

III. Recuperación de la crisis en los mercados emergentes

Aspectos más destacados

En los mercados emergentes, los resultados macroeconómicos fueron mucho mejores en 1999 de lo que se temía a comienzos de año, ya que el crecimiento fue elevado y la inflación continuó manteniéndose bajo control en la mayoría de los países. Tanto Brasil como Rusia consiguieron contener la inflación tras considerables devaluaciones. En Asia, la recuperación se afianzó y se extendió a la mayoría de los países de la región, al tiempo que el espectro de la deflación se desvaneció tanto en China como en Hong Kong. La mejora de los resultados acompañó el retorno de la confianza en los mercados financieros, donde los diferenciales de los bonos se redujeron significativamente y aumentaron los fondos internacionales tanto en los mercados de acciones como en los de bonos. Aunque el auge de los mercados de acciones permitió a los gobiernos desprenderse más fácilmente de los activos adquiridos a los bancos durante la crisis, su vulnerabilidad a las posibles salidas de capitales también suscitó un cierto temor en algunos países asiáticos.

La mayoría de los países latinoamericanos se recuperaron gradualmente de la recesión el año pasado, toda vez que la mejora de la situación externa permitió suavizar la política monetaria, y al mismo tiempo las medidas adoptadas para limitar los déficit presupuestarios contribuyeron a incrementar la estabilidad. La oleada de inversiones extranjeras directas y la liberalización del comercio internacional acrecentaron aún más la integración de América Latina en la economía mundial. La progresiva subida de los precios del petróleo benefició a los países productores de la región, así como a Rusia y Oriente Medio. Sin embargo, los elevados déficit externos en un periodo de débil demanda interna y favorables condiciones de la demanda mundial continuaron siendo una fuente de vulnerabilidad, sobre todo ante las elevadas deudas externas de varios países. Lo mismo ocurrió en muchos países de África. Por lo que se refiere a esta región en su conjunto, el déficit por cuenta corriente siguió siendo alto el año pasado, aun cuando disminuyó el crecimiento medio.

Aunque las reformas microeconómicas han mejorado la competitividad de ciertas economías, se teme que su capacidad de resistencia a las futuras crisis financieras o económicas sea aún bastante escasa. En varios países asiáticos ha progresado el saneamiento de los balances bancarios. Sin embargo, parece que la reestructuración de las empresas está tardando más tiempo, si bien en Corea la industria manufacturera se ha fortalecido algo gracias a la apertura de los mercados y a la inversión extranjera directa. China y la India también están reformando sus sistemas financieros y económicos. Sin embargo, los avances han sido lentos y todo depende en gran parte de la capacidad de las autoridades para llevar a cabo sus programas.

Al adoptar las economías de mercado emergentes un sistema de tipo de cambio más flexible, sus autoridades económicas han buscado o adoptado otros medios para anclar las expectativas sobre la inflación. Algunas economías ya han adoptado un objetivo de inflación para gestionar la política monetaria, y varios países asiáticos están considerando la posibilidad de adoptar una medida similar.

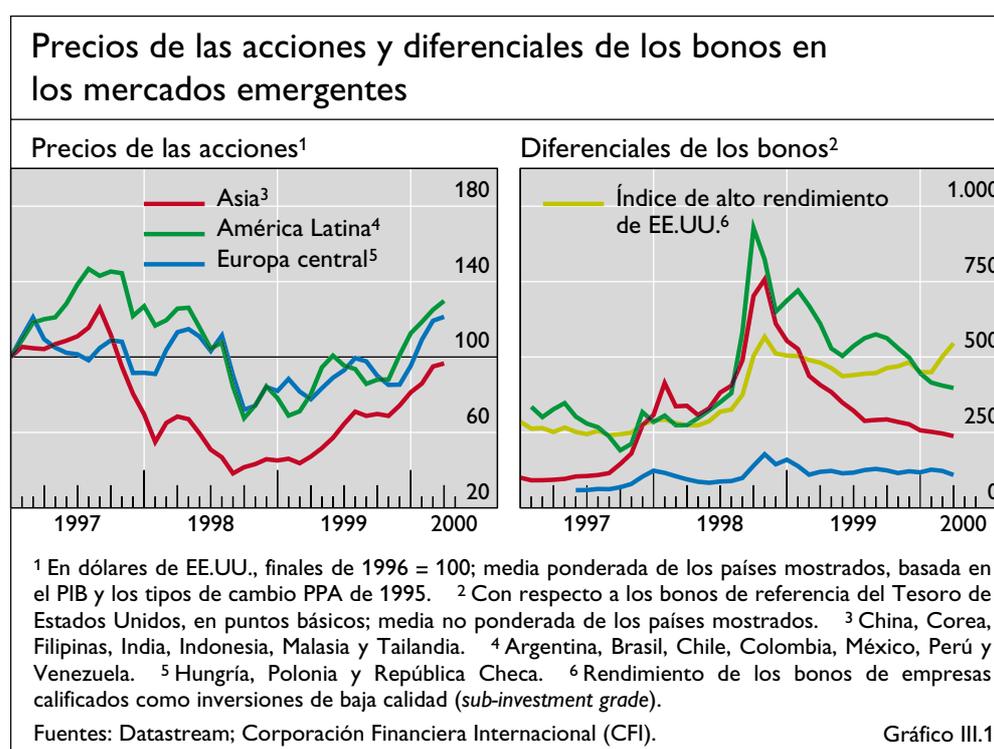
Principales tendencias económicas y financieras

Mejora de la situación económica y financiera

La situación económica y financiera de las economías de mercado emergentes mejoró a medida que transcurría 1999 y se aceleraba el crecimiento en los países industrializados. Los precios de las acciones de los países mostrados en el gráfico III.1 subieron alrededor de un 60% durante 1999, mucho más que en la mayoría de los países industrializados. Aunque tanto los tipos de interés a corto plazo como los tipos a largo plazo subieron en los países industrializados, su repercusión en los mercados emergentes fue escasa y los diferenciales de los bonos internacionales continuaron reduciéndose. Otra muestra del aumento de la confianza fue la tendencia de las monedas de los países que habían adoptado un sistema de fluctuación dirigida a estabilizarse o, en algunos casos, incluso a apreciarse frente al dólar de Estados Unidos.

Aunque el aumento de la demanda mundial fue un factor fundamental en la recuperación de la actividad económica el año pasado, también jugaron un papel importante la política económica y otros factores internos, no sólo porque estimularon la recuperación, sino también porque mantuvieron baja la inflación. Este hecho fue especialmente evidente en Asia, donde la política acomodaticia o expansiva contribuyó a una típica recuperación en forma de V,

Recuperación inesperadamente fuerte en Asia



cuyo vigor fue claramente subestimado por la mayoría de las predicciones. Las existencias experimentaron un aumento cíclico, las exportaciones netas contribuyeron notablemente al crecimiento, al principio como consecuencia sobre todo de la disminución de las importaciones pero después gracias al aumento gradual de las exportaciones y, finalmente, el consumo se recuperó. Los tipos de cambio asiáticos también se reforzaron al mejorar la confianza y el crecimiento real. Estos cambios tendieron a reducir las presiones al alza sobre los precios internos, sin poner en peligro las posiciones competitivas.

Crecimiento, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real			Precios de consumo			Balanza por cuenta corriente		
	1992-97	1998	1999 pe	1992-97	1998	1999 pe	Media 1992-97	1998	1999 pe
	Variación porcentual anual						En porcentaje del PIB		
Asia ¹	8,8	2,0	6,0	9,7	7,4	2,2	-0,3	4,5	3,0
China	11,5	7,8	7,1	13,3	-0,9	-1,4	1,0	3,0	1,5
Hong Kong	5,2	- 5,1	2,9	7,8	2,8	-4,0	0,1 ²	0,5 ²	4,4 ²
India	6,3	6,0	6,3	8,4 ³	6,9 ³	3,5 ³	-1,2	- 0,9	- 0,8
Corea	6,8	- 6,7	10,7	5,2	7,5	0,8	-1,8	12,6	6,0
Singapur	9,1	0,4	5,4	2,1	-0,3	0,5	14,7	25,4	25,3
Taiwán	6,6	4,6	5,7	3,2	1,7	0,2	3,1	1,3	2,0
Filipinas	3,8	- 0,5	3,2	7,8	9,7	6,7	-4,2	2,0	9,2
Indonesia	6,9	-13,7	0,2	8,2	58,4	20,5	-2,4	4,4	3,8
Malasia	9,2	- 7,5	5,4	3,6	5,3	2,7	-5,7	13,7	16,9
Tailandia	6,5	-10,2	4,1	5,0	8,1	0,3	-5,9	12,5	8,9
América Latina ¹	4,1	1,9	0,1	102,9	10,5	9,1	-2,7	- 4,4	- 2,6
Argentina	5,3	3,9	-3,0	7,0	0,9	-1,2	-3,1	- 4,9	- 4,2
Brasil	4,4	0,1	0,8	363,3	3,8	4,9	-1,8	- 4,4	- 4,0
Chile	8,4	3,4	-1,1	10,2	5,1	3,4	-3,9	- 5,7	- 0,1
Colombia	4,3	0,6	-4,5	22,2	20,4	11,2	-4,3	- 5,3	- 1,3
México	2,5	4,8	3,4	19,9	15,9	16,6	-4,0	- 3,8	- 2,9
Perú	5,6	0,3	3,8	27,5	7,2	3,5	-5,6	- 6,0	- 3,6
Venezuela	2,2	- 0,7	-7,2	55,2	35,8	23,6	2,7	- 2,7	5,4
Europa central ¹	3,9	3,3	3,2	24,0	11,9	6,5	-1,5	- 4,1	- 5,8
Hungriá	1,1	4,9	4,5	22,4	14,3	10,0	-4,8	- 4,9	- 4,3
Polonia	5,2	4,8	4,1	29,3	11,8	7,3	0,5	- 4,4	- 7,5
República Checa	1,9	- 2,2	-0,2	11,3	10,7	2,1	-3,5	- 2,5	- 2,0
Rusia	-7,2	- 4,9	3,2	285,3	27,7	85,7	2,3	0,4	13,9
Israel	5,2	1,9	2,2	10,9	5,4	5,2	-4,3	- 0,9	- 2,6
Turquía	4,9	2,8	-5,0	82,3	84,6	64,9	-1,2	0,9	- 0,5
Arabia Saudí	1,1	1,6	1,0	1,3	-0,4	-1,6	-6,4	-10,2	- 2,8
África	2,3	3,4	2,8	24,0	6,7	5,8	-9,5 ⁴	-16,5 ⁴	-13,2 ⁴
Sudáfrica	1,7	0,1	1,2	9,5	6,9	5,2	-0,4	- 1,7	- 0,4
<i>Pro memoria:</i>									
<i>países industrializados</i>	2,5	2,7	2,9	2,5	1,3	1,5	-	- 0,1	- 0,8

