellos países donde se han incumplido recientemente los objetivos de inflación. En ambos casos, el margen de maniobra disponible para estimular la demanda interna en presencia de perturbaciones negativas será muy limitado.

## Evolución de la balanza de pagos

Los superávit y los flujos de capital crecieron en Asia ...

Los superávit por cuenta corriente de las economías de mercado emergentes consideradas en su conjunto aumentaron en 30 mil millones de dólares durante el año 2002. En Asia, los superávit crecieron enormemente, mientras que en América Latina se redujeron los déficit. Al mismo tiempo, los flujos de capital privado hacia las economías emergentes crecieron hasta duplicarse con creces (véase el Cuadro III.2). Los flujos de capital que llegaron a

Balanza de pagos de las economías emergentes <sup>1</sup>				
En miles de millones de dólares de EEUU				
	Media 1995-96	Media 1997-2000	2001	2002
Balanza por cuenta corriente	92	9	84	114
Asia	-34	77	78	102
América Latina	-39	-65	-53	-17
Economías en transición	-9	-8	12	10
Oriente Medio y Turquía	1	15	48	26
África	-11	-9	-0	-8
Flujos de capital privado	218	69	39	86
Asia	111	-11	16	70
América Latina	52	56	35	2
Economías en transición	36	14	21	34
Oriente Medio y Turquía	9	1	-38	-25
África	11	10	6	6
Variación de reservas <sup>2</sup>	-114	-79	-119	-209
Asia	-45	-53	-85	-167
América Latina	-26	0	1	-1
Economías en transición	-21	-9	-18	-31
Oriente Medio y Turquía	-17	-11	-5	-8
África	-5	-6	-12	-1
<i>Pro memoria: Flujos de capital privado por tipos</i>				
Inversión extranjera directa	102	148	171	139
Inversión de cartera	72	26	-39	-37
Otros <sup>3</sup>	44	-105	-93	-17

Nota: No se incluye la financiación oficial.

<sup>1</sup> Incluye países en desarrollo, Corea, Israel, Singapur y Taiwan (China), pero no Hong Kong RAE.

<sup>2</sup> Un valor negativo indica un aumento de las reservas. <sup>3</sup> Incluye flujos bancarios.

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

Cuadro III.2

Asia y a las economías en transición (incluidas la Comunidad de Estados Independientes y Mongolia) aumentaron, aunque en América Latina disminuyeron de forma abrupta, lo que condujo a importantes restricciones financieras externas en varias de las economías de la región.

La principal contrapartida del aumento de los superávits por cuenta corriente y de las entradas de capital fue un sustancial incremento de 90 mil millones de dólares de las reservas internacionales de las economías de mercado emergentes. El aumento de las reservas casi llegó a duplicarse en Asia, alcanzando los 167 mil millones de dólares (véase el Cuadro III.2). Por el contrario, las reservas externas en América Latina apenas variaron. Esta evolución está básicamente en consonancia con las tendencias observadas desde las crisis asiáticas de 1997. Entre los países asiáticos incluidos en el Cuadro III.1, la mediana de la relación entre las reservas externas y el PIB aumentó desde un 12% en 1996 hasta alcanzar un 26% en 2002. Las reservas en América Latina, calculadas de esta misma forma, han permanecido inmóviles en el 10%. La acumulación de reservas es el resultado de diversas fuerzas y políticas macroeconómicas y pocos bancos centrales cuentan con un objetivo explícito para ellas. Aun así, la significativa acumulación de reservas externas en Asia parece reflejar los esfuerzos de las autoridades monetarias asiáticas por limitar las fluctuaciones de los tipos de cambio y reducir la vulnerabilidad de sus economías.

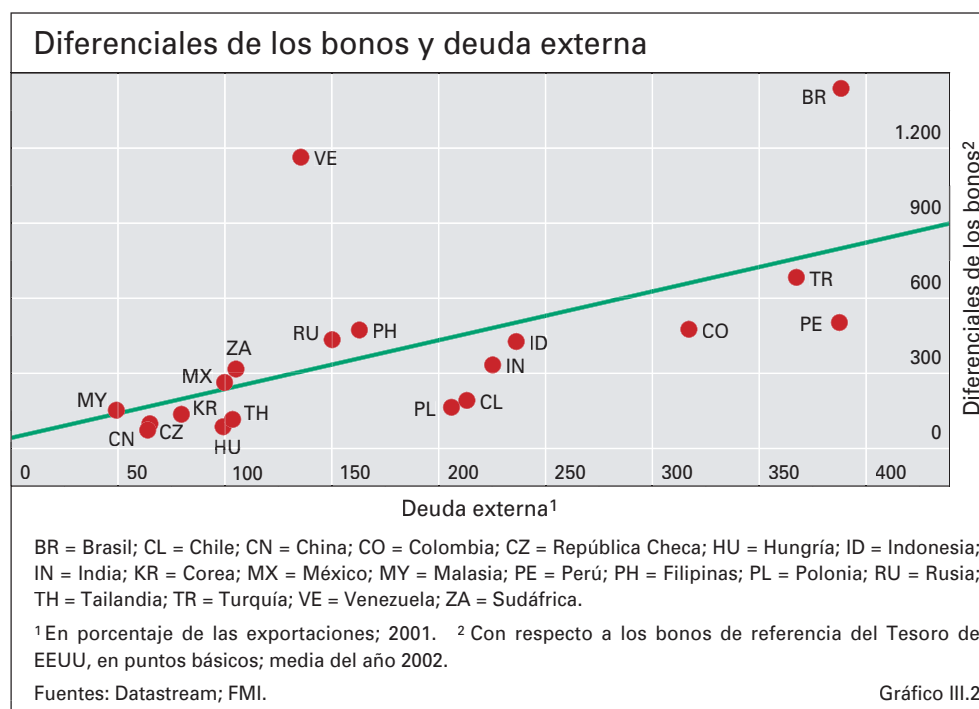
La dirección de los flujos de capital reflejó hasta cierto punto las condiciones reinantes en los mercados financieros desarrollados, en los que la abundante liquidez, en forma de tipos de interés oficiales bajos, se vio contrarrestada durante gran parte del periodo por una menor disposición de los inversionistas a asumir riesgos (véase el Capítulo VI). Desde mediados de 2002, esta evolución condujo a una ampliación de los diferenciales sobre los bonos de alto rendimiento y la deuda soberana, una tendencia que se invirtió hacia el último trimestre de 2002 a medida que se reducía significativamente el coste de la financiación del Estado.

Aunque la modificación de las expectativas existentes en los mercados financieros internacionales afectó a todos los países, las variables fundamentales de cada economía nacional acabaron siendo las que determinaron la magnitud de los diferenciales aplicados a la deuda de cada país. Las inquietudes acerca de la sostenibilidad de la deuda externa fueron particularmente importantes, ya que los diferenciales medios aplicados a la deuda internacional durante 2002 fueron directamente proporcionales al cociente entre la deuda externa y las exportaciones (véase el Gráfico III.2). Brasil y Venezuela presentaron valores atípicos, con diferenciales mucho más elevados, como resultado de la creciente incertidumbre política. El acusado incremento de los diferenciales brasileños comenzó en mayo de 2002, aproximadamente un mes antes de que se ampliaran los diferenciales en el mercado estadounidense de bonos de alto rendimiento. Sin embargo, los diferenciales brasileños comenzaron a mostrar una tendencia a la baja en el último trimestre de 2002, a medida que la Administración recientemente elegida adoptaba medidas para refrendar ante los inversionistas su intención de aplicar políticas prudentes. En

... al igual que hicieron las reservas de divisas

Las condiciones en los mercados desarrollados influyeron sobre los flujos de capital ...

... al igual que hicieron las variables fundamentales internas



Venezuela, los diferenciales permanecieron elevados debido a la persistente incertidumbre sobre las políticas gubernamentales y a la interrupción de la producción de petróleo.

La IED también reflejó las variables fundamentales

La dirección que tomaron la inversión extranjera directa (IED) y otros flujos también reflejó las variables fundamentales de cada país. La mayor parte de los flujos de IED hacia los países de Asia oriental (algunos de ellos procedentes de otros países de la región) se concentraron en China, atraídos por las oportunidades ofrecidas tras su adhesión a la OMC y por su nuevo papel en la economía mundial. También se produjeron sustanciales incrementos de otros movimientos de capital hacia los países asiáticos, en parte por la retirada de sus depósitos en bancos internacionales. Estos fondos pueden haber encontrado una utilización más rentable dentro de la región asiática, caracterizada por un elevado crecimiento. Las oportunidades ofrecidas por la adhesión a la Unión Europea también acrecentaron la IED en los países candidatos. En América Latina, la reducción del crecimiento y de las oportunidades de inversión condujo a una reducción de la IED.

## Asia

El crecimiento superó las expectativas en Asia ...

Durante el año 2002, el crecimiento en la mayoría de las economías asiáticas superó las expectativas. El crecimiento económico se aceleró en China y Corea y se recuperó en Hong Kong RAE (en adelante, Hong Kong) y Malasia, al tiempo que se invirtieron las fuertes contracciones del producto en Singapur y Taiwan, China (en adelante, Taiwan). El crecimiento también fue intenso en Tailandia, Filipinas e Indonesia, mientras que se desaceleró en cierta medida en la India, debido a una sequía que mermó la producción agrícola. La recuperación de la región estuvo impulsada por la demanda interna, apoyada

en políticas económicas expansivas (véase el Cuadro III.3), así como por un intenso repunte de las exportaciones durante parte del año 2002.

La incertidumbre acerca de las perspectivas económicas de Asia aumentó en el primer trimestre de 2003, al observarse indicios de debilidad de la demanda externa, y se acentuó en gran medida durante abril y mayo a consecuencia de la propagación del síndrome respiratorio agudo grave (SARS) en China, Hong Kong y otras economías asiáticas. Por último, las perspectivas de crecimiento de Corea del Sur se vieron afectadas por las tensiones con Corea del Norte y por la quiebra de un importante conglomerado que tuvo repercusiones en el sector financiero.

A pesar de la incertidumbre, China creció con mucha rapidez en el primer trimestre de 2003, reflejando el continuo gasto público en infraestructura y los fuertes aumentos del consumo privado y de la inversión. El incremento de los flujos de inversión directa tras la adhesión de China a la OMC en 2001 estimuló la inversión privada. Al mismo tiempo, los crecientes ingresos de los habitantes de zonas urbanas fomentaron el gasto de los hogares en bienes de consumo duradero y en servicios de gran valor. Ese gasto impulsó la producción industrial durante el primer trimestre de 2003, al tiempo que un fuerte incremento de las exportaciones también contribuyó a su expansión.

En la India, una disminución de la producción del sector agrícola redujo el crecimiento del pasado año hasta una tasa ligeramente inferior al 4,5%, a pesar de que el sector industrial experimentó una recuperación y la demanda interna mantuvo su vigor. Las exportaciones de bienes y servicios se vieron impulsadas por un crecimiento muy rápido de la producción de software y por una creciente subcontratación en el sector de las tecnologías informáticas (TI) y de servicios a empresas que realizaron otros países en la India. Junto con las remesas de los no residentes, las exportaciones de servicios contribuyeron por segundo año consecutivo al superávit de la cuenta corriente. El Gobierno introdujo asimismo una serie de importantes reformas que estimularon la confianza de los inversionistas en la economía. Entre éstas, cabe destacar la

... pero la incertidumbre aumentó

En China, aumentó el gasto privado ...

... mientras que en la India crecieron las exportaciones de productos de alta tecnología

Asia: demanda interna (DI) y exportaciones netas (EXN)										
Contribución al crecimiento del PIB, en porcentaje										
	China		Corea		Filipinas		Hong Kong RAE		India	
	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN
1996-2000	7,5	0,8	-0,4	4,9	2,6	1,1	1,5	1,9	7,0	-1,2
2001	7,3	0,0	1,7	1,6	5,2	-2,0	0,8	-0,2	5,3	0,1
2002	7,3	0,7	4,5	2,0	5,5	-1,0	-1,3	3,6	4,5	-0,2
	Indonesia		Malasia		Singapur		Tailandia		Taiwan, China	
	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN
1996-2000	-0,6	1,4	-0,3	4,9	4,9	1,4	-7,0	5,0	5,1	0,7
2001	4,9	-1,5	0,1	0,3	-6,3	3,9	1,8	0,1	-4,9	2,7
2002	1,9	1,8	6,3	-2,1	-1,9	4,1	3,8	1,4	1,2	2,3

Fuentes: JPMorgan, *World Financial Markets*; datos nacionales.

Cuadro III.3

venta al sector privado de algunas empresas estratégicas y la aprobación de una legislación encaminada a facilitar la recuperación de los préstamos bancarios.

La demanda interna condujo el crecimiento

La demanda interna condujo en general el crecimiento en otros países de la región durante 2002 (véase el Cuadro III.3). En Corea, el aumento del crédito bancario a los hogares y al sector inmobiliario impulsó la demanda interna durante el primer semestre del año, si bien el gasto de los hogares se ha desacelerado desde entonces a consecuencia de una política más restrictiva. El aumento del gasto público y del consumo también impulsó la demanda en Filipinas, Malasia y Tailandia. En Indonesia, la confianza de los consumidores creció tras la desaparición de ciertas incertidumbres políticas y la introducción de una serie de importantes reformas estructurales. Asimismo, los precios del petróleo más elevados favorecieron un incremento de la renta real en Indonesia. En claro contraste, la contribución de la demanda interna al crecimiento continuó siendo negativa en Singapur y se tornó negativa en Hong Kong. A la hora de impulsar la recuperación, ambas economías se apoyaron en mayor medida en la demanda externa.

#### *Una explicación de la desinflación y de la deflación*

La reducida inflación reflejó el fin del auge de la región ...

La inflación media de la región disminuyó el pasado año hasta alcanzar el 1,1%, muy por debajo de la tasa media registrada en el periodo 1998–2001 (véase el Cuadro III.1). La deflación se agudizó en Hong Kong y los descensos de precios reaparecieron en China y Singapur. Filipinas, la India y Tailandia registraron asimismo las tasas de inflación más reducidas de los últimos años. En algunos casos, las presiones a la baja sobre los precios parecían ser el resultado de factores transitorios, tales como los precios de los alimentos. Sin embargo, en términos más generales, la desinflación o la deflación registradas en una serie de economías asiáticas podrían considerarse como un efecto del fin del auge económico que vivió la región durante la década de los 90, al que siguió una debilidad persistente de la demanda privada. Esta situación puede ser hasta cierto punto el resultado de dificultades asociadas a tensiones financieras posteriores a la crisis asiática o de un exceso de capacidad instalada tras el rápido crecimiento del capital fijo durante el periodo de auge.

... centrado en los mercados inmobiliarios ...

En algunas economías, los precios de la propiedad inmobiliaria, que alcanzaron máximos en 1996–97, se hundieron y deprimieron la demanda, provocando unos niveles crecientes de desempleo y desinflación. Este efecto se ha observado con mayor intensidad en Hong Kong, donde además se han dejado sentir otras presiones deflacionarias. La desaceleración del comercio exterior de China afectó a la actividad económica de Hong Kong en 2001. Asimismo, se ha producido una tendencia de alineamiento de los precios hacia los niveles mucho más reducidos de la China continental. También se han observado descensos en los precios de la propiedad inmobiliaria o de los alquileres en otras economías asiáticas, como Singapur y Tailandia.

... y en el sector de alta tecnología

Los excesos de capacidad instalada también han creado problemas en toda la región, especialmente en el sector de alta tecnología. En muchas economías asiáticas, la inversión bruta en capital fijo se redujo drásticamente después de 1997, mientras que la recuperación observada en los años



siguientes ha sido generalmente débil. En Singapur y Taiwan, países que en la actualidad están experimentando una leve deflación, el periodo de auge estuvo asociado a un incremento de las exportaciones del sector de alta tecnología, que continuó hasta aproximadamente el año 2000. El efecto desinflacionario producido por la caída de la demanda en este sector en 2001 fue significativo y la recuperación desde entonces ha sido desigual. La vacilante recuperación de Estados Unidos, las deficiencias persistentes en la economía japonesa y el continuo exceso de capacidad en los sectores de la TI y de las telecomunicaciones han condicionado esta situación. Estas economías se han encontrado con la difícil tarea de compensar los citados factores incrementando sus cuotas de mercado en otros sectores. Esa dificultad ha obedecido, en parte, al creciente desafío que representa China en términos de competencia (véase a continuación).

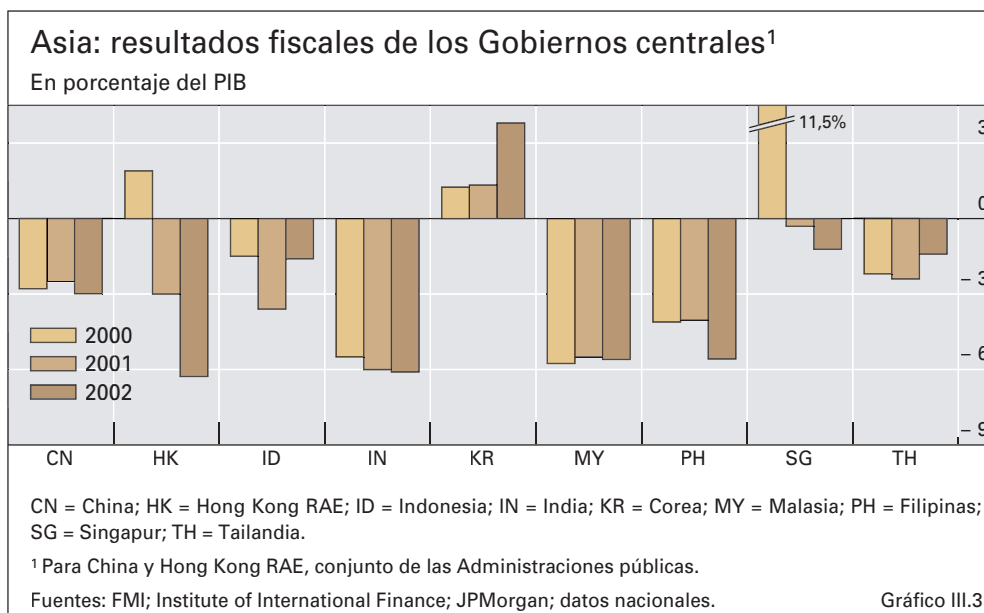
La deflación en China es más desconcertante. Los fuertes incrementos del gasto público y el intenso crecimiento económico no han conseguido alzar el nivel general de precios, especialmente en el sector de manufacturas. Una posible explicación sería que la deflación refleja un exceso de capacidad y una oferta de trabajo de bajo coste muy elástica. Este exceso de capacidad también podría ser el resultado de la existencia de empresas estatales no rentables que continúan activas. La adquisición de conocimientos tecnológicos y de gestión y la mejora de las cualificaciones profesionales asociadas al crecimiento de la IED, han elevado de manera muy significativa la productividad en China, lo cual tiende también a reducir los precios (en los Capítulos II y IV se ofrecen otras perspectivas acerca de la deflación).

La deflación en China es desconcertante

#### Crecimiento de la demanda interna en Asia

Las economías asiáticas han logrado por lo general elevar su demanda interna, merced no sólo a los estímulos fiscales y monetarios, sino también a un vigoroso auge del gasto de los hogares financiado a crédito observado en una serie de países, incluido el gasto en vivienda.

¿Pueden las políticas impulsar la demanda?





Indicadores de deuda						
	Deuda pública <sup>1</sup>			Deuda externa <sup>2</sup>		
	1996	2000	2002	1996	2000	2002
China	7	15	16 <sup>3</sup>	85	60	54
Corea	8	17	22	126	78	82
Filipinas	53	66	74	197	134	158
India	57	67	73	283	236	216
Indonesia	24	82	92 <sup>3</sup>	259	217	231
Malasia	35	37	46	51	43	49
Tailandia	15 <sup>4</sup>	57 <sup>4</sup>	54 <sup>4</sup>	194	115	95
Argentina	36	45	146	468	554	530
Brasil	33	49	57	379	432	395
Chile	15	14	16	144	198	226
Colombia	14	37	51	273	261	313
México <sup>5</sup>	37	37	40	164	90	100
Perú	49	45	47	492	406	364
Venezuela	49	27	40	150	120	162

<sup>1</sup> En porcentaje del PIB. <sup>2</sup> En porcentaje de las exportaciones. <sup>3</sup> 2001. <sup>4</sup> Incluye los pasivos del Fondo para el Desarrollo de las Instituciones Financieras. <sup>5</sup> Incluye la deuda emitida por el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB).

Fuentes: FMI; Banco Mundial; datos nacionales. Cuadro III.4

El estímulo fiscal ha sido importante

Los estímulos fiscales han sido importantes para la recuperación de las economías asiáticas tras la crisis de los últimos años de la década de los 90. Con la notable excepción de Corea, las economías de la región han incurrido en déficit fiscales desde el año 2000 (véase el Gráfico III.3). En consecuencia, los niveles de deuda pública en algunas economías asiáticas han crecido de manera sustancial desde mediados de la década de los 90 (véase el Cuadro III.4). En la India, Indonesia, Filipinas, y en menor medida en Tailandia, los coeficientes de endeudamiento son relativamente altos. Por el contrario, algunas economías presentan niveles de deuda pública reducidos (Corea) o incluso carecen de deuda pública neta (Hong Kong). El hecho de tener este año un coeficiente de deuda pública reducido ha concedido a Corea un cierto margen de maniobra para contrarrestar el lento crecimiento económico mediante la aplicación de políticas expansivas.

Las percepciones del mercado no se interponen

La opinión de los mercados condiciona también la viabilidad de las políticas fiscales expansivas. En la mayoría de los países asiáticos, los mercados parecen inclinados a aceptar incluso déficit abultados debido al excelente historial de estos países a la hora de cumplir con el servicio de su deuda pública, al intenso crecimiento del producto y de las exportaciones, a las altas tasas de ahorro privado, a las reservas de divisas relativamente importantes y a los reducidos cocientes entre deuda externa y exportaciones. Aun así, las percepciones pueden ser frágiles. Por ejemplo, el margen de maniobra para acometer una política más expansiva en Hong Kong se ha visto limitado por la inquietud acerca del modo en que los mercados percibirían dicha maniobra, a pesar de contar con reservas fiscales considerables.

En China, el estímulo fiscal ha sido posible gracias en parte a que los controles de capital continúan logrando que los elevados ahorros internos se inviertan en el país. Sin embargo, desde una perspectiva de medio plazo, existen motivos para limitar el uso de la política fiscal. Por una parte, el gasto público es menos eficiente que el gasto privado. Además, los problemas de sostenibilidad de la deuda, que no quedan patentes por el momento, podrían hacerse más visibles a lo largo del tiempo y afectar así a la confianza depositada en bancos que poseen importantes volúmenes de deuda pública. De hecho, el Gobierno chino ya ha manifestado su preocupación acerca de la sostenibilidad de la deuda a largo plazo, apremiado por los pasivos implícitos procedentes de pérdidas sufridas en el sector financiero o de compromisos en concepto de pensiones que no quedan reflejados en las cifras oficiales de la deuda pública.

Posible estímulo fiscal a corto plazo

El crecimiento de la demanda interna en Asia también se vio impulsado durante el pasado año por políticas monetarias más laxas, ya que los tipos de interés oficiales se mantuvieron básicamente estables o disminuyeron. Los tipos de interés a largo plazo también tendieron a la baja y, en algunos casos, se sitúan ahora en los niveles mínimos de los últimos años. Unos tipos de interés en descenso o reducidos conllevaron un intenso crecimiento del crédito durante 2002 en China, la India y Corea (17–25%) y un aumento significativo del crédito en Tailandia (8,5%, desde una caída del 7,5% registrada en 2001). En ciertos casos, el crecimiento de la financiación estuvo vinculado a fuertes incrementos del crédito concedido a los hogares. Las condiciones monetarias expansivas parecen haber tenido unos efectos más limitados en algunas de las economías de menor crecimiento, donde los tipos de interés ya eran muy reducidos o se había producido una auténtica deflación. Por ejemplo, aunque la liquidez fue abundante durante el pasado año en Hong Kong, el crecimiento del crédito fue negativo (véase el análisis de un problema similar en el Capítulo IV).