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

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.1

Sorprendente
dinamismo en
América Latina ...

En América Latina y en las economías en transición, el crecimiento de la producción también fue mayor de lo previsto. Tras la depreciación del real brasileño a principios del año pasado, se esperaba en general que la producción disminuyera, no sólo en Brasil, sino también en algunos otros países en los que ya se habían observado tendencias recesionistas a finales de 1998. Gracias en parte a la oportuna reorientación de la política económica, que contribuyó a mantener la inflación en un nivel moderado, Brasil se recuperó a un ritmo sorprendentemente rápido, y la producción total de la región apenas varió en comparación con 1998 (cuadro III.1). Sin embargo, la producción tendió a disminuir en los países con una fuerte dependencia de las exportaciones de materias primas cuyos precios bajaron y/o que mantuvieron un tipo de cambio fijo.

... y en las
economías en
transición

Por lo que se refiere a las economías en transición, el año pasado la principal sorpresa fue la rápida recuperación de Rusia de la crisis financiera sufrida en el otoño de 1998. Al igual que en Brasil, este favorable resultado parece atribuible en parte a la adopción de medidas que impidieron que se trasladara totalmente la depreciación de la moneda a la inflación interna. A pesar de la desaceleración de la expansión en América Latina, África y Oriente Medio, se estima que el año pasado el crecimiento medio fue del 4% en las economías de mercado emergentes. Esta cifra, aunque significativamente más alta que en 1998, continuó siendo muy inferior a la media de principios de los años 90, y sólo restableció en parte la diferencia histórica de crecimiento con respecto a los países industrializados.

Efecto negativo de
los bajos precios
de los productos
básicos

Las variaciones de los precios de los productos básicos, de los tipos de cambio y las consiguientes variaciones de la relación de intercambio influyeron significativamente en la evolución del crecimiento el año pasado, sobre todo en el crecimiento relativamente lento de las regiones y los países cuyas exportaciones están menos diversificadas (cuadro III.2). En África, Oriente Medio y la mayor parte de América Latina, parece que los acontecimientos ocurridos el año pasado se debieron a los efectos retardados del notable empeoramiento que sufrió la relación de intercambio en 1998, mientras que la mejora posterior de dicha relación sólo se dejó sentir desde finales de 1999. Los efectos negativos del empeoramiento de la relación de intercambio fueron evidentes sobre todo en los países con un sistema de tipo de cambio fijo y en aquellos en que disminuyó vertiginosamente el volumen de exportaciones

Evolución de la relación de intercambio en el mundo			
	1997	1998	1999 pe
	Variación porcentual anual		
Economías de mercado emergentes	-0,4	- 6,2	3,6
Asia	-0,9	- 0,8	-1,3
América Latina	-1,3	- 7,2	5,2
África	0,9	- 9,9	3,6
Oriente Medio	1,0	-14,4	12,3
Países industrializados	-0,4	1,5	0,2

Fuente: FMI, *World Economic Outlook*. Cuadro III.2

fundamentales. Otros países dejaron que se debilitara su moneda frente al dólar de Estados Unidos para amortiguar la repercusión del descenso de los precios de los productos básicos en las rentas reales. Sin embargo, en la mayoría de los casos los efectos de esta devaluación fueron contrarrestados en parte por la adopción de medidas más duras, con objeto de impedir que la devaluación de las monedas presionara al alza sobre la inflación interna.

Aunque su influencia es más indirecta, tanto la magnitud como la composición de los movimientos netos de capitales también podrían explicar en parte las diferencias de crecimiento entre las economías de mercado emergentes (cuadro III.3). En conjunto, las entradas privadas netas se mantuvieron más o menos constantes en comparación con 1998, pero fueron significativamente menores que antes de la crisis asiática. En Asia, los notables superávits por cuenta corriente permitieron devolver la deuda bancaria sin poner en peligro la recuperación. La acumulación de reservas de divisas fue casi tan grande como en 1998. En cambio, en América Latina la disminución de las entradas netas, unida a los continuos y elevados déficits por cuenta corriente, llevó (u obligó) a varios países a endurecer su política monetaria y fiscal a principios de 1999, cuando la crisis brasileña elevó las primas de riesgo de toda la región. Las entradas netas de capitales en África no han respondido a los cambios de la situación de los mercados internacionales de capitales y, por desgracia, tampoco a sus necesidades crediticias externas. El déficit agregado por cuenta corriente de la región aumentó considerablemente en 1998 y siguió siendo alto el año pasado, debido en gran parte a la debilidad de los precios de los productos agrícolas, mientras que las entradas netas se mantuvieron en el bajo nivel anterior. Dado el bajo ahorro interno, es posible que la falta de financiación externa exacerbara en algunos casos la disminución de la producción al limitar el gasto de inversión.

La composición de las entradas de capitales probablemente también influyó en el crecimiento del año pasado. En los últimos 10 años, la inversión extranjera directa (IED) ha aumentado significativamente en las economías de mercado emergentes, tanto en términos absolutos como en porcentaje de las entradas privadas totales. Por otra parte, a pesar de la crisis asiática y de la conmoción de 1998, las entradas de IED se han mantenido bastante estables en un nivel elevado. Este hecho se ha debido en parte a una globalización general de las estructuras de producción, pero también a factores más específicos, como la eliminación de las restricciones que pesaban sobre las entradas de IED en algunos países asiáticos, el atractivo de los bajos costos de producción tras las grandes depreciaciones y/o el descenso de los precios de las acciones y la privatización de grandes empresas públicas. En América Latina, las entradas antedichas financiaron el pasado año casi todo el desequilibrio de la cuenta corriente. Asimismo, en algunas economías en transición, como Polonia y Hungría, las entradas relativamente estables de IED redujeron la necesidad de adoptar medidas restrictivas para impedir que aumentaran aún más los desequilibrios de la cuenta corriente. En cambio, los países africanos, al recibir sólo una parte de las entradas de IED en los mercados emergentes, han tenido que ajustar su política monetaria y fiscal para contener los desequilibrios de la cuenta corriente.

Lenta recuperación de los movimientos de capitales a causa del ...

... aumento de las entradas de IED ...

Entradas netas de capital privado en las economías de mercado emergentes				
	1996	1997	1998	1999
	En miles de millones de dólares de EE.UU.			
Economías de mercado emergentes				
Entradas totales	216	148	75	81
Inversión directa	113	139	143	150
Inversión de cartera	78	53	9	23
Otras entradas	25	-44	-77	-93
<i>Pro memoria:</i>				
<i>cuenta corriente</i>	- 94	-72	-51	14
<i>variación de las reservas¹</i>	-114	-73	-38	-79
Asia				
Entradas totales	104	- 1	-43	-27
Inversión directa	53	55	58	50
Inversión de cartera	13	4	-18	- 6
Otras entradas	38	-60	-83	-71
<i>Pro memoria:</i>				
<i>cuenta corriente</i>	- 37	23	114	96
<i>variación de las reservas¹</i>	- 50	-16	-70	-60
América Latina				
Entradas totales	72	86	70	54
Inversión directa	40	53	56	64
Inversión de cartera	41	19	15	11
Otras entradas	- 8	13	- 1	-20
<i>Pro memoria:</i>				
<i>cuenta corriente</i>	- 38	-64	-89	-54
<i>variación de las reservas¹</i>	- 31	-15	17	5
África				
Entradas totales	8	17	12	15
Inversión directa	5	7	5	10
Inversión de cartera	1	4	4	4
Otras entradas	1	6	2	1
<i>Pro memoria:</i>				
<i>cuenta corriente</i>	- 7	- 7	-20	-17
<i>variación de las reservas¹</i>	- 9	-11	1	- 3
Países en transición				
Entradas totales	17	23	14	12
Inversión directa	14	20	21	24
Inversión de cartera	19	22	7	4
Otras entradas	- 16	-18	-14	-16
<i>Pro memoria:</i>				
<i>cuenta corriente</i>	- 17	-26	-25	- 5
<i>variación de las reservas¹</i>	- 2	-10	- 1	- 8

¹ Un signo negativo indica un aumento.

Fuente: FMI, *World Economic Outlook*.

Cuadro III.3

... pero nueva
disminución de los
flujos bancarios

El total de préstamos bancarios internacionales a los mercados emergentes continuó disminuyendo en 1999, pero menos que en 1998. Los países asiáticos han reducido su deuda pendiente con los bancos internacionales en unos 160.000 millones de dólares desde el comienzo de la crisis (cuadro III.4),

Financiación internacional de las economías de mercado emergentes							
	Media 1990–95 ¹	1996	1997	1998	1999	Junio 1997	Diciembre 1999
En miles de millones de dólares de EE.UU.							
	Préstamos bancarios internacionales ²					Pasivos pendientes	
Asia ³	37	80	5	-96	-53	480	315
<i>de la cual:</i> China	7	13	10	-11	-15	85	68
Países en crisis ⁴	28	58	-10	-83	-31	329	190
América Latina	1	28	31	-8	-16	284	280
<i>de la cual:</i> Argentina	-	5	8	1	-	42	48
Brasil	-	17	14	-11	-9	98	85
México	-	-	-7	-	-4	69	61
Europa central ⁵	-	2	6	6	5	26	39
Rusia	1	6	10	-6	-8	54	44
África	-2	-	3	-2	1	51	56
	Emisiones netas de títulos de deuda internacionales					Cantidad pendiente	
Asia ³	15	42	34	-	-3	127	139
<i>de la cual:</i> China	2	2	4	-	-	17	18
Países en crisis ⁴	11	38	25	-	-2	98	107
América Latina	13	41	42	22	32	136	205
<i>de la cual:</i> Argentina	6	11	14	11	11	35	63
Brasil	4	12	10	3	6	35	46
México	2	13	8	2	10	50	63
Europa central ⁵	3	-	2	2	2	15	20
Rusia	-	-	7	12	-1	6	19

¹ Emisiones netas de títulos: 4T 1993–1995. ² Variación de los derechos de los bancos declarantes al BPI, ajustada para tener en cuenta los movimientos de los tipos de cambio. ³ Excluidos Hong Kong y Singapur. ⁴ Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. ⁵ Hungría, Polonia y República Checa.

Fuente: BPI. Cuadro III.4

como consecuencia del descenso de la inversión y de la reestructuración de los balances de los bancos y las empresas. Los préstamos bancarios internacionales a América Latina y Rusia también disminuyeron. En cambio, la emisión neta de títulos de deuda internacionales ha demostrado ser una fuente más estable de financiación. De hecho, los países latinoamericanos han aumentado significativamente su emisión de bonos desde mediados de 1997, a pesar de las grandes fluctuaciones de los diferenciales en el rendimiento de dichos bonos. Argentina y México estuvieron especialmente activos en 1999, y la emisión de bonos aumentó aún más a principios de este año, al ser mayor el número de países que aprovecharon la reducción de los diferenciales.

Recuperación de la crisis en Asia

La profunda contracción de la producción en gran parte del este asiático tocó fondo durante el segundo semestre de 1998. Aunque la recuperación posterior fue mucho más fuerte de lo que se esperaba en general, hubo notables diferencias entre las economías en cuanto al ritmo y el grado en que se recuperaron las pérdidas de producción anteriores (cuadro III.1). En Corea, Singapur y Taiwán, la producción retornó a finales de 1999 a la tendencia

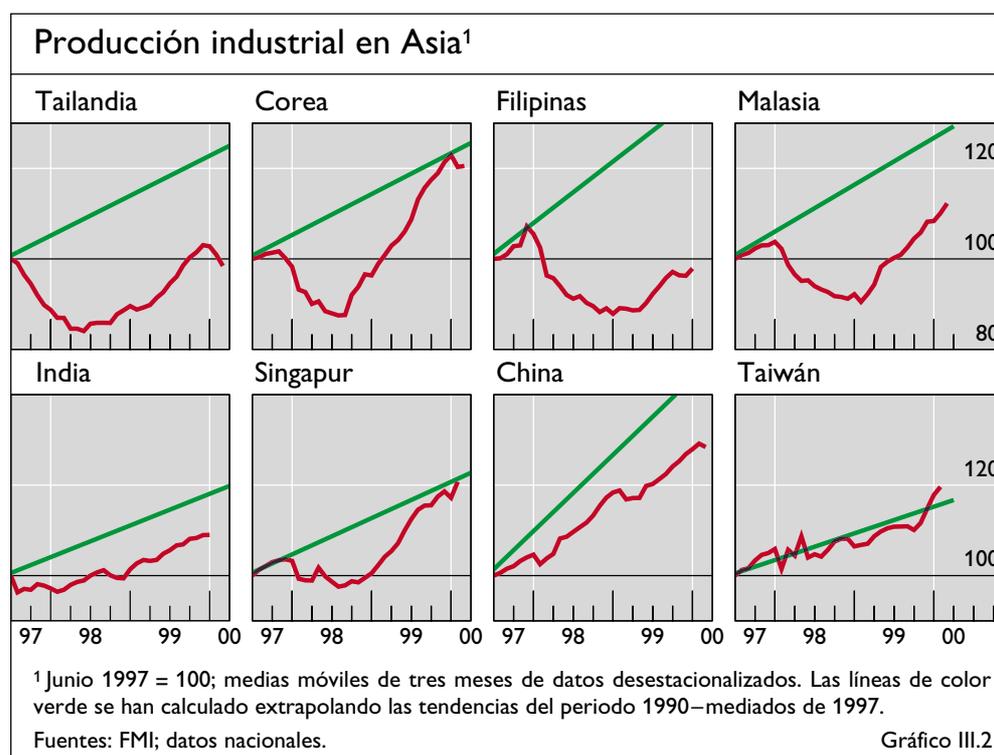
Recuperación fuerte pero divergente en Asia

anterior a la crisis, mientras que en *Malasia* y *Tailandia* sobrepasó los niveles anteriores a la crisis (gráfico III.2). En *Hong Kong*, aunque la recuperación comenzó más tarde, la actividad reanudó su marcha durante el primer semestre de 1999 y se afianzó gradualmente en el transcurso del año. *Filipinas* sufrió una recesión en 1998 por las malas cosechas, pero también por la recesión en los países vecinos. Sin embargo, la economía se recuperó en 1999, gracias en parte a que este país, a diferencia de otros, no padecía un grave problema de deuda y a que sus bancos no tenían tantas dificultades. La economía de *Indonesia*, que había sufrido la contracción más profunda y más larga, dio un giro a finales de 1999, pero la recuperación aún no es firme. Hasta finales de año, la incertidumbre política debilitó la confianza de los hogares y de las empresas, y la fragilidad del sector financiero constituyó un impedimento más para la recuperación.

Tasa de crecimiento alta en China, pero ha disminuido ...

China ha crecido a un ritmo más rápido que otros países asiáticos, aun cuando el aumento de la producción viene reduciéndose desde hace varios años. Para compensar los efectos restrictivos a corto plazo de la reforma económica y la debilidad de las exportaciones, se ha incrementado el gasto público. Las autoridades, ante el descenso de los precios, el aumento del desempleo y la debilidad del sector bancario, trataron de suavizar la política monetaria bajando los tipos de interés nominales y reduciendo los coeficientes de encaje bancario. También dieron instrucciones a los bancos para que aumentaran el crédito destinado a la creación de infraestructura, vivienda y exportaciones, facilitaran más capital circulante a las empresas estatales y concedieran más préstamos a los consumidores.

La *India* se benefició de la aceleración de la producción industrial y del rápido crecimiento del sector de la tecnología de la información. El aumento



de la producción y de las rentas en las zonas rurales también contribuyó al crecimiento, mientras que la subida de los precios del petróleo empeoró la balanza comercial. A pesar del elevado déficit presupuestario (véase más adelante) y del rápido crecimiento monetario, la tasa de inflación subyacente descendió extraordinariamente, debido sobre todo a las buenas cosechas y a la repercusión de la desinflación mundial. Aunque es posible que la reforma microeconómica también redujera las presiones inflacionarias, la importancia de los precios de los alimentos significa que el país sigue siendo vulnerable a las perturbaciones de la oferta y a las subidas repentinas de la inflación. A medio plazo, se prevé privatizar grandes sectores, lo que reduciría la carga de deuda del sector público y podría atraer también más inversión extranjera directa.