Los tipos de interés disminuyeron, el crecimiento del crédito fue intenso ...

Asia: tipos de interés y tipos de cambio reales									
	Tipos de interés a corto plazo <sup>1</sup>			Tipos de interés a largo plazo <sup>1</sup>			Tipos de cambio efectivos reales <sup>2</sup>		
	Final 01	Final 02	Abril 03	Final 01	Final 02	Abril 03	Final 01	Final 02	Abril 03
China	2,3	2,0	2,0	...	...	...	4,2	-2,9	-3,3
Corea	4,9	4,9	4,5	7,1	5,9	4,9	0,9	4,0	0,8
Filipinas	8,9	5,2	7,4	15,8	12,0	12,6	3,3	-6,4	-8,4
Hong Kong RAE	2,0	1,4	1,5	6,2	4,4	4,3	-0,2	-8,9	-11,0
India	7,2	5,5	4,9	7,9	6,1	5,9	2,3	6,6	-1,7
Indonesia	17,9	13,8	11,7	...	...	...	6,7	21,3	3,9
Malasia	3,3	3,2	3,2	3,8	3,8	3,7	5,6	-4,2	-6,4
Singapur	1,1	0,9	0,9	4,0	2,6	2,1	-2,1	-2,0	-6,2
Tailandia	2,9	1,9	1,8	3,4	3,5	3,4	4,0	-3,6	-6,3
Taiwan, China	2,6	1,8	1,4	3,8	2,3	1,6	-2,6	-6,1	-9,1

<sup>1</sup> En porcentaje; a finales del periodo. <sup>2</sup> Variaciones porcentuales anuales; en términos de precios relativos de consumo. Un aumento indica una apreciación.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; FMI; datos nacionales.

Cuadro III.5

... y los tipos de cambio reales se depreciaron

La combinación de un estímulo monetario con una inflación apenas moderada produjo una depreciación del tipo de cambio efectivo real en Filipinas, Tailandia, Singapur y Taiwan. Todas estas economías cuentan con regímenes de tipo de cambio flexible. Las dos primeras utilizan un objetivo de inflación, mientras que Singapur se fija como objetivo el tipo de cambio efectivo nominal. Se produjo una depreciación similar en China, Hong Kong y Malasia, países cuyas monedas se encuentran ligadas en la práctica al dólar mediante un tipo de cambio fijo, lo que reflejó la depreciación del dólar frente a otras monedas importantes (véase el Cuadro III.5). Esta depreciación real del tipo de cambio contribuyó a la recuperación de las exportaciones de la región.

#### *¿Límites al gasto de los hogares financiado mediante crédito?*

Una inflación reducida debiera permitir un mayor estímulo monetario

La reducida inflación observada en buena parte de Asia ha aumentado el margen de maniobra para proporcionar un impulso monetario adicional. En diversos países, la relajación monetaria ha dado lugar a un elevado nivel del gasto de las familias en vivienda y bienes de consumo duradero financiado mediante créditos. Ante la debilidad de la demanda de financiación por parte de las empresas tras la crisis asiática, los bancos fueron capaces de reducir sus riesgos mediante una diversificación que consistía en prestar en mayor medida a los hogares. Sigue quedando por resolver hasta qué punto los bancos, al aplicar esta política, han acabado asumiendo nuevos riesgos.

En Corea, los bancos incrementaron el crédito a los hogares ...

La experiencia reciente de Corea, donde los bancos han aumentado en gran medida la concesión de crédito a los hogares, ilustra a la perfección los problemas potenciales que podrían aparecer. La proporción que representa el crédito bancario concedido a los hogares (préstamos personales, créditos hipotecarios y derechos de cobro por el uso de tarjetas de crédito) con respecto a los activos totales aumentó por encima de un 40% a finales de junio de 2002, lo que representa un pronunciado incremento desde el 24% registrado a finales de 1999. En junio de 2002, la deuda bancaria de los hogares había alcanzado un 109% de la renta disponible. De esta cifra, los créditos hipotecarios representaban 49 puntos porcentuales, mientras que las tarjetas de crédito suponían 21 puntos porcentuales.

... pero este ritmo era insostenible

Cabe argumentar que, desde una perspectiva de medio plazo, aún existe margen de maniobra en Corea para aumentar el crédito hipotecario concedido a los hogares. El índice de viviendas en régimen de propiedad en Corea es todavía relativamente bajo, y el crédito otorgado a los hogares a menudo adquiere mayor importancia con respecto al crédito total a medida que crecen las rentas. Sin embargo, en respuesta al crecimiento tan rápido de la financiación hipotecaria, que ha ido acompañado de un auge en el sector inmobiliario y en la construcción, el Gobierno adoptó una serie de medidas encaminadas a limitar los aumentos de precios en las "zonas de especulación". Entre estas medidas se incluían la reducción de la relación préstamo-valor desde el 80% al 60%, el aumento de las ponderaciones por riesgo en el cálculo del coeficiente de capital aplicable al crédito hipotecario, la prohibición a anteriores compradores de realizar nuevas adquisiciones, la amenaza de investigaciones por presunta evasión fiscal a compradores asiduos, la aplicación de criterios más estrictos para la concesión de

exenciones impositivas a las ganancias de capital y unos tipos impositivos más elevados para los inmuebles de alto valor. Además, el Gobierno avanzó un plan para construir más viviendas en torno a Seúl, a fin de frenar el aumento de los precios de los inmuebles residenciales, lo cual logró contener los riesgos asumidos por el sector bancario. Asimismo, la confianza y el gasto de los consumidores disminuyeron hacia finales de 2002. Sin embargo, estas medidas han reducido las perspectivas de crecimiento de Corea para el año 2003.

Como pronto quedaría de manifiesto, el aumento de la vulnerabilidad de las instituciones financieras frente a otros tipos de crédito destinados a los hogares también implicaba costes significativos. La tasa de morosidad de las tarjetas de crédito aumentó en la mitad hasta situarse por encima del 11% entre diciembre de 2001 y enero de 2003. Además, en abril de 2003, se produjo una huída hacia la calidad tras las irregularidades contables en las que incurrió el cuarto conglomerado más importante del país. Esto provocó una brusca interrupción de la financiación a las empresas coreanas de tarjetas de crédito cuya situación financiera era muy vulnerable. El resultado fue una operación de rescate de miles de millones de dólares dirigida por el Gobierno, donde las compañías de tarjetas de crédito debilitadas fueron recapitalizadas por sus propietarios y algunas instituciones financieras ofrecieron créditos puente para ayudar a las sociedades de fondos de inversión, que tenían grandes volúmenes de deuda de tarjetas de crédito titularizada.

En Tailandia, el auge del crédito otorgado a los hogares y del gasto familiar también ha impulsado el crecimiento. El valor de las transacciones de terrenos aumentó en un 71% durante el año hasta enero de 2003 y el volumen existente de crédito para la compra de vivienda creció un 12% durante ese mismo periodo. Sin embargo, la deuda de los hogares representa en Tailandia una parte mucho más reducida de la renta disponible que en Corea y la exposición del sector financiero privado se ve limitada hasta cierto punto por el hecho de que las instituciones financieras públicas son las que conceden casi la mitad del crédito para la compra de vivienda. No obstante, las autoridades siguieron preocupadas por el rápido crecimiento de las deudas derivadas del uso de tarjetas de crédito y en noviembre de 2002 volvieron a imponer requisitos de ingresos mínimos a sus titulares.

La financiación del mercado inmobiliario ha pasado a ser incluso motivo de inquietud en la deflacionaria China, ya que los precios de los inmuebles han experimentado una fuerte subida en las zonas que rodean a Shanghai y Quingdao. Sin embargo, las autoridades chinas se encuentran ante la dificultad de conciliar los riesgos potenciales de este auge inmobiliario con el objetivo a largo plazo de promover la adquisición de vivienda propia, un derecho al que sólo se ha tenido acceso recientemente. Este objetivo se considera de gran trascendencia para la transformación económica y social de China.

#### *La evolución del papel de China*

La influencia de China en la región asiática ha aumentado considerablemente gracias a su rápido crecimiento y a su integración en la economía mundial. Entre 1991 y 2002, su participación en el PIB y en las exportaciones de Asia se duplicó con creces, situándose en más de un 17% y de un 20%

Se rescató a las compañías de tarjetas de crédito

El crédito a los hogares afianzó el crecimiento en Tailandia

Los mercados inmobiliarios son motivo de preocupación en China

La creciente importancia económica de China ...

respectivamente. Las importaciones crecieron al menos en la misma proporción, de modo que China registra actualmente un déficit por cuenta corriente con sus países vecinos.

... está modificando el comercio exterior y la inversión en Asia

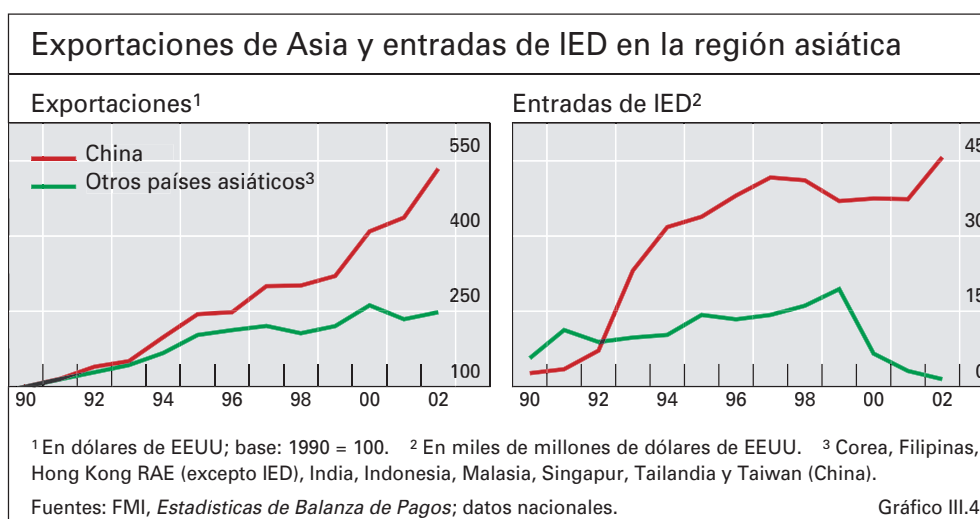
La transformación estructural del país está modificando las pautas del comercio exterior y de la inversión en Asia. Las exportaciones chinas han crecido recientemente de manera mucho más rápida que las del resto de los países emergentes asiáticos (véase el Gráfico III.4, panel izquierdo) debido, en parte, a su concentración en el mercado de Estados Unidos. Entre 1998 y 2002, la proporción que representan las exportaciones a Estados Unidos sobre el total de exportaciones chinas creció más de 6 puntos porcentuales, hasta situarse en un 27%, mientras que ese mismo parámetro cayó en otras economías asiáticas. Este descenso fue de grandes proporciones en el caso de Filipinas, Hong Kong, Singapur y Tailandia.

China atrajo una mayor inversión extranjera

Al mismo tiempo, en los últimos años se ha dirigido a China una mayor proporción de los flujos de inversión extranjera destinados a la región asiática. Uno de los objetivos de esta inversión ha sido explotar las oportunidades del comercio internacional aunque, cada vez con más frecuencia, el fin último ha sido penetrar en el creciente mercado interno chino. Por ejemplo, las principales empresas alemanas, estadounidenses y japonesas han realizado inversiones dirigidas al mercado automovilístico de China, que es el que crece con mayor rapidez en todo el mundo. Por el contrario, se han reducido los flujos de IED hacia al resto de los países emergentes asiáticos (véase el Gráfico III.4, panel derecho). En realidad, y reforzando la tendencia observada desde las crisis de 1997–98, el pasado año se registraron salidas netas de IED del resto de países emergentes asiáticos, incluso cuando en ese mismo ejercicio las entradas netas hacia China ascendieron a 46 mil millones de dólares.