... e inflación inesperadamente baja en la India

En el este asiático, las exportaciones fueron la fuerza motriz de la recuperación durante el primer semestre de 1999. La expansión de las exportaciones varió notablemente de unos países a otros, debido en parte a las diferencias existentes entre ellos en cuanto a su composición y su destino. En algunas economías, la recuperación de la demanda de componentes electrónicos, especialmente en Japón, dio a la economía un notable impulso, mientras que a aquellas con una gran proporción de sectores en los que había un exceso mundial de oferta, por ejemplo de automóviles, los factores externos les beneficiaron menos. Las economías cuyas exportaciones están más dirigidas al mercado de Estados Unidos se beneficiaron de la elevada demanda en este país, pero también fue de alguna ayuda la significativa recuperación del comercio intraasiático. En China, el aumento de las exenciones fiscales estimuló las exportaciones durante la segunda mitad de 1999. A la depreciación inicial de las monedas de muchas economías asiáticas emergentes siguió una fuerte apreciación del yen, lo que les dio una ventaja más con respecto a un importante competidor. Sin embargo, dada la importancia de Japón como mercado de exportación y como fuente tanto de financiación como de inversión directa, su persistente debilidad estructural y cíclica ha reducido, en conjunto, el crecimiento de la región.

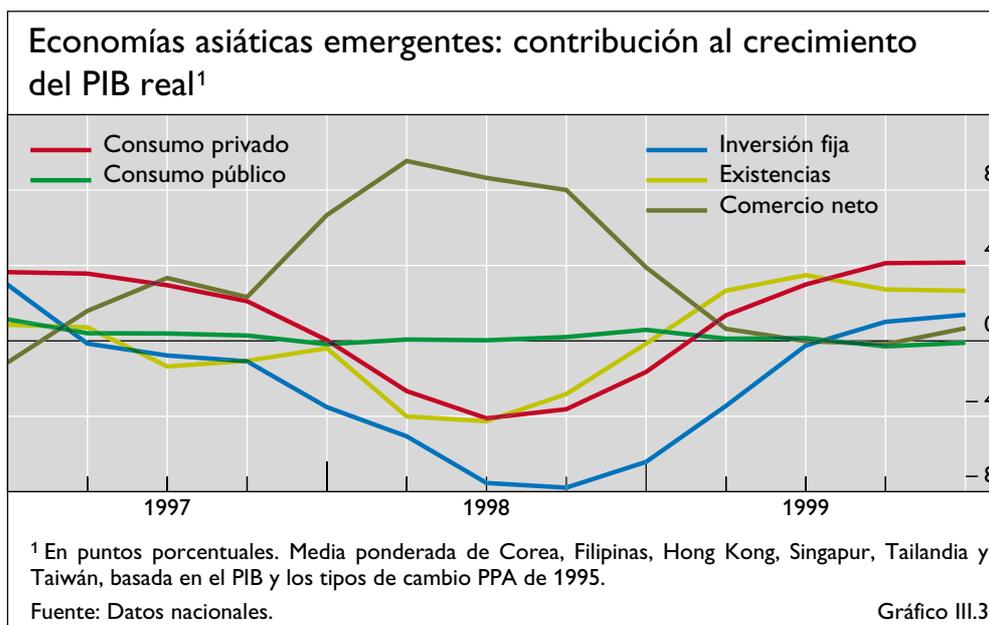
Notable contribución de las exportaciones al crecimiento ...

A medida que avanzaba 1999, el incremento de la demanda interna, incluido el aumento cíclico de las existencias, restó peso al crecimiento impulsado por las exportaciones (gráfico III.3). Al tener los consumidores más confianza en las perspectivas del empleo y al recuperarse los precios de los activos, el gasto en bienes duraderos que se había pospuesto comenzó a realizarse. En Corea y Malasia, la inversión empresarial experimentó una modesta recuperación durante 1999. Sin embargo, ante el exceso de capacidad en varios sectores y la prioridad concedida por muchas empresas a la reestructuración y la reducción de la deuda, la inversión siguió siendo débil en general. Las pequeñas empresas tuvieron especiales dificultades para financiar sus nuevas inversiones por los problemas del sector bancario, mientras que las grandes recurrieron más a la emisión de acciones o de bonos para financiar sus inversiones o devolver su deuda a los bancos.

... y aumento gradual de la demanda interna

La región continuó mostrando un gran superávit por cuenta corriente. La recesión había provocado una notable contracción de las importaciones y, al reforzarse las exportaciones, el déficit total por cuenta corriente de 37.000 millones de dólares en 1996 se convirtió en un superávit de

Grandes superávit por cuenta corriente ...



... y movimientos estables de IED

114.000 millones en 1998. En 1999, la demanda interna se recuperó algo y las importaciones aumentaron consecuentemente al comenzar las empresas a recomponer sus existencias, lo que redujo el superávit a 96.000 millones. En China, las importaciones registradas experimentaron un aumento especialmente significativo, si bien esto se debió, al menos en parte, a una campaña de lucha contra el contrabando. Las entradas de IED en las economías asiáticas emergentes se mantuvieron relativamente estables, aunque aumentaron en Corea y Taiwán y disminuyeron en China y Malasia. La inversión de cartera continuó siendo modesta, y los préstamos bancarios internacionales siguieron disminuyendo en 1999, debido tanto a las influencias de la demanda antes analizadas como a las medidas tomadas por los bancos japoneses para reducir sus activos internacionales.

Restricciones de capacidad y presiones inflacionarias

Continua y baja inflación

La inflación continuó siendo baja en la mayor parte de Asia (cuadro III.1) y las predicciones se revisaron a la baja en 1999, a pesar de que las predicciones sobre el crecimiento real se revisaron al alza. La repercusión de las grandes depreciaciones de los tipos de cambio fue muy pequeña, debido en parte a que la demanda interna fue excepcionalmente débil en 1998, pero también a que las fluctuaciones más extremas de los tipos de cambio fueron consideradas —con razón— transitorias. En China y Hong Kong, los precios bajaron durante la mayor parte de 1999. Este descenso puede atribuirse a la apreciación de su tipo de cambio efectivo, a la repercusión en los precios de los alimentos de una extraordinaria cosecha y, en el caso de China, a los efectos de la reestructuración de la economía. Incluso en Indonesia, donde la depreciación fue mucho mayor y hubo, además, malas cosechas y disturbios, la inflación disminuyó rápidamente tras experimentar un notable aumento en 1998.

La subida de los precios del petróleo, que comenzó a principios de 1999, elevó los IPC generales en la mayoría de los países, pero aún no parece que

haya producido efectos secundarios, y las predicciones sobre la inflación han seguido siendo bajas, salvo quizá en Corea, donde es posible que la producción esté acercándose a los límites de su capacidad. Sin embargo, la decisión inmediata de las autoridades coreanas de subir los tipos de interés tal vez haya reducido la preocupación por la inflación.

Desequilibrios presupuestarios y deuda pública

La crisis de 1997–98 afectó notablemente a los balances presupuestarios y a la deuda pública (véase el cuadro III.7 de la página 62). La mayoría de los países asiáticos tenía un déficit presupuestario a finales de 1998 debido a la disminución de los ingresos, unida a la adopción de medidas discrecionales para estimular las economías y al aumento de los gastos en intereses de la deuda pública. Gracias a la fuerza imprevista de la recuperación y al consiguiente aumento de los ingresos, Hong Kong y Corea consiguieron reducir su déficit en 1999, mientras que en otros países la deficiente gestión de la recaudación tributaria, la falta de control del gasto y, en el caso de Taiwán, los efectos de un gran terremoto provocaron un aumento del déficit (o una disminución del superávit). Como consecuencia de las medidas tomadas para reestructurar y recapitalizar el sistema bancario, los efectos de la crisis fueron incluso más acusados en el caso de la deuda pública, y el año pasado varios países registraron relaciones entre la deuda y el PIB del 40–60%.

En la India, la preocupación por la situación presupuestaria aumentó gradualmente durante la década de 1990. El año pasado, el déficit de las administraciones públicas aumentó a alrededor de un 6% del PIB y el del sector público en su conjunto giró en torno al 10%. El consiguiente incremento de la deuda del sector público a cerca del 60% del PIB, unido a las grandes garantías comprometidas por las distintas instancias públicas y a las modestas propuestas reformistas contenidas en el último presupuesto, ha llevado a preguntarse cada vez más si podrá mantenerse esta situación.