¿"Depredará" China a sus vecinos?

A algunos observadores les preocupa que esta evolución implique la "depredación" por parte de China de la producción manufacturera de otras economías emergentes asiáticas. China ya es un importante productor de bienes manufacturados que requieren gran cantidad de mano de obra. Además, como resultado de su adhesión a la OMC, se prevé que obtenga una importante cuota del mercado mundial liberalizado del vestido y otros productos textiles cuando expire en 2005 el Acuerdo sobre los Textiles y el



Vestido de la OMC. De este modo, China plantea importantes desafíos a los actuales productores de textiles y de otras manufacturas intensivas en mano de obra radicados en el Sudeste asiático. Además, el país ha ascendido paulatinamente por la cadena de valor añadido, de modo que sus exportaciones de maquinaria y productos de alta tecnología han crecido con rapidez. La participación de China en el total de las exportaciones asiáticas de productos electrónicos ha aumentado durante los últimos cinco años hasta más que duplicarse, situándose en el 30% en 2002. Por el contrario, las participaciones de Malasia y Singapur han disminuido drásticamente. Lo observado también sugiere que los centros de producción de los sectores de alta tecnología se están desplazando desde los países emergentes de Asia oriental y Japón hacia China.

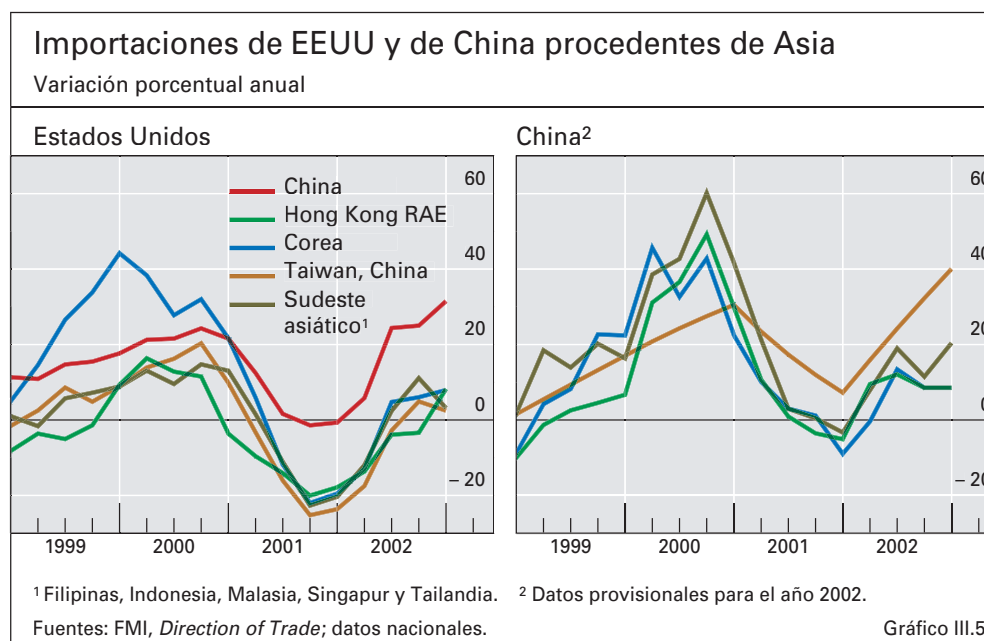
Sin embargo, para poner esta evolución en perspectiva, es preciso recordar que la región ha experimentado importantes cambios estructurales en el pasado, que no han reducido a primera vista el bienestar de los países cuya producción se vio “desplazada”. Por ejemplo, China y el Sudeste asiático desplazaron buena parte de la producción de bienes manufacturados que requieren gran cantidad de mano de obra de las economías recientemente industrializadas de la región (Corea, Hong Kong, Singapur y Taiwan). Si bien este proceso generó dificultades en algunos sectores económicos, la prosperidad general de estos países no ha sufrido consecuencias adversas. Desde comienzos de la década de los 80, la mayor parte de la producción de manufacturas de Hong Kong pasó a ubicarse en el sur de China. Aun así, Hong Kong prosperó prestando servicios financieros, comerciales y de inversión de un valor muy superior, beneficiándose de su proximidad a la China continental.

En el contexto actual, Asia oriental podría ser capaz de explotar su cercanía a China al menos de dos formas. En primer lugar, la mayor parte del comercio internacional de bienes finales tiene lugar entre economías desarrolladas que intercambian productos similares con algún elemento distintivo. Este hecho sugiere que las economías más desarrolladas de Asia oriental y del resto del mundo pueden comerciar con China mediante la diferenciación de sus productos a través de atributos concretos, como pueden ser la calidad, el diseño o la especialización en determinadas tecnologías más avanzadas. Por ejemplo, Singapur ha centrado sus esfuerzos recientemente en su diversificación en los sectores de biomedicina y de servicios. Del mismo modo, Hong Kong está tratando de ir más allá de su tradicional nicho para el sector financiero con el fin de desarrollar una economía basada en el conocimiento. Dado que estas estrategias precisan trabajadores con gran formación, tanto Singapur como Hong Kong están intentando mejorar sus sistemas educativos y han mantenido políticas de residencia permisivas para profesionales y trabajadores cualificados extranjeros. En el caso de las economías menos desarrolladas del Sudeste asiático, la adopción de esta estrategia puede llevar más tiempo. No obstante, es evidente que ya existe margen suficiente para realizar este tipo de operaciones comerciales, por ejemplo, en el sector automovilístico, que ya produce y exporta a la región. También cabe la posibilidad de que las economías del Sudeste asiático se especialicen en servicios como el turismo.

Los cambios estructurales del pasado no han reducido el bienestar

Los países vecinos de China podrían diferenciar sus productos ...





... y suministrar bienes intermedios

En segundo lugar, buena parte del comercio internacional se basa en los bienes intermedios, donde se aprovechan las diferencias de costes, cualificaciones y dotaciones de recursos. De manera similar, las economías asiáticas podrían suministrar bienes intermedios a China, que luego se utilizarían para producir bienes destinados a los mercados internos o de exportación. El potencial de integración aumentará a medida que se eleven los costes en las zonas litorales de China, debido a un incremento de los salarios reales y de la congestión urbana.

La demanda de importaciones de Estados Unidos se redistribuye a través de China

La evolución más reciente subraya la importancia de esos bienes intermedios en las importaciones de China. Gran parte de sus exportaciones está impulsada por la demanda de importaciones desde Estados Unidos (véase el Gráfico III.5, panel izquierdo). A su vez, esta demanda se redistribuye luego por toda la región a través de la demanda china de insumos importados que son necesarios para sus industrias de exportación. Esto se refleja en las crecientes importaciones chinas procedentes de otros países asiáticos (véase el Gráfico III.5, panel derecho). Por ejemplo, aunque las exportaciones chinas de productos electrónicos crecieron el pasado año un 33%, sus importaciones de dichos productos procedentes del resto de Asia (utilizadas intensivamente en sus propias exportaciones) aumentaron en más de un 49%. Por el contrario, la proporción que representan los bienes de consumo en el total de importaciones chinas ha disminuido de manera constante, desde un nivel cercano al 25% a mediados de los años 90 hasta un 20% en el año 2002.

## América Latina

### *Evolución económica reciente*

El pasado año fue complicado ...

El pasado año fue tal vez uno de los más difíciles que se recuerde en América Latina desde las crisis de la deuda de los años 80. El PIB real se redujo tras



haberse mantenido casi estancado en el año 2001. Entre las principales economías, Argentina y Venezuela atravesaron auténticas crisis, mientras que Brasil tuvo que afrontar graves presiones financieras externas durante la mayor parte del periodo. Incluso México y Chile, países que en años recientes habían cosechado los mejores resultados, siguieron una evolución menos favorable. En ambas economías se estancaron el crecimiento y los ingresos por exportaciones, al tiempo que se contrajeron las entradas de capital. Una excepción a este deterioro del crecimiento económico fue Perú, cuya progresión, superior al 5%, fue la más elevada de los últimos cinco años como resultado de fuertes exportaciones de metales y de aumentos del consumo.

A partir del segundo semestre de 2002, se hizo patente una recuperación generalizada en la región. A pesar de que los flujos de capital privado hacia América Latina se redujeron en el conjunto del año, las condiciones financieras externas mejoraron sustancialmente a finales del mismo, e incluso de forma más acusada en el primer trimestre de 2003. Este hecho se tradujo en descensos significativos de los diferenciales de los bonos emitidos por los países con economías de mercado emergentes (véase el Capítulo VI). Además, las exportaciones de bienes y servicios también se recuperaron durante la segunda mitad de 2002, reflejando la mayor demanda existente tanto dentro como fuera de la región.

Se espera que la mejora de las condiciones externas contribuya a una modesta recuperación del crecimiento en América Latina durante 2003. Lo mismo cabe esperar de la recuperación del gasto en consumo e inversión, que aumentará en 2003 siempre que las políticas de promoción y la recuperación económica consigan impulsar un retorno de la IED.

#### *Sostenibilidad de la deuda y ajuste fiscal*

La cuestión clave en muchas economías de América Latina consiste en saber si el ajuste fiscal en curso será suficiente para garantizar un retorno de la confianza. La respuesta depende en parte del grado de integración de cada uno de los países en los mercados mundiales de capitales, así como del volumen de su deuda externa.

Una economía con una cuenta de capital abierta resulta, *ceteris paribus*, más vulnerable cuanto mayor sea la proporción de su deuda denominada en moneda extranjera y cuanto menores sean sus ingresos por exportaciones. El nivel de deuda externa tiene importancia de cara a la sostenibilidad de la deuda pública, incluso en el caso de que gran parte de la deuda externa sea privada, puesto que los problemas que tenga el sector privado a la hora de hacer frente al servicio de su deuda externa podrían afectar al tipo de cambio y al coste de financiación del sector público. Además, ha habido casos en los que el sector público, por diversas razones, ha asumido las obligaciones del servicio de la deuda externa contraídas por el sector privado. El cociente entre deuda externa y exportaciones en América Latina es mucho más elevado que en los países asiáticos que cuentan con cocientes similares entre deuda pública y PIB (véase el Cuadro III.4). Esto se debe a que las tasas de ahorro nacional y el grado de apertura comercial son mucho menores en América

... pero el crecimiento se recuperó a finales de 2002

La mejora de las condiciones externas favorece el crecimiento

La sostenibilidad de la deuda pública ...

... depende, en parte, de la deuda externa

Latina que en Asia (véase en el Capítulo II un análisis del ahorro en diferentes regiones).

El volumen de deuda influye en las percepciones

Las percepciones sobre la sostenibilidad de la deuda pública parecen estar condicionadas por su volumen, medido por el coeficiente de deuda pública, así como por su tendencia. En México y Chile, los niveles de deuda pública se han mantenido en general estables desde mediados de los años 90. Sin embargo, en Brasil, Colombia y Perú, los coeficientes de deuda han aumentado de manera significativa aproximadamente desde 1996, y actualmente son superiores a los de México y Chile. El nivel de deuda de Argentina se sitúa actualmente en un 146%, aunque no es comparable con el de otros países, ya que este país decidió suspender los pagos de esta deuda en diciembre de 2001.

Los niveles de deuda pública han aumentado ...