Mercados financieros y regímenes de política monetaria

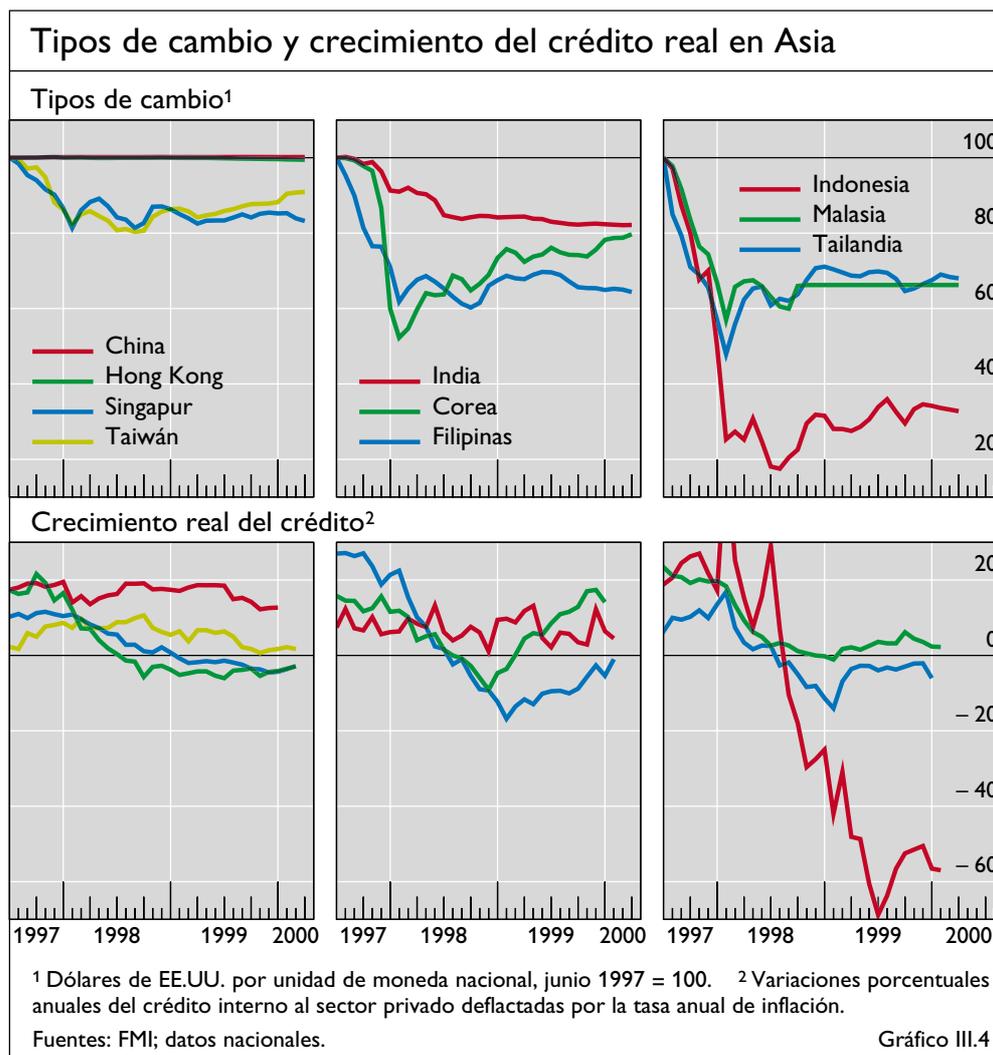
La mayoría de las monedas asiáticas depreciadas acusadamente en 1997–98 se habían recuperado en parte a principios de 1999 y se mantenían bastante estables frente al dólar o se apreciaron gradualmente durante el año (gráfico III.4). Las autoridades pudieron reducir, por consiguiente, los tipos de interés nominales, en la mayoría de los casos a un nivel más bajo que antes de la crisis. Sin embargo, al disminuir la inflación, los tipos de interés reales apenas variaron en algunos países. Algunos bancos centrales intervinieron para comprar divisas con el fin de acumular aún más reservas internacionales, pero también en parte para preservar las mejoras de la competitividad.

Aunque los tipos de interés se mantuvieron, en general, bastante estables a finales de 1999, las subidas efectivas y esperadas de los tipos de interés en Estados Unidos y los países europeos también hicieron temer un endurecimiento de la política monetaria en Asia. Hong Kong, con su sistema de caja de conversión, se vio obligado a seguir la evolución de los tipos de Estados Unidos, lo que ya no fue necesario en las economías que habían abandonado su fijación al dólar. Por ejemplo, en las economías en las que los

Aumento de los déficit y la relación entre la deuda y el PIB

La estabilidad de los tipos de cambio permite bajar los tipos de interés ...

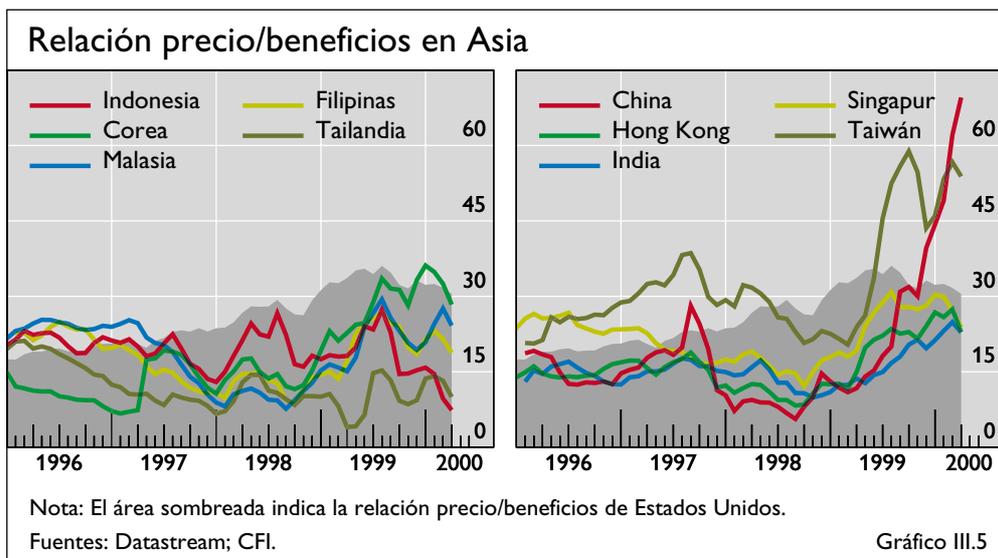
... pero las futuras respuestas dependen del sistema de tipos de cambio



Notable subida de los precios de las acciones

tipos de cambio sufrieron presiones al alza debido a los grandes superávits por cuenta corriente y a las entradas de IED, las autoridades pudieron endurecer la política monetaria manteniendo constantes los tipos de interés y dejando que se apreciara el tipo de cambio.

En 1999, los precios de las acciones experimentaron una gran subida en la región, llegando casi a duplicarse en muchos casos, por lo que recuperaron parte del terreno perdido durante la crisis. Al seguir siendo bajos los beneficios de las empresas en la mayoría de las economías, las relaciones precio/beneficios tendieron a ser más altas que antes de la crisis, aunque sin alcanzar en casi ningún caso los niveles de Estados Unidos (gráfico III.5). Aunque es normal que la relación precio/beneficios sea alta en las primeras fases de las recuperaciones, podría resurgir el temor a una sobrevaluación si los precios no son apoyados rápidamente por una mejora de los beneficios. Los precios de las acciones también son vulnerables a las subidas de los tipos de interés en Europa y Estados Unidos y, en general, a la reducción de los precios de las acciones en los países industrializados (véase el capítulo V). Sin embargo, es difícil saber hasta qué punto una reducción de los precios de las acciones en Asia afectaría a la economía real.



Tras la crisis, la mayoría de los bancos centrales de la región adoptaron un sistema de tipo de cambio fluctuante. Tres importantes excepciones fueron Malasia, China y Hong Kong. Malasia mantuvo el tipo de cambio fijo adoptado en medio de la crisis, si bien suavizó algunos controles de cambios y levantó otros. China fue capaz de mantener su fijación *de facto* al dólar de Estados Unidos gracias a sus controles de cambios, mientras que en Hong Kong se mantuvo el sistema de caja de conversión a costa de una subida temporal de los tipos de interés. Tanto en China como en Hong Kong, la apreciación de muchas monedas vecinas frente al dólar, unida a la deflación interna, redujo su tipo de cambio efectivo real, hasta situarlo en 1999 más o menos en el nivel en el que se encontraba antes de la crisis. En cambio, el tipo de cambio efectivo real de Malasia terminó en 1999 en un nivel alrededor de un 25% más bajo que a mediados de 1997; lo mismo ocurrió en Tailandia y Filipinas, a pesar de que tenían un sistema distinto de tipo de cambio.

Existen discrepancias sobre si los sistemas actuales de tipo de cambio fluctuante de la región son sólo temporales. Los sistemas de tipo de cambio semifijo pueden impedir los cambios estructurales y suelen ser objeto de ataques especulativos. Además, un inconveniente especial de los sistemas de tipo de cambio que prevalecieron en Asia se hallaba en que las monedas asiáticas eran vulnerables a las grandes oscilaciones del tipo entre el yen y el dólar, lo cual induce a pensar que sería preferible la fijación a una cesta de monedas (que incluyera, por ejemplo, el dólar, el yen, el euro y quizá el renminbi). Sin embargo, como los medios de comunicación y la opinión pública se fijan en el tipo bilateral frente al dólar, la confianza y la transparencia podrían disminuir con un tipo de cambio que parece estar fluctuando continuamente.

Algunos países, influidos probablemente por el hecho de que tres economías capaces de mantener sus paridades durante la crisis (Brunei, Macao y, sobre todo, Hong Kong) tuvieran un sistema de *caja de conversión*, están considerando la posibilidad de adoptar un sistema de esa clase como alternativa. Cuatro han sido los factores fundamentales para que Hong Kong

La experiencia de los países que tienen un sistema de tipo de cambio fijo

Los inconvenientes de los sistemas de tipo de cambio semifijo

Sistemas de cajas de conversión

consiguiera mantener su vínculo al dólar de Estados Unidos en los últimos años. El primero ha sido el apoyo político y público general y la aceptación de las dificultades que pudieran surgir a corto plazo. El segundo, la existencia de una autoridad monetaria sumamente respetada, que disfruta de la independencia necesaria para defender su tipo de cambio fijo, y que se ha visto que lo ha logrado durante un largo periodo de tiempo, a pesar de grandes perturbaciones. El tercero, un sistema bancario sólido y perfectamente capitalizado, capaz de soportar considerables perturbaciones financieras y monetarias. Y el cuarto, un grado suficiente de flexibilidad de los precios y los salarios internos.

Objetivos de
inflación

En su búsqueda de una nueva ancla nominal, varias economías asiáticas con tipos de cambio fluctuantes han adoptado *un objetivo de inflación* o están considerando la posibilidad de adoptarlo. Sin embargo, la configuración óptima de un objetivo de este tipo puede muy bien ser diferente a la que adopta en las economías avanzadas. En particular, al ser mayor el peso de las importaciones en el consumo, podría ser difícil alcanzar un objetivo de inflación estricto, debido a la volatilidad de los tipos de cambio o de los precios de los productos básicos.

Perspectivas del crecimiento a más largo plazo

Predicciones más
bajas ...

Según la mayoría de las predicciones realizadas a finales de 1999, las tasas de crecimiento a más largo plazo serían entre 1 y 2 puntos porcentuales inferiores a las tasas anteriores a la crisis. Es posible que estas predicciones obedecieran al temor a “vientos en contra” tras el colapso de las burbujas de los precios de los activos, al surgir una escasez de trabajadores cualificados o al producirse efectos de histéresis, como una contracción de la inversión conducente a una disminución del stock de capital y la pérdida de cualificación de los trabajadores desempleados. No obstante, estas predicciones preveían un crecimiento superior a la media mundial, debido a la fortaleza de las variables fundamentales de la región.

... pero con pers-
pectivas favorables
a medio plazo

La mayoría de las economías asiáticas aún tiene un amplio margen para elevar su relación capital/trabajo y, a diferencia de muchos otros países, una mano de obra suficientemente formada para poder utilizar más capital. Además, cuentan con elevadas tasas de ahorro para financiar esa inversión. Las políticas fiscal y monetaria han continuado siendo sólidas, a pesar del aumento de la relación entre la deuda pública y el PIB, y las depreciaciones de las monedas no han provocado una acusada subida de la inflación. Las economías también han resistido la tentación de introducir medidas proteccionistas. Por otra parte, muchas economías asiáticas se encuentran bien situadas para beneficiarse más que otras regiones de las mejoras de la productividad evidentes en las economías avanzadas y atribuidas a la tecnología de la información. Por último, aunque se espere que las tasas viables de crecimiento a largo plazo sean más bajas que en el pasado, el gran exceso de capacidad que sigue habiendo en la mayoría de las economías asiáticas significa que tienen un cierto margen para crecer a un ritmo bastante rápido en los primeros años de la recuperación, como se ha observado recientemente en Corea.

Algunos aspectos de la reestructuración empresarial y financiera en Asia

La reestructuración empresarial y la financiera han estado especialmente interrelacionadas en las economías asiáticas afectadas por la crisis, toda vez que la mayoría de las empresas dependen mucho del crédito bancario. Como consecuencia del elevado endeudamiento de las empresas y de los bajos ingresos obtenidos por los bancos en forma de intereses, las instituciones financieras soportaban una gran parte del riesgo que en otros países habría sido asumido por los accionistas. Dado que al comenzar la crisis los bancos tenían unos balances débiles y considerables riesgos extracontables, los problemas con que se encontraron muchas empresas, grandes y pequeñas, para devolver la deuda en 1997 estaban destinados a extenderse rápidamente al sector financiero.

La reestructuración de las empresas

El caso de Corea ilustra las principales causas de las dificultades de las empresas en Asia, así como los principales enfoques adoptados para reformarlas. Tras una serie de medidas de diversificación y ambiciosos proyectos de inversión emprendidos por los grandes conglomerados a mediados de la década de 1990, el coeficiente de endeudamiento de las empresas manufactureras coreanas había pasado del 300% a principios de los años 90 al 400% a finales de 1996. Cuando estas inversiones no generaron suficientes rendimientos, fue necesario endeudarse aún más, principalmente a corto plazo. Se permitió que se acumularan los problemas porque no existía ningún procedimiento de supervisión ni de notificación de las operaciones y los balances de las empresas. En este contexto, el principal objetivo de la reestructuración de las empresas era revisar su sistema de gestión, aumentando la transparencia y reforzando el sistema de quiebra. Para complementarlo, se introdujeron amplias reformas en el sector financiero con la idea de mejorar la evaluación del riesgo crediticio y de los riesgos de mercado liberalizando los mercados de capitales. Por último, se intentó mejorar la competitividad mediante la desregulación y la liberalización de la inversión extranjera.

Transcurridos dos años desde que se introdujo el programa, existen pruebas de que las empresas coreanas están cumpliendo sus objetivos de reestructuración, aun cuando esté decayendo el entusiasmo reformista. Ante la caída que experimentó la demanda tras la crisis, las empresas redujeron el empleo más de un 5% (más de 1 millón de trabajadores) y los salarios reales bajaron un 9% en 1998. El descenso de los costos laborales y la recuperación de la demanda externa, que se benefició de un tipo de cambio competitivo y de la subida de los precios de los semiconductores, mejoraron la rentabilidad y permitieron a las empresas reducir su deuda en 1999. Éstas también frenaron sus gastos de capital, y se reforzó el marco institucional. Así pues, aumentó algo la apertura de los mercados, mejoraron la gestión y la transparencia financiera de las empresas, las reglamentaciones prudenciales obligaron a los bancos a endurecer sus prácticas crediticias y la evaluación del riesgo y se creó un tribunal concursal especializado. Incluidas las emisiones de acciones y las ventas

Causas de las dificultades de las empresas en Corea ...

... y progresos realizados

de activos, el coeficiente de endeudamiento de los cinco principales *chaebol* cayó un 30–40%, si bien continuó siendo alto desde el punto de vista internacional, y muchos de los 30 principales *chaebol* se redimensionaron y mejoraron su estructura de producción, poniendo el acento en sus principales negocios.

Reestructuración
en Indonesia,
Tailandia ...

La reestructuración de las empresas ha avanzado menos en otras economías, debido a la enorme magnitud del problema (Indonesia y China), a la existencia de un débil marco institucional (Indonesia y Tailandia) o a la impresión de que el sobreendeudamiento sólo podía resolverse gradualmente (Malasia). En *Indonesia*, la mayor parte de las empresas eran insolventes a principios de 1998 y la deuda externa representaba alrededor de dos tercios del PIB. Los principales mecanismos para la reestructuración de las empresas han sido un programa voluntario de acuerdos extrajudiciales, la creación de un organismo oficial de reestructuración y la enmienda de la ley de quiebras. En septiembre de 1999, alrededor de 170 empresas habían buscado ayuda para reestructurar alrededor de un tercio de su deuda externa. Sin embargo, a causa de la insuficiente ayuda fiscal y administrativa, hasta ahora menos de 30 empresas han llegado a un acuerdo con sus acreedores. En *Tailandia*, para facilitar la reestructuración de las empresas, se aprobó una nueva ley de quiebras, se reconocieron los derechos de los nuevos acreedores y se estableció un marco para la reestructuración extrajudicial de la deuda. Aunque la mayoría de los bancos extranjeros y locales han firmado acuerdos entre deudores y acreedores y entre acreedores, a finales de agosto de 1999 sólo se había reestructurado una cuarta parte de los préstamos improductivos. Sin embargo, en marzo de 2000 se estableció finalmente un importante precedente, cuando se declaró insolvente a la mayor empresa deudora.

... Malasia y China

Históricamente, *Malasia* tiene un sistema jurídico relativamente eficaz para reestructurar la deuda de las empresas, y sólo necesitaba crear un marco para llegar a acuerdos voluntarios para reestructurar la deuda. Sin embargo, hasta ahora han sido lentos los progresos realizados, pues sólo se han resuelto nueve casos (que representan alrededor de un 7% de la deuda total) y están tramitándose menos de cincuenta. También están comenzando a aparecer diversas pautas de reestructuración en *China*, donde el programa de reforma de las empresas estatales ha girado en torno a la mejora de la gestión y la dirección. Se están endureciendo gradualmente las restricciones presupuestarias de las empresas estatales, se están transfiriendo sus funciones sociales a los gobiernos locales y a los fondos de pensiones, se está despidiendo a los trabajadores excedentarios, se está cerrando la capacidad subutilizada y se están estableciendo fondos para la amortización de la deuda. Grandes empresas estatales están constituyéndose en sociedades anónimas, y muchas están formando empresas conjuntas con inversionistas extranjeros, mientras que las pequeñas empresas estatales están privatizándose a un ritmo rápido.