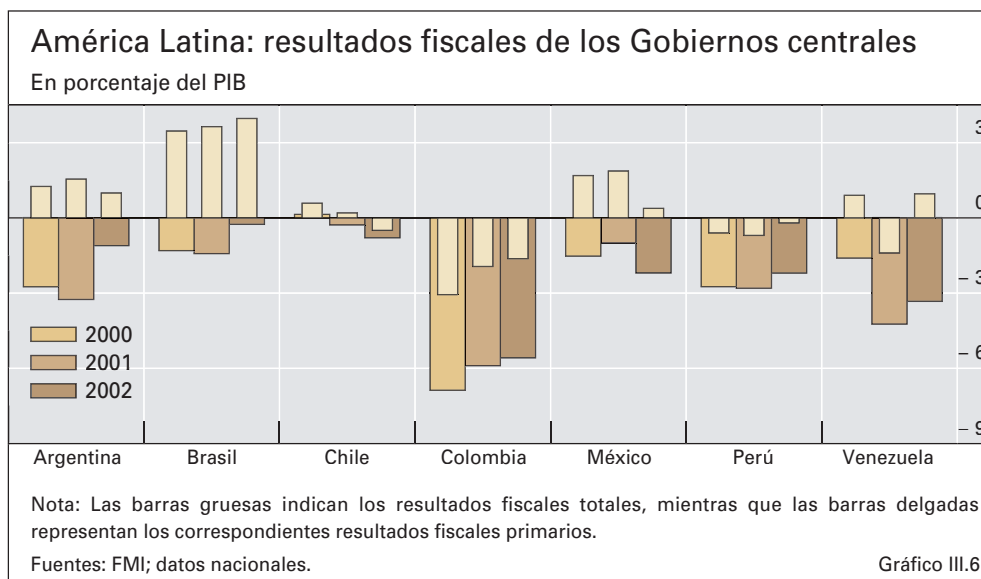
Los cocientes de deuda pública han aumentado porque los resultados fiscales primarios no han sido lo suficientemente abultados como para cubrir los pagos por intereses de la deuda pública. También han contribuido al incremento de estos cocientes unos tipos de interés reales elevados, combinados con un escaso crecimiento económico, lo cual refleja hasta cierto punto las restricciones financieras y el moderado ritmo de la actividad económica mundial. A esto hay que añadir las depreciaciones de las monedas de la región, puesto que gran parte de la deuda pública está denominada o vinculada a monedas extranjeras y las exportaciones no han aumentado lo suficiente como para poder compensar los efectos de esa vinculación.

... reflejando así las variables fundamentales y las percepciones

A largo plazo, los factores que influyen sobre los cocientes de deuda pública reflejan los fundamentos económicos subyacentes. Por ejemplo, la depreciación del tipo de cambio que ha contribuido al aumento de los niveles de deuda pública en Brasil desde mediados de los años 90 obedece, en parte, a la tasa de ahorro relativamente baja de la economía y a la elevada deuda externa del país. Sin embargo, a corto plazo, estos determinantes de los cocientes de deuda pública pueden reflejar también las percepciones existentes sobre la sostenibilidad de dicha deuda, expectativas que en cierta medida son autocumplidas. La inquietud acerca de la capacidad o la voluntad de un país para afrontar el servicio de su deuda puede elevar los tipos de interés o depreciar el tipo de cambio en una magnitud tan importante que la deuda pase a ser insostenible. Por este motivo, las autoridades económicas de una serie de países de América Latina han adoptado medidas para convencer a los inversionistas de su compromiso con la consolidación fiscal, medidas que pueden observarse en cierto modo en los datos recientes sobre los resultados fiscales. Como ilustra el Gráfico III.6, los déficit fiscales se han reducido en algunos países y el superávit primario ha aumentado en Brasil.

Los Gobiernos han intentado transmitir confianza a los mercados

Algunos Gobiernos también han intentado transmitir confianza a los mercados mediante políticas o iniciativas legislativas orientadas hacia el futuro. Por ejemplo, el nuevo Gobierno de Brasil ha elevado su objetivo para el superávit primario desde el 3,75% en 2002 hasta el 4,25% en 2003; de hecho, este superávit superó el 6% en el primer trimestre de 2003. Asimismo, está intentando reformar los sistemas impositivo y de seguridad social, ya que a este último se debe una parte importante del déficit fiscal. En Colombia, se espera que los déficit fiscales disminuyan como resultado de las



reformas adoptadas en 2002 y que afectaron a los impuestos, las pensiones, la seguridad social y el mercado de trabajo. Se ha previsto, asimismo, una ley de responsabilidad fiscal que limite los coeficientes de deuda pública en Colombia y un referéndum que reforme el sector público con el fin de generar ahorros sustanciales. A través de su programa con el FMI, Perú también se ha comprometido a lograr reducciones del déficit fiscal en 2003 y 2004.

La idoneidad de estos intentos de ajuste debe evaluarse a la luz de al menos tres factores. En primer lugar, la inflación ha contribuido al aumento de los resultados fiscales primarios registrado en algunas economías, pero este efecto desaparecerá gradualmente si persiste la inflación. Por ejemplo, la recaudación impositiva del Gobierno central brasileño durante el año que finalizó en enero de 2003 (sin contar una partida extraordinaria contabilizada en enero de 2002) aumentó en torno a un 29%, porcentaje similar a una medida de inflación ampliamente seguida. Dado que los gastos no aumentaron proporcionalmente, el superávit primario fiscal del Gobierno central aumentó, compensando sobradamente el incremento del déficit de las prestaciones públicas. Aunque un prolongado periodo de inflación moderada ha reducido significativamente las expectativas de inflación y las demandas salariales en una serie de países de la región, la experiencia anterior sugiere que el difundido uso de la indexación podría generalizarse si persistiera una elevada inflación.

En segundo lugar, el aumento de la recaudación se ha basado hasta cierto punto en determinados impuestos (algunos de ellos, distorsionadores) que podrían menoscabar realmente las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo. Por ejemplo, un impuesto sobre las exportaciones introducido a comienzos de 2002 en Argentina generó el 15% de sus ingresos públicos. Aunque este impuesto contrarresta los beneficios imprevistos obtenidos por los exportadores de productos agrícolas como consecuencia de la brusca depreciación de la moneda argentina en 2002, las contribuciones sobre las transacciones comerciales internacionales no representan una

El efecto de la inflación sobre los resultados fiscales primarios

Ciertos impuestos podrían menoscabar el crecimiento

solución a largo plazo. Brasil ha utilizado en gran medida un impuesto sobre las operaciones financieras y un sistema de imposición indirecta “en cascada”, mediante el cual se gravan los productos y además se cobran impuestos (no deducibles) por los insumos. Se considera que este sistema está reduciendo la competitividad de las empresas brasileñas.

Los gastos no  
discrecionales  
limitan los recortes

En tercer lugar, las elevadas proporciones de egresos no discrecionales existentes en muchos países dificultan una reducción del gasto total. Los pagos por intereses representaron un 18% de los pagos totales en Brasil y entre el 12% y el 15% en Perú y Colombia. Las reformas de los presupuestos públicos también se ven habitualmente coartadas por las obligaciones contractuales o las reglas fijas para asignar recursos como los de las prestaciones sociales y la sanidad, que para muchos podría realizarse de forma más eficiente. En una serie de países, entre el 35% y el 50% del gasto público lo realizan las Administraciones subnacionales, en las que el control del gasto resulta especialmente difícil. De este modo, los recortes de desembolsos sólo pueden acometerse en una porción relativamente pequeña del gasto público total. Además, dado que los efectos inmediatos son menos obvios, a veces se ha decidido recortar en primer lugar los gastos en capital y en mantenimiento efectuados por las empresas públicas. Esta estrategia podría también reducir el futuro crecimiento económico.

#### *Los retos para controlar la inflación*

A pesar de las  
dificultades de  
financiación  
externa ...

A lo largo de 2002, una serie de países atravesaron por dificultades de financiación externa, que dieron lugar a una brusca depreciación de sus monedas, seguida de incrementos de la inflación (véase el Gráfico III.7). En ese entorno, la evaluación de las condiciones monetarias se hace especialmente difícil.

... los tipos de  
cambio se  
estabilizaron ...

Por una parte, aunque los tipos de cambio se han depreciado bruscamente en varios países, se han podido evitar los ciclos de aceleración de la inflación y la depreciación observados en la región en épocas pasadas. De hecho, desde finales de 2002, los tipos de cambio se han estabilizado o apreciado y los diferenciales aplicados a la deuda soberana se han reducido en términos generales, lo que sugiere que los mercados depositan un cierto margen de confianza en las políticas que actualmente se están aplicando en algunos países.

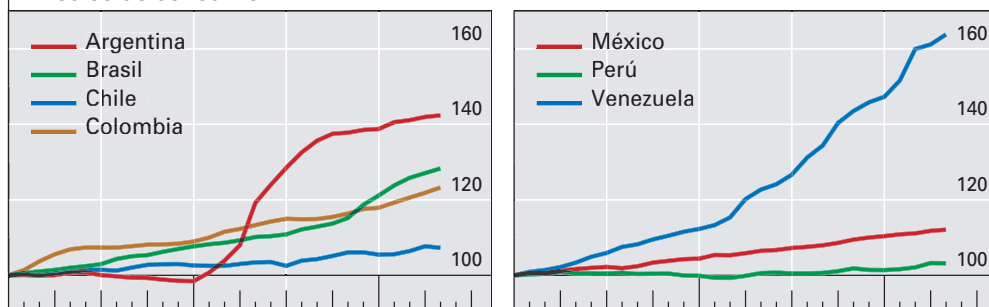
... pero la inflación  
es motivo de  
preocupación

Por otra parte, las tasas de inflación han aumentado y se han superado algunos de los objetivos explícitos fijados al respecto. Con una inflación registrada del 12,5% en diciembre de 2002, Brasil excedió con creces el límite superior (5,5%) de su objetivo. Aunque el banco central elevó su objetivo de inflación para 2003 hasta el 8,5% con el objeto de tener en cuenta el incremento de precios regulados y la inercia inflacionaria, la tasa de inflación volvió a subir hasta casi duplicar su objetivo revisado al término del primer trimestre de 2003. También se superó el objetivo en Colombia, aunque el banco central sigue fijando como meta una senda descendente de inflación. A pesar de que en Venezuela, los controles de precios y de cambio introducidos a partir de enero de 2003 permitieron a las autoridades fijar el tipo de cambio, la inflación ha crecido sustancialmente. Durante 2002, la tasa

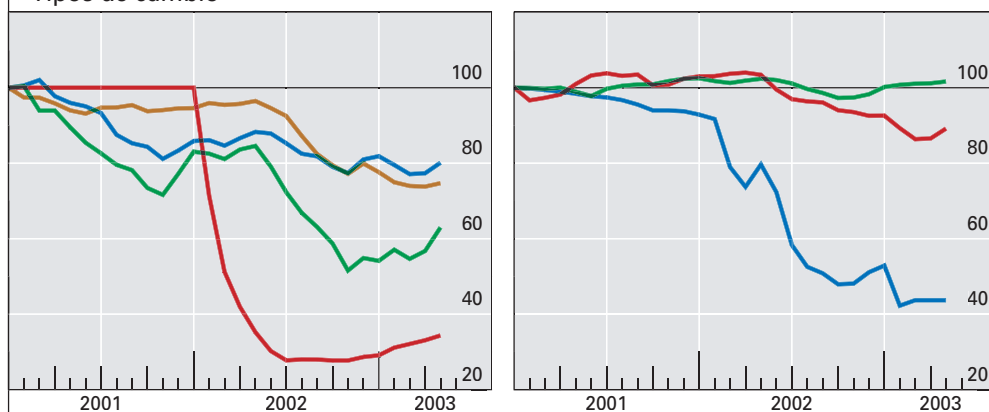
## América Latina: precios de consumo y tipos de cambio

Base: final de 2000 = 100

### Precios de consumo



### Tipos de cambio<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Dólares de EEUU por unidad de moneda nacional; un aumento indica una apreciación.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; datos nacionales.

Gráfico III.7

de inflación en México superó el objetivo fijado en el 4,5%. Aun así, el Gobierno reafirmó su compromiso, anunciado en julio de 2002, de lograr una inflación del 3% en 2003, con una banda entre el 2% y 4% en torno a ese nivel. En Chile, la inflación se situó por debajo del objetivo de 2002 debido a presiones moderadas sobre los costes, como consecuencia de las reducciones de los precios internacionales y de unas condiciones favorables de los costes laborales. Sin embargo, a finales del primer trimestre de 2003, la inflación registrada había excedido el límite superior de la banda objetivo situada entre el 2% y el 4%. Según datos más recientes, las presiones inflacionistas se estaban moderando en algunos países. La reducción ha sido especialmente drástica en Argentina, donde el Gobierno redujo su previsión de inflación para finales de 2003 al 8%, lo que supone un brusco descenso desde el 35% acordado inicialmente con el FMI y el 41% que de hecho se registró al término de 2002.