La reestructuración de los bancos

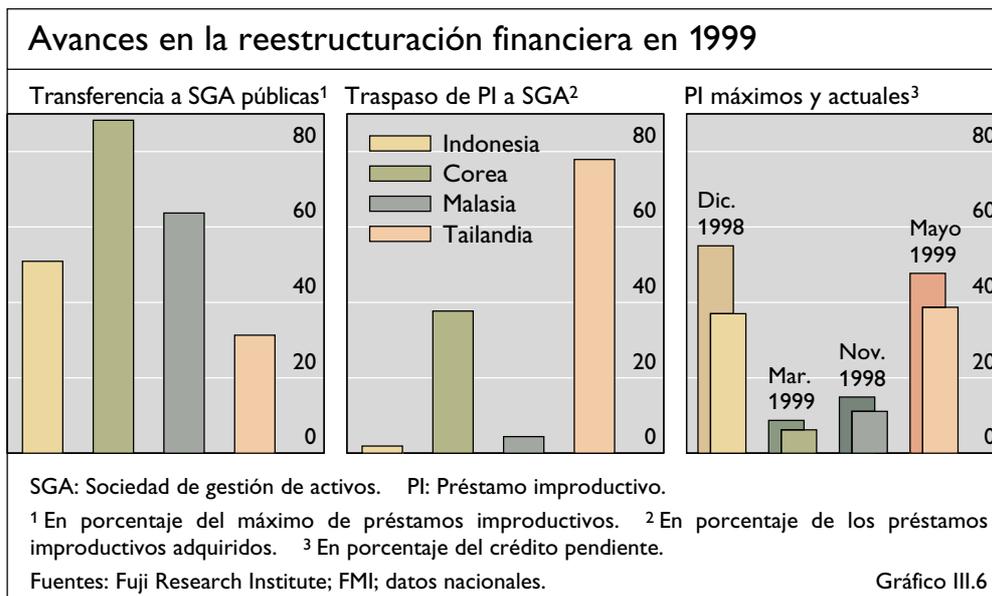
Dos enfoques para
abordar la rees-
tructuración de los
bancos

Los gobiernos asiáticos han seguido dos enfoques básicos para refinanciar y reestructurar sus sistemas bancarios, de acuerdo con la gravedad de los problemas, la capacidad financiera del Estado y las restricciones políticas. Corea y Malasia han seguido una vía intervencionista: han obligado a los bancos a

vender sus préstamos improductivos (PI) con grandes descuentos a sociedades de gestión de activos (SGA) propiedad del Estado y financiadas por él y han inyectado capital público en los bancos débiles pero aún viables. El enfoque de Tailandia (e inicialmente también de Indonesia) fue dejar en mayor medida las decisiones a los propios bancos y al mercado. En ambos casos, los depositantes de los bancos fueron protegidos cuando éstos fueron cerrados, fusionados o nacionalizados. También se reforzó significativamente la supervisión, y se adoptaron varias medidas como la clasificación de los préstamos y los criterios para concederlos, los préstamos conectados y las garantías cruzadas, la suficiencia de capital y las normas de contabilidad y de información.

Como estrategia básica para reavivar los sistemas financieros casi paralizados, las economías asiáticas afectadas por la crisis establecieron sociedades de gestión de activos para comprar los préstamos improductivos a los bancos o a otras instituciones financieras en dificultades (gráfico III.6, panel de la izquierda). La venta de préstamos a su valor de mercado estimado había sacado a la luz las pérdidas ocasionadas por los préstamos a las instituciones vendedoras y, una vez contabilizadas debidamente (como se señala más adelante), los bancos se quedaron con unos balances saneados y sus directivos pudieron centrar la atención en las cuestiones operativas. Los progresos realizados hasta ahora son notables. En Corea y Malasia, las sociedades de gestión de activos casi han concluido la compra de préstamos improductivos de sus sistemas bancarios, en ambos casos con un descuento medio algo superior al 50%. En mayo de 1999, el organismo indonesio había tomado el control de 48 bancos en quiebra y tenía participaciones en unas 200 empresas. En Tailandia, donde la crisis afectó primero al sector financiero no bancario, el gobierno creó dos organismos para comprar y liquidar los activos improductivos de compañías financieras que habían cerrado. A principios de este año, ambos organismos habían concluido en gran parte la venta de todos los activos importantes adquiridos. Sin embargo, se dejó que fueran los propios bancos comerciales los que hicieran frente a sus préstamos improductivos, lo que hizo

La utilización de SGA para comprar los PI ...



que se desprendieran de ellos a un ritmo relativamente lento y que varios bancos crearan sus propias sociedades de gestión de activos.

La utilización de sociedades de gestión de activos no ha estado exenta de problemas. Las pérdidas provocadas por la venta de préstamos a las sociedades de gestión de activos causaron numerosos problemas de solvencia, que obligaron a los accionistas a reducir el valor de su capital y conseguir más fondos. En los casos en los que no se pudo conseguir suficiente capital, los gobiernos intervinieron por medio de cierres, fusiones forzosas y, en algunos casos, nacionalizaciones. Así, a finales de 1999 el gobierno tailandés había cerrado 53 compañías financieras y un banco; el gobierno indonesio, 67 bancos, y el gobierno coreano, 5 bancos comerciales y 17 bancos de inversiones. En todos los países se realizó un elevado número de fusiones, incluida la creación de 10 grandes grupos bancarios en Malasia en el marco de un programa nacional de fusiones. También se obligó a los bancos locales a conseguir capital externo, y actualmente Indonesia, Corea y Tailandia permiten a los extranjeros la propiedad completa en el capital de bancos locales. Como consecuencia de ello, desde enero de 1998 algunas instituciones financieras extranjeras han adquirido, en parte o en su totalidad, 18 bancos del este asiático.

Las actividades de las sociedades de gestión de activos se complementaron con inyecciones de capital público para recapitalizar los sistemas bancarios. En Corea, la Sociedad de Garantía de Depósitos emitió bonos del Estado por valor de 13.000 millones de dólares para recapitalizar las instituciones bancarias, mientras que Malasia inyectó nuevo capital en 11 bancos que representan alrededor de un 20% de los activos del sistema bancario. El gobierno tailandés se ofreció a recapitalizar los bancos que adoptaran la nueva clasificación de los préstamos y las nuevas normas de concesión de créditos, pero sólo unos cuantos aceptaron las rigurosas condiciones impuestas. En cambio, el gobierno indonesio seleccionó ocho bancos privados para recapitalizarlos, tras las debidas auditorías. Los accionistas que querían seguir gestionando estos bancos tuvieron que inyectar alrededor de un 20% del nuevo capital exigido tras reducir a cero el valor de su capital anterior, y se les concedió el derecho a ser los primeros en volver a comprar las participaciones públicas en un plazo de tres años. Dadas la magnitud de la crisis bancaria y la garantía pública de los depósitos, el costo de recapitalización del sistema bancario indonesio se estima en un 50–60% del PIB, frente a, aproximadamente, un 40% en Tailandia, un 15% en Corea y un 12% en Malasia.

Las estrategias de traspaso de préstamos de las sociedades de gestión de activos han sido distintas en cada país. En Corea, las sociedades de gestión de activos comenzaron a traspasarlos a un ritmo bastante rápido, mientras que en Malasia pusieron más énfasis en la gestión y la reestructuración de los activos, y sólo comenzaron a desprenderse de los préstamos en el segundo semestre de 1999 (gráfico III.6, panel central). Al dar tiempo para reestructurar los préstamos y los activos subyacentes, este último enfoque puede permitir a la sociedad de gestión de activos conseguir unos precios más altos, sobre todo si la economía se recupera. Sin embargo, la tenencia de préstamos improductivos tiene considerables costos, debido a los intereses de los bonos emitidos a los bancos a cambio de los préstamos improductivos. En cambio, en Tailandia las

... no impidió los cierres y las fusiones

Las inyecciones de capital han sido costosas pero necesarias

Las estrategias de traspaso de PI plantean disyuntivas

sociedades de gestión de activos se desprendieron de los activos adquiridos a compañías financieras en quiebra en una “liquidación total” a alrededor de un 25% de su valor nominal.

En los demás países de la región, la reforma bancaria ha avanzado a un ritmo lento. *China* creó cuatro sociedades de gestión de activos en 1999, que iban a emitir bonos para comprar a su valor nominal la mayor parte de los préstamos improductivos acumulados procedentes de préstamos anteriores a 1997 que se pensaba podían tener algún valor residual, mientras que amortizarían totalmente los activos que carecieran de valor. Aunque aún no se han terminado de establecer los mecanismos de financiación de las sociedades de gestión de activos y de la amortización de deuda, es de esperar que las sociedades de gestión de activos maximicen la recuperación de activos vendiendo garantías que respalden los préstamos, así como titularizando y subastando los préstamos improductivos, incluso a inversionistas extranjeros. También se iba a recurrir a la conversión de la deuda en capital, lo que puede ayudar a las empresas cuyo flujo de caja sólo les permita pagar en parte los intereses, pero no a las empresas que no puedan cubrir los costos variables, lo cual implica que la reestructuración bancaria exigirá también la reestructuración de las empresas estatales. Una vez concluida la transferencia de préstamos improductivos a las sociedades de gestión de activos, se espera que los bancos se concentren en los préstamos comerciales y que sus directivos asuman la responsabilidad de las futuras pérdidas causadas por los préstamos incobrables y se comprometan a cumplir los objetivos de mejores resultados.

Aún es demasiado pronto para evaluar toda la repercusión de estas reformas en las operaciones de los bancos. La transferencia de préstamos improductivos a las sociedades de gestión de activos permitió sanear a un ritmo bastante rápido los balances de los bancos en Corea y Malasia (gráfico III.6, panel de la derecha y cuadro III.5). En Tailandia, donde los bancos tuvieron que hacer frente ellos mismos a los préstamos, los préstamos

Reestructuración
bancaria en China

Favorable reper-
cusión de las
reformas en
Corea, Malasia y
Tailandia ...