Las autoridades monetarias de los países que soportan pesadas deudas se enfrentarán a complejas tesituras. Quizás la más importante sería la disyuntiva de elevar los tipos de interés a niveles suficientemente altos como para evitar la aparición de espirales desestabilizadoras de depreciación e inflación. Al mismo tiempo, una subida excesiva de los tipos de interés podría acentuar las dudas acerca de la sostenibilidad de la deuda pública e incrementar posiblemente la fragilidad financiera. Este resultado también

Los elevados tipos de interés podrían poner en peligro la sostenibilidad ...

América Latina: tipos de interés y tipos de cambio reales									
	Tipos de interés a corto plazo <sup>1</sup>			Tipos de interés reales a corto plazo <sup>1,2</sup>			Tipos de cambio efectivos reales <sup>3</sup>		
	Final 01	Final 02	Abril 03	Final 01	Final 02	Abril 03	Final 01	Final 02	Abril 03
Argentina	6,1	34,1	22,2	7,8	-4,9	2,3	1,6	-58,6	11,1
Brasil	19,1	24,9	26,3	10,6	11,0	8,4	-10,1	-31,7	-21,4
Chile	6,2 <sup>4</sup>	4,4 <sup>4</sup>	1,9 <sup>4</sup>	6,2	4,4	1,9	-9,6	-6,4	-15,5
Colombia	10,7	7,5	7,6	1,6	-0,6	1,0	5,5	-16,1	-21,8
México	7,6	7,6	6,7	3,0	1,8	1,4	8,0	-9,5	-14,0
Perú	4,8	3,6	3,3	5,0	2,1	0,7	6,8	-4,2	-6,4
Venezuela	19,7	25,1	16,0	6,6	-4,7	-13,1	5,0	-30,8	-34,4

<sup>1</sup> En porcentaje; a finales del periodo. <sup>2</sup> Deflactados mediante la tasa de inflación anual. <sup>3</sup> Variaciones porcentuales anuales; en términos de precios relativos de consumo. Un aumento indica una apreciación. <sup>4</sup> Tipo real indiciado a la Unidad de Fomento.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; FMI; datos nacionales. Cuadro III.6

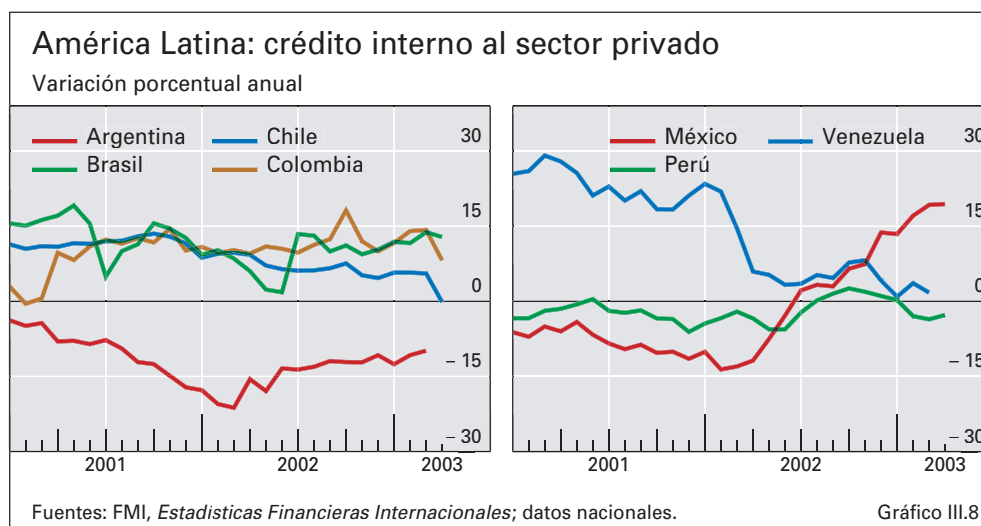
podría exacerbar las presiones de depreciación de la moneda y tener efectos adversos sobre la inflación.

... y las depreciaciones podrían ser contractivas

Otra complicación en América Latina es que una depreciación del tipo de cambio nominal puede resultar contractiva a corto plazo, ya que incrementa la carga de la deuda de los residentes endeudados en moneda extranjera, reduciendo además el poder adquisitivo interno. Estas fuerzas actúan en dirección opuesta a los efectos tradicionales de sustitución del comercio. La depreciación podría estimular la economía a medio plazo, pero sólo si también se deprecia el tipo de cambio real. Esta circunstancia ha tenido lugar recientemente en una serie de países latinoamericanos (véase el Cuadro III.6), lo que ha supuesto un cambio positivo con respecto a experiencias anteriores caracterizadas por un incremento más acusado de la inflación. El caso de Argentina ilustra los efectos contradictorios de la depreciación en algunos países con economías emergentes: a la caída del peso argentino durante 2002 le siguió inicialmente una aguda contracción del producto y sólo más tarde una recuperación de las exportaciones de bienes y servicios.

Los reducidos tipos de interés reales no fomentaron el crédito

Los bancos centrales, en parte para compensar las influencias contradictorias anteriormente mencionadas, limitaron las subidas de los tipos de interés nominales, de modo que los tipos de interés reales disminuyeron. En Brasil, el tipo de interés real se redujo, aunque siguió siendo aún superior al 8% en abril de 2003, mientras que en algunos casos (Argentina, Colombia y Venezuela) los tipos de interés reales pasaron a ser negativos durante un periodo prolongado. Sin embargo, unos tipos de interés reales más bajos o negativos no siempre estuvieron asociados a un rápido crecimiento del crédito (véase el Gráfico III.8). A pesar de la elevada inflación, el crédito nominal al sector privado disminuyó en Argentina durante 2002, debido a los problemas del sector bancario, mientras que el crecimiento del crédito se desaceleró en Venezuela hasta acercarse a cero. En Brasil, los créditos crecieron a un ritmo cercano al 10%, cifra que fue incluso inferior a la tasa de inflación. En Chile y México, donde las restricciones crediticias externas fueron menos ostensibles, las autoridades monetarias respondieron ante la débil demanda externa con una política monetaria más laxa. A pesar de que los tipos de



interés reales cayeron en ambas economías, el crecimiento del crédito se mantuvo moderado en Chile, si bien se incrementó significativamente en México.

### Europa central y oriental

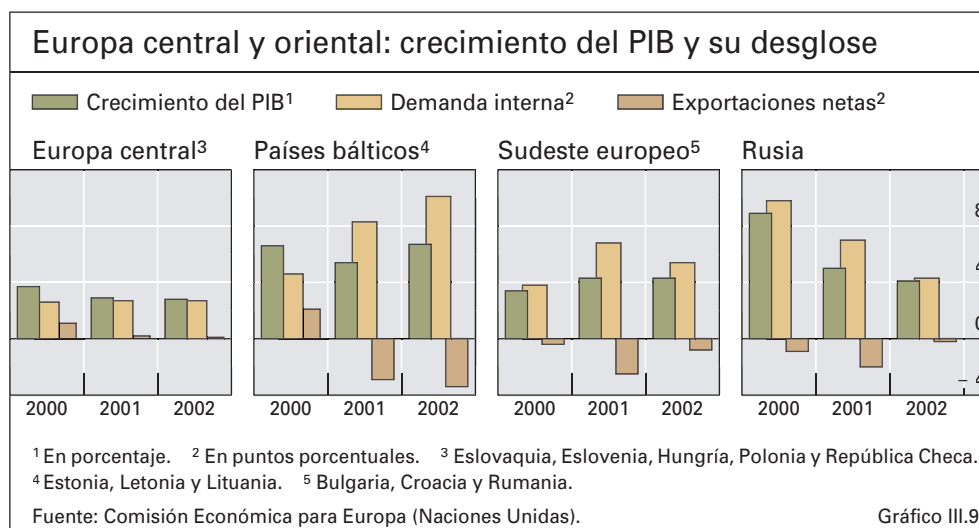
Durante el pasado año, el crecimiento en los países de Europa central y oriental mostró una notable capacidad de reacción ante la desaceleración registrada en Europa occidental. En 2002, se intensificó el desplazamiento hacia un modelo de crecimiento impulsado por la demanda interna y apoyado en algunos países por el rápido incremento del crédito al consumo y por una expansión fiscal (véase el Gráfico III.9). Por lo que respecta al sector exterior, una mayor diversificación de los mercados de exportación y las mejoras de productividad han dado lugar a unos resultados exportadores más favorables de lo esperado (véase el Gráfico III.1). De este modo, en el sudeste de Europa y en los países bálticos, el producto creció en promedio entre un 5% y un 5,5%, mientras que en Europa central lo hizo a una tasa cercana al 3%. El crecimiento continuó mostrando solidez en Rusia, mientras que la economía turca experimentó una intensa recuperación tras la aguda contracción de 2001. En líneas generales, estas tendencias se mantuvieron durante el primer trimestre de 2003.

El crecimiento soportó bien la desaceleración en Europa occidental

Otro aspecto positivo de la reciente evolución macroeconómica ha sido el continuo proceso de desinflación. Hacia finales de 2002, la inflación media de los ocho países de la región en vías de adhesión a la UE más Croacia se situó apenas por encima del 2,5%, la tasa más reducida desde el comienzo del periodo de transición. La inflación siguió alcanzando los dos dígitos en Rumania, Rusia, Serbia y Montenegro y Turquía, pero incluso en estos países el crecimiento de los precios se desaceleró a lo largo del año. Sin embargo, en la mayoría de los países, la reducción de la inflación no se produjo como consecuencia de una moderación de las presiones de la demanda y de los costes internos, sino que fue más bien el resultado de las buenas cosechas y de la apreciación de los tipos de cambio, que dieron lugar a unos precios más

La inflación disminuyó aún más ...





bajos de los alimentos y de los productos importados derivados del petróleo. De hecho, la desinflación fue más lenta y más costosa que en episodios anteriores. Así, la variación acumulada de la tasa de desempleo necesaria para hacer descender la inflación 5 puntos porcentuales (el “coeficiente de sacrificio”) promedió 1,6 puntos porcentuales en el periodo 2000–02, muy por encima de los 0,5 puntos registrados durante el bienio 1998–99.

... pero la tendencia podría no continuar

En esta coyuntura, existen varios factores que señalan la dificultad de mantener a corto plazo las reducidas tasas de inflación que se han registrado recientemente. En primer lugar, es probable que merme el efecto de la caída de los precios de los alimentos. En segundo lugar, la mayoría de los países han previsto llevar a cabo una serie de ajustes puntuales de los precios administrados. En tercer lugar, el aumento de los precios del petróleo comenzó a tener efectos sobre la inflación a principios de 2003. Y en cuarto lugar, los incrementos salariales del sector público han empezado a difundirse hacia el sector privado. En cierta medida, el resultado de lo anterior es que en algunos países ha vuelto a resurgir el interés por las políticas de rentas.

Las entradas de IED financiaron sustanciales déficit exteriores

Los déficit por cuenta corriente permanecieron elevados durante 2002 (un 5,7% del PIB en promedio, excluida Rusia), pero su financiación resultó sencilla. En Eslovaquia, Eslovenia y la República Checa, los flujos de entrada de IED se situaron entre dos y cinco veces por encima de los propios déficit, mientras que en los restantes países, estos flujos cubrieron en promedio un 60% de los déficit. Además, la inminencia de la adhesión a la UE y las percepciones de los inversionistas acerca de un riesgo relativo en los mercados emergentes produjo un aumento de las entradas de capital a corto plazo. En consecuencia, la mayoría de las monedas de Europa central se apreciaron frente al euro o en términos efectivos nominales durante 2002. El zloty polaco fue una notable excepción, ya que ha estado sometido a presiones durante algún tiempo derivadas de la debilidad del crecimiento interno y de una respuesta tardía a los fuertes recortes de los tipos de interés. Rusia mantuvo un superávit por cuenta corriente cercano al 10% del PIB, gracias a sus crecientes exportaciones de petróleo. En Turquía, la intensa recuperación aumentó las importaciones de tal modo que, al no variar el crecimiento de las

exportaciones, se generó un pequeño déficit por cuenta corriente del 1% del PIB.

En este entorno relativamente favorable, las autoridades monetarias de los países con regímenes basados en objetivos de inflación trataron por todos los medios de equilibrar los efectos desinflacionarios derivados de la apreciación de las monedas con los efectos expansivos que ejercen las entradas de capital sobre la oferta monetaria interna. Al mismo tiempo, los bancos centrales hubieron de tener en cuenta el tono expansivo de la política fiscal y la posibilidad de que la apreciación de los tipos de cambio perjudicase a los sectores exportadores, así como el entorno de reducidos tipos de interés en los mercados internacionales de capital. Ante estas dificultades, la mayoría de los bancos centrales combinaron recortes de los tipos de interés con intervenciones en los mercados a fin de frenar las entradas de capital y atenuar la propensión al alza sobre los tipos de cambio.

El Banco Nacional de la República Checa intervino en diversas ocasiones durante 2002, reduciendo en julio su principal tipo de interés oficial por debajo del tipo de interés básico del BCE. El Banco Nacional de Polonia ha reducido su tipo de interés básico en 5,75 puntos porcentuales desde el comienzo de 2002. Estos movimientos han ido encaminados en parte a debilitar el zloty, pero también a reducir los elevados tipos de interés reales, a los que se acusaba de ser uno de los motivos del lento crecimiento registrado en el bienio 2001–02. Ante unos flujos de entrada de IED equivalentes al 20% del PIB durante los nueve primeros meses de 2002, el Gobierno y el banco central de Eslovaquia acordaron esterilizar la totalidad de las entradas de capital asociadas a la privatización y dedicar los ingresos exclusivamente al reembolso de la deuda pública y a la reforma de las pensiones.

La experiencia húngara ha sido incluso más espectacular. El 15 y el 16 de enero de 2003, y en el intervalo de apenas unas horas, el país registró entradas de capital a corto plazo por un importe cercano a 4 o 5 mil millones de euros, lo que equivale a varios puntos porcentuales del PIB anual. Estas entradas obedecieron a la especulación impulsada por un posible levantamiento del límite de apreciación del 15% del forint con respecto a su paridad central frente al euro. Para controlar el ataque, el Banco Nacional redujo los tipos de interés oficiales en 200 puntos básicos, introdujo límites cuantitativos a los depósitos a corto plazo e intervino con decisión en el mercado de divisas. Estas medidas extraordinarias consiguieron calmar la especulación. Sin embargo, los tipos de interés más bajos, junto con la posterior depreciación del forint, agravaron las presiones inflacionistas, forzando al Banco Nacional a revisar al alza la previsión de inflación para finales de 2003.

### *Sostenibilidad de la evolución reciente*

El contraste entre la evolución en general favorable de Europa central y oriental y las inciertas perspectivas de Europa occidental plantea una cuestión fundamental: ¿serán capaces las economías de Europa central y oriental de mantener sus recientes resultados de crecimiento económico y continuar así acercándose gradualmente a los niveles de vida de la Unión Europea? También se necesita un fuerte crecimiento económico para atenuar las presiones

Ante las entradas de capital y la apreciación de los tipos de cambio ...

... los bancos centrales redujeron los tipos de interés e intervinieron

En Hungría, se utilizaron controles transitorios para limitar las entradas a corto plazo

¿Son sostenibles los buenos resultados alcanzados?

derivadas del elevado y persistente desempleo, el aspecto menos positivo dentro del panorama macroeconómico general de la región.

Varios factores podrían poner en duda la continuidad de las favorables tendencias recientemente observadas. En primer lugar, las perspectivas de Europa occidental no han mejorado, de modo que el crecimiento de las exportaciones podría ser lento. En segundo lugar, los elevados déficit fiscales y por cuenta corriente impiden ampliar la función de motor principal del crecimiento que desempeña la demanda interna. En tercer lugar, la reciente expansión del crédito interno, factor básico que ha contribuido al dinamismo de la demanda interna, podría no ser sostenible a corto plazo.

Sin embargo, un examen más minucioso revela que algunos de los argumentos anteriores son menos válidos que otros. Con respecto al primero de ellos, ciertos acontecimientos recientes sugieren que Europa central y oriental podría en realidad pasar a depender menos de sus exportaciones a la Unión Europea. Las empresas extranjeras controlan actualmente una parte considerable del sector empresarial de la región. Estas empresas han desplazado con frecuencia sus centros de producción a Europa central y oriental con el fin de establecer una base de exportaciones de menor coste, no sólo hacia la Unión Europea, sino también hacia otros mercados exteriores (incluidas la propia región de Europa central y oriental y Asia). Esta evolución se ha reflejado en un aumento de la proporción que representan las exportaciones dirigidas a mercados fuera de la UE con respecto a las exportaciones totales de la región, así como en una correlación decreciente desde 1999 entre las exportaciones de los países en vías de adhesión y la producción industrial de la zona del euro. Cabe afirmar que todavía no se sabe con certeza si esta disminución es cíclica o más bien permanente, pero aun así contrasta con la correlación creciente entre dichos indicadores observada durante la mayor parte de la década de los 90. Al mismo tiempo, los costes laborales en Eslovenia, que son los más altos de la región, representaron solamente un 25% de los existentes en Alemania occidental, los más elevados de la UE. Esta ventaja en términos de costes conducirá probablemente a nuevos aumentos, aunque menores, de las exportaciones procedentes de Europa central y oriental hacia mercados de Europa occidental y de fuera de ella.

¿En qué medida podrían limitar el crecimiento los desequilibrios externos? Con la excepción de Eslovenia y Rusia, la mayoría de los países de Europa central y oriental ha registrado importantes déficit por cuenta corriente desde el inicio del periodo de transición. Pueden esperarse esos déficit en países inmersos en un proceso de convergencia, pues es probable que la inversión interna se sitúe por encima del ahorro nacional. Entre 1994 y 2002, las entradas de IED financiaron en promedio un 90% de los déficit por cuenta corriente. Por lo general, la cuantía de esos déficit se ha mantenido estable. De hecho, a excepción de Rusia, el aumento del déficit por cuenta corriente agregado ha sido inferior al 0,5% del PIB desde el año 2000. Además, salvo raras excepciones, los episodios anteriores caracterizados por sustanciales cambios de signo de los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente por lo general no afectaron al crecimiento del PIB durante demasiado tiempo. Aun así,

Los exportadores han diversificado sus mercados y mantienen su competitividad

Los déficit por cuenta corriente han permanecido estables ...

persisten ciertas inquietudes acerca de las vulnerabilidades externas. Debido a los importantes proyectos de privatización, los flujos anuales de IED con frecuencia son volátiles. Además, los países de la región se han visto recientemente más expuestos a las entradas de capital a corto plazo, circunstancia que podría incluso agudizarse tras la adhesión a la UE (véase más adelante).

La tercera restricción potencial sobre el crecimiento a corto plazo podría ser la necesidad de moderar la expansión del crédito al consumo. La mayoría de los bancos han sido privatizados y el elevado grado de apertura a la propiedad y el control extranjeros ha contribuido en buena medida a mejorar tanto la eficiencia del sistema financiero como la eficacia en la gestión del riesgo. En los dos últimos años, el fuerte crecimiento de los ingresos personales, acompañado de unos tipos de interés más bajos y de mayores presiones competitivas, ha instado a los bancos en Bulgaria, Croacia, Hungría, la República Checa y Rumania a incrementar su crédito a los hogares hasta tasas anuales que oscilan entre el 20% y el 60%. Este elevado crecimiento refleja en cierto modo la reducida proporción que representa el préstamo a los hogares dentro del crédito bancario total. Sin embargo, de persistir esta tendencia, los bancos pondrían verse expuestos a un significativo riesgo de crédito, ya que la mayoría del crédito concedido a los hogares no se encuentra debidamente garantizado, debido a deficiencias en la legislación que regula las ejecuciones de garantías. Otra posible preocupación es que la mayor competencia entre las entidades bancarias ha propiciado una clara contracción de los márgenes de intermediación que podría no ser sostenible.

Sin embargo, la mayor inquietud radica en la sostenibilidad de los resultados fiscales. En Croacia, Eslovaquia, Hungría, Polonia y la República Checa, los déficit fiscales han aumentado hasta el 5% del PIB o incluso más desde el año 2000. La mayor parte de este deterioro ha sido estructural, es decir, está relacionado con modificaciones legislativas que han incrementado de manera permanente las transferencias sociales y los salarios en el sector público. La adhesión a la Unión Europea traerá consigo nuevas demandas de gasto público para poder cumplir con los reglamentos de la UE en materias tales como protección medioambiental. Otra dificultad añadida es que, en algunos países, hasta dos tercios del gasto total se rige por una legislación ajena a los presupuestos. Por ello, las medidas de gasto discrecional se han aplicado con frecuencia a través de actividades cuasifiscales (avales, partidas extrapresupuestarias) que no son transparentes y pueden generar una considerable incertidumbre para la política monetaria.

Turquía está intentando hacer frente a una situación en la que el nivel de endeudamiento del sector público sobrepasa el 80% del PIB, superior al de la mayoría de otras grandes economías emergentes (véase el Cuadro III.4). A fin de lograr el objetivo de reducción del coeficiente de deuda por debajo del 70% a finales de 2004, las autoridades se han comprometido a obtener un superávit primario del 6,5% del PIB (frente al 4,5% contabilizado en 2002) y a reducir la inflación al 20% al término de 2003 (desde el 30% registrado en el primer trimestre del año). Sin embargo, la carga del servicio de la deuda es pesada

... pero un aumento adicional del crédito interno implica riesgos

La sostenibilidad de los resultados fiscales es motivo de gran preocupación

Turquía también necesita abordar sus problemas de deuda

dado que los tipos de interés reales se sitúan en torno al 20%. Además, la mayor parte de la deuda, a pesar de estar emitida y mantenida en el país, se encuentra indiciada a los tipos de interés a corto plazo o al tipo de cambio y su sostenibilidad es muy sensible a las fluctuaciones de estas variables. También se corre el riesgo de que no se alcancen los ambiciosos objetivos de incremento de los ingresos y reducción de los gastos, en caso de que las privatizaciones y las reformas de la Administración pública y del sistema bancario, complicadas desde el punto de vista político, no consigan los resultados previstos.

#### *Desafíos de la adhesión a la UE*

Las próximas fases de la integración ya están dejando sentir sus efectos

Tras su adhesión a la Unión Europea en mayo de 2004, los países en vías de adhesión prevén incorporarse al mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo (MTC II). Tras un periodo de dos años dentro del MTC II, y sujeto al cumplimiento de los demás criterios de Maastricht, los países pasarían a ser miembros de la UEM. Aunque es poco probable que alguno de estos nuevos miembros acceda a la UEM antes del año 2007 o 2008, las perspectivas de incorporación a la zona del euro ya están dejándose sentir en las expectativas de los mercados, puesto que los tipos de interés a largo plazo de los bonos están convergiendo a los niveles existentes en la zona del euro. Además, el entorno en que se desarrolla la política económica también se ha visto afectado, puesto que las políticas macroeconómicas deben satisfacer los criterios de Maastricht y, al mismo tiempo, gestionar unas abultadas entradas de capital.

La consolidación fiscal será fundamental para un fluido proceso de convergencia

Por ahora, es evidente que el principal problema durante el periodo previo a la incorporación a la UEM radicará en los grandes déficit públicos y, en algunos países, en una inflación relativamente alta (véase el Cuadro III.7). Aunque el objetivo a medio plazo consiste en reducir en dos años los déficit presupuestarios a menos del nivel del 3% fijado en el Tratado de Maastricht, la entrada al MTC II con un déficit público en torno al 5% o al 6% del PIB presionará a los bancos centrales para que mantengan unos tipos de interés a corto plazo por encima de los de la zona del euro. Como ilustra la experiencia húngara mencionada anteriormente, este diferencial atraería entradas de capital a corto plazo y podría perfectamente aumentar la volatilidad del tipo de cambio. Ahora preocupa especialmente saber qué ocurriría si las ambiciosas estrategias de reducción de los déficit fiscales no lograsen sus objetivos. Puesto que se espera que los inversionistas no residentes se conviertan en los principales compradores de la nueva emisión de deuda pública, dada la promesa de sostenibilidad a medio plazo, dicha circunstancia podría provocar un repentino cambio de signo de los flujos de inversiones de cartera, que resultaría en una profunda depreciación de la moneda.