Indicadores de los resultados de los bancos en los países asiáticos en crisis								
	Corea		Tailandia		Malasia		Indonesia	
	1996	1999	1997	1999	1997	1999	1997	1999
A finales de año, en porcentaje y en puntos porcentuales								
Préstamos improductivos ¹	4,1	6,2 ²	22,5	38,6	3,2	9,0	7,1	37,0
Rendimiento de los activos	0,3	3,3 ²	-0,1	-2,5 ³	0,6	-0,2 ³	-0,1	-17,4 ³
Margen de intermediación ⁴	3,6	2,2	3,8	4,8	2,5	4,4	1,5	7,7
Relación fondos propios/activo ⁵	9,1	9,8 ⁶	9,3	12,4	10,3	12,5	4,6	-18,2 ²

¹ En porcentaje del total de préstamos de los bancos comerciales; definiciones nacionales. Los PI no comprenden los préstamos transferidos a SGA. ² Septiembre. ³ Diciembre de 1998. ⁴ Tipo de los préstamos a corto plazo menos tipo de los depósitos a corto plazo. ⁵ Ponderada por el riesgo. ⁶ Junio.

Fuentes: Fitch-IBCA; FMI; datos nacionales.

Cuadro III.5

improductivos disminuyeron, pasando de un máximo del 48% del total de préstamos en mayo de 1999 a un 38% en enero de este año, pero en los últimos meses se han hecho pocos progresos y se teme que el porcentaje de préstamos improductivos comience a aumentar de nuevo. También ha habido progresos en la reducción de los costos de funcionamiento, gracias al cierre de sucursales. En Corea, el empleo disminuyó en los bancos comerciales alrededor de un 25%, y los empleados que se quedaron tuvieron que aceptar una reducción de los salarios. La rentabilidad de los bancos coreanos también mejoró durante el primer semestre de 1999, gracias a la recuperación del crecimiento económico y a las ganancias conseguidas en el mercado de valores. Sin embargo, cuando se revisen algunos de los planes de reestructuración de la deuda adoptados por los grandes *chaebol*, es posible que los bancos tengan que asumir nuevas pérdidas.

... pero queda mucho por hacer en otros países

En otros países, los bancos continuaron registrando pérdidas. Para seguir mejorando los balances, será imprescindible que mejoren sus prácticas, como los procedimientos de análisis del riesgo, de aprobación y de seguimiento de los préstamos, así como su rentabilidad mediante la reducción de costos y concentrando sus esfuerzos en sus principales negocios. Las autoridades habrán de continuar velando por el cumplimiento de las nuevas reglamentaciones prudenciales más rigurosas por medio de una estricta supervisión; también tendrán que decidir cuándo y cómo volverán a pasar a propiedad privada los bancos que, en la práctica, han sido nacionalizados. El aumento de la presencia de instituciones financieras extranjeras podría contribuir significativamente a introducir un cambio más permanente en la cultura de la banca asiática en el futuro.

Resultados divergentes y excepcionales en los países latinoamericanos

En América Latina, la evolución macroeconómica tuvo varios rasgos excepcionales el año pasado, no sólo en relación con otras economías de mercado emergentes, sino también en comparación con las tendencias históricas de esta región. En primer lugar, exceptuando sobre todo México, América Latina se encontró en una recesión durante la mayor parte de 1999, y su tasa media de crecimiento fue mucho más baja que en 1998. En segundo lugar, debido a factores tanto internos como externos, las diferencias de crecimiento entre los países se duplicaron. En tercer lugar, en contra de las pautas históricas, ni la depreciación de las monedas ni incluso el abandono de su fijación anterior provocaron un aumento de la inflación.

Influencia de los factores externos

Aunque la mayoría de los países latinoamericanos tienen economías relativamente cerradas, sus bajas y divergentes tasas de crecimiento del año pasado pueden atribuirse en gran medida a las diferencias entre los países en lo que se refiere a las exportaciones y a las variaciones de la relación de intercambio (cuadro III.6). En particular, la relación de intercambio de Argentina sufrió un gran empeoramiento debido sobre todo al bajo nivel de los precios de los alimentos. Por otra parte, sus volúmenes de exportaciones disminuyeron a causa de la depreciación de las monedas de los países vecinos,

de la desaceleración general de la actividad en la región y, sobre todo, de los acontecimientos ocurridos en Brasil, destino de la mayor parte de las exportaciones de Argentina. En México, en cambio, el auge de la economía de Estados Unidos y la subida de los precios del petróleo contribuyeron al crecimiento de sus ingresos por exportaciones. Otros países, como Chile y Perú, se beneficiaron de la recuperación de los precios de los metales, mientras que en Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay, el continuo descenso de los precios de los alimentos y de las bebidas, unido a la débil demanda existente en la región, frenó el crecimiento.

Las políticas y los factores internos también explican buena parte de las diferencias de crecimiento. Un acontecimiento clave fue la devaluación del real *brasileño* a principios de 1999 (gráfico III.7). Le siguió inmediatamente un empeoramiento de las expectativas sobre el crecimiento de la producción y sobre la inflación. Sin embargo, el abandono del sistema de tipo de cambio casi fijo no provocó ninguna crisis, debido principalmente a que la demanda ya era bastante baja y a que la adopción de una política monetaria dura y de nuevas medidas de austeridad fiscal tranquilizó a los inversionistas y contuvo la inflación. Por otra parte, la devaluación no causó graves problemas en el sistema bancario, ya que la mayoría de los bancos tenía un equilibrio satisfactorio entre los activos y los pasivos denominados en dólares y operaciones de derivados bien gestionadas. Gracias en particular a sus grandes carteras de títulos públicos líquidos, de tipo variable e indexados con respecto al dólar, los bancos pudieron hacer frente a las retiradas de depósitos y superar la suspensión de las líneas de crédito por parte de los bancos extranjeros sin sufrir graves problemas de liquidez.

Una vez adoptadas las medidas, comenzaron a disminuir las presiones financieras externas. El FMI anunció un segundo paquete de ayuda financiera en marzo de 1999, y se llegó a un acuerdo informal con algunos de los bancos internacionales para refinanciar las líneas de crédito existentes, lo que permitió a las autoridades bajar los tipos de interés, que habían alcanzado un máximo del 45% a finales de marzo. La suavización de la política monetaria, unida al cambio de los precios relativos resultante de la depreciación de la moneda, provocó una expansión de la producción en el sector de bienes comerciables, aunque la sensibilidad de las exportaciones fue limitada al estar bajando los

La devaluación de Brasil ...

... no provocó ninguna crisis ...

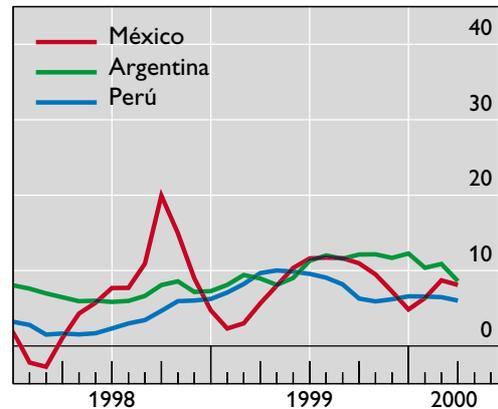
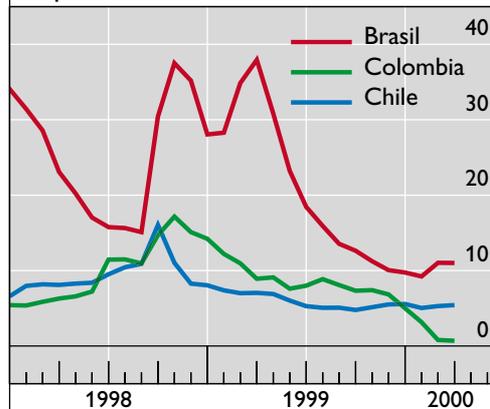
Crecimiento de las exportaciones de los principales países latinoamericanos en 1999							
	Crecimiento ¹			Destino ²			
	Precios ³	Volumen	Valor ³	Estados Unidos	Unión Europea	Asia	América Latina
Argentina	-13,4 ⁴	2,2	-11,5	10,2	20,6	15,5	43,2
Brasil	-11,3	6,4	- 6,1	22,8	28,8	12,0	23,4
México	3,7	12,2	16,4	83,0	3,5	2,2	5,1

¹ Variación porcentual con respecto a 1998. ² En porcentaje del total de exportaciones. ³ En dólares de EE.UU. ⁴ Hasta el tercer trimestre.

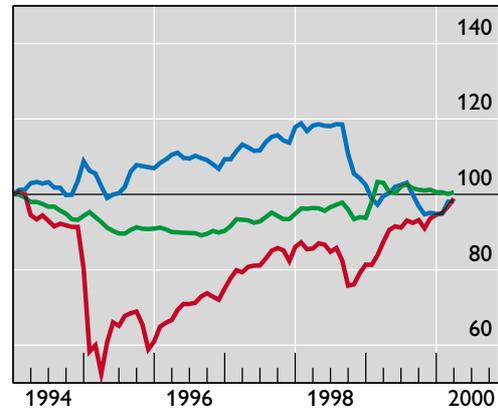