Las entradas de capital constituirán un reto para la política monetaria

Las entradas de capital podrían entorpecer la política monetaria incluso en países que aplican una política fiscal rigurosa y han alcanzado una tasa de inflación reducida. Una de las razones es que parece probable que continúe la intensidad de las presiones al alza en sus monedas ante un crecimiento de la productividad intersectorial relativamente más elevado en Europa central y oriental que en la zona del euro, y es probable que estas presiones

Criterios de convergencia de la UEM										
	Estabilidad de precios <sup>1</sup>		Tipo de interés a largo plazo <sup>2</sup>		Estabilidad del tipo de cambio <sup>3</sup>		Déficit público <sup>4</sup>		Deuda pública <sup>5</sup>	
	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002
Valor de referencia <sup>6</sup>	0,5 + 1,5	1,5 + 1,5	5,3 + 2	4,4 + 2	±15	±15	-3,0	-3,0	60	60
Eslovaquia	10,5	3,4	...	7,4	1,3	-3,5	-6,4	-5,8	30	34
Eslovenia	6,2	7,5	...	8,9	4,6	3,7	-2,2	-1,8	26	31
Hungría	10,0	5,3	8,8	6,5	3,2	-5,4	-5,2	-6,7	60	50
Polonia	7,3	2,0	9,7	5,6	2,1	6,8	-2,0	-6,3	43	48
República Checa	2,1	1,8	7,0	4,3	-1,0	-2,6	-6,3	-5,8	15	23
Estonia	3,3	3,6	...	3,9	-0,1	0,0	-4,6	0,7	7	5
Letonia	2,4	1,9	...	4,4	-3,2	7,6	-3,9	-1,8	11	14
Lituania	0,8	0,3	...	5,9	-8,5	-1,9	-8,5	-1,8	28	28
Bulgaria	2,6	5,9	9,3	5,7	-0,6	0,0	-1,0	-0,6	94	57
Croacia	4,1	2,2	12,7	6,5	4,0	0,4	-8,2	-5,0	49	52
Rumania	45,3	22,8	...	...	39,2	22,7	-3,6	-2,9	31	29
<i>Media</i> <sup>7</sup>	<i>8,6</i>	<i>5,1</i>	<i>9,5</i>	<i>5,9</i>	<i>3,7</i>	<i>2,5</i>	<i>-4,7</i>	<i>-3,5</i>	<i>36</i>	<i>34</i>

<sup>1</sup> Variación porcentual anual de los precios de consumo. <sup>2</sup> De la deuda pública a 10 años denominada en moneda local, a finales de año; para Bulgaria y Letonia, plazo de vencimiento de cinco años. <sup>3</sup> Desviación del tipo de cambio a finales de año (en unidades de moneda local por euro) con respecto al tipo de cambio medio de 1998-99 y 2001-02, respectivamente. Un aumento indica una depreciación. <sup>4</sup> Déficit del Gobierno en su conjunto (según criterio de devengo) en porcentaje del PIB. Los datos son estimaciones de la OCDE en el caso de miembros de esta organización y del FMI y procedentes de fuentes nacionales en el caso de otros países. <sup>5</sup> Deuda pública interna y externa (del conjunto de las administraciones públicas) en porcentaje del PIB. <sup>6</sup> Cifras de inflación y de tipos de interés de los tres países de la UE y de la zona del euro, respectivamente, con la tasa de inflación más baja; los otros valores de referencia se basan en el Tratado de Maastricht. <sup>7</sup> Media no ponderada.

Fuentes: BCE; Comisión Europea; FMI; OCDE; Bloomberg; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro III.7

atraigan entradas de capital a corto plazo. Además, la elevada productividad marginal del capital continuará atrayendo flujos de IED. Por consiguiente, las autoridades monetarias de estos países tendrán que aplicar una política muy cuidadosa encaminada a fijar los tipos de interés al nivel adecuado, ya que si son demasiado altos, fomentarían excesivas entradas de capital a corto plazo, pero si son demasiado bajos, provocarían un exceso de inversión y, por lo tanto, crearían inflación.

Con el fin de minimizar los riesgos asociados, podría ser beneficioso que los países en vías de adhesión trataran de satisfacer los criterios de Maastricht tan pronto como se incorporen al MTC II. Sin embargo, la experiencia de países como Italia y España durante principios de la década de los 90 indica que la convergencia puede llegar a ser más difícil precisamente cuando parece más factible. Lograr la convergencia nominal en los próximos dos o tres años podría plantear un desafío más serio para las autoridades económicas de Europa central y oriental de lo que sugieren los datos actuales. Esta posibilidad subraya la necesidad de continuar aplicando políticas macroeconómicas prudentes.

Unas políticas prudentes son esenciales para el proceso de convergencia

## África y Oriente Medio

La articulación de políticas fiscales y monetarias más prudentes y una escasa exposición al comercio internacional permitieron a África capear la



## Crecimiento de la producción e inflación en África y Oriente Medio

Variaciones porcentuales, tasas anuales

	PIB real				Precios de consumo			
	1995–2000	2001	2002	2003 <sup>1</sup>	1995–2000	2001	2002	2003 <sup>1</sup>
África	3,4	3,6	3,4	3,9	18,9	13,0	9,3	10,1
Magreb <sup>2</sup>	3,1	4,1	3,3	4,4	6,4	2,6	2,2	3,3
Países CFA	4,1	3,9	3,7	3,4	4,4	4,2	3,4	3,0
Nigeria	3,1	2,8	0,5	6,7	20,4	18,9	12,9	15,3
Sudáfrica	2,7	2,8	3,0	3,0	7,0	5,7	9,9	8,0
Oriente Medio	4,0	2,8	2,7	4,2	9,9	3,8	6,3	7,0
Arabia Saudita	1,9	1,2	0,7	3,5	0,6	-0,5	-0,6	1,0
Egipto	5,2	3,5	2,0	3,0	5,6	2,4	2,5	3,0
Irán	4,4	5,7	4,8	6,5	22,9	11,4	15,0	17,0
Israel	4,6	-0,9	-1,0	0,5	6,9	1,1	5,7	2,8

<sup>1</sup> Previsiones. <sup>2</sup> Argelia, Marruecos y Túnez.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; datos nacionales.

Cuadro III.8

En África, el crecimiento se desaceleró en 2002

desaceleración mundial en 2001. Aun así, el crecimiento se redujo el pasado año (véase el Cuadro III.8) como consecuencia de la persistente debilidad de la zona del euro (su principal socio comercial) y de una serie de problemas locales, entre ellos, las dificultades para controlar los déficit públicos y las restricciones sobre el crecimiento impuestas por las cuotas de producción de petróleo en Nigeria, los elevados déficit fiscales y la expropiación de explotaciones agrícolas comerciales en Zimbabwe, los menores ingresos por turismo tras varios atentados, las graves sequías padecidas en el norte y el sur de África y la intensificación de los efectos negativos provocados por la pandemia del VIH/SIDA. Al mismo tiempo, la tasa mediana de inflación sólo alcanzó el 4,5% el pasado año, próxima a las registradas en América Latina y Asia, y fue incluso inferior en los tres países del Magreb (Argelia, Marruecos y Túnez), que tienen los agregados monetarios como objetivo. De estos tres países, se espera que Argelia, impulsada por las exportaciones de petróleo y gas, mejore sus resultados económicos en 2003.

En los países de la CFA, el crecimiento fue menor de lo esperado

En países de la zona del franco CFA, el crecimiento fue algo inferior al previsto en 2002, puesto que la crisis de Costa de Marfil y las condiciones desfavorables en los mercados internacionales de materias primas perjudicaron en gran medida a una serie de economías de la región.

En Nigeria, los resultados fiscales y de la balanza por cuenta corriente se deterioraron

En Nigeria, el crecimiento del gasto público fue superior al de los ingresos petrolíferos durante el año 2001, provocando un deterioro tanto de la posición fiscal como de la balanza por cuenta corriente. Tras este deterioro, se produjo una depreciación del tipo de cambio, un aumento de los precios y una recesión. Durante el segundo semestre del pasado año, Nigeria se vio obligada a suspender los pagos del servicio de su deuda, materializada en créditos oficiales bilaterales, debido a una acusada reducción de las reservas de divisas.

La política fiscal impulsó el crecimiento en Sudáfrica

En Sudáfrica, el Banco de la Reserva contribuyó durante el pasado año a revertir gran parte de la depreciación sufrida con anterioridad por el rand mediante la aplicación de cuatro subidas preventivas de su tipo de interés oficial. Aun así, la tasa de inflación superó ampliamente el objetivo y las



exportaciones se debilitaron en respuesta a la pérdida de competitividad. No obstante, el PIB consiguió aumentar un 3% en 2002 y se prevé que crezca a la misma tasa durante el presente año. Estos logros obedecen, en parte, a una política fiscal promotora del crecimiento, cuya aplicación ha sido posible después de varios años de consolidación y reducción de la deuda pública. En Tanzania y Uganda, la depreciación del tipo de cambio ayudó a compensar las fuertes caídas experimentadas por la relación real de intercambio a consecuencia de los pronunciados descensos de los precios del café y de otras exportaciones tradicionales. Además, las depreciaciones, combinadas con unos precios estables, fomentaron una diversificación hacia nuevos sectores exportadores que se vio impulsada por entradas de IED.

En Oriente Medio, la escasa competitividad de las exportaciones de Egipto, así como unos menores ingresos por turismo y unas entradas de capital más reducidas, produjeron un deterioro del crecimiento económico. La rápida expansión de un mercado paralelo de divisas puso en duda la sostenibilidad del tipo de cambio fijo, instando a las autoridades a adoptar un régimen de tipo de cambio flexible en enero de 2003. Aunque la depreciación posterior de la libra parece haber restablecido la competitividad exterior de Egipto, las perspectivas continúan siendo inciertas. La depreciación podría incrementar la inflación de forma sustancial en ausencia de una nueva ancla nominal para la política monetaria. Asimismo, la política fiscal podría verse obligada a ser más contractiva para poder frenar el crecimiento de la deuda pública y evitar una nueva reducción de la calificación crediticia del país.

En Egipto, la depreciación podría elevar la inflación

En Irán, el crecimiento ha aumentado y la balanza por cuenta corriente ha mejorado en los últimos años. Sin embargo, la elevada inflación existente (ligada en parte a un deterioro de la posición fiscal) continúa planteando problemas. Por el contrario, los precios de consumo han caído en Arabia Saudita desde 1998, a pesar de un elevado déficit público y un cociente entre la deuda pública y el PIB cercano al 100%. Aunque las exportaciones de petróleo más reducidas hicieron disminuir el crecimiento del PIB en 2002, el superávit por cuenta corriente siguió acercándose al 5% del PIB. Este hecho permitió un nuevo aumento de las reservas de divisas y permitió a las autoridades mantener unos tipos de interés muy bajos. Se prevé un mayor crecimiento en 2003, aunque las perspectivas continúan dependiendo en gran medida de la evolución del mercado del petróleo.

Los precios aumentaron en Irán, pero disminuyeron en Arabia Saudita

En Israel, la recesión iniciada con el estallido de la burbuja de las tecnologías informáticas se acentuó y el desempleo sobrepasó el 10%. El desequilibrio fiscal permaneció elevado y el déficit por cuenta corriente creció hasta situarse por encima del 2% del PIB. Con vistas a contrarrestar el incumplimiento del objetivo de inflación y el incremento de las expectativas inflacionarias provocado por la depreciación del shekel, el banco central elevó su tipo de interés para préstamos en más de 500 puntos básicos. Esta medida acabó frenando la depreciación del tipo de cambio y estabilizó la tasa de inflación. Dado que los ingresos por turismo y exportaciones seguirán dependiendo hasta cierto punto de la situación de seguridad en el país, las encuestas de opinión de empresarios y consumidores predicen para este año, a lo sumo, una débil recuperación del PIB.

Recesión en Israel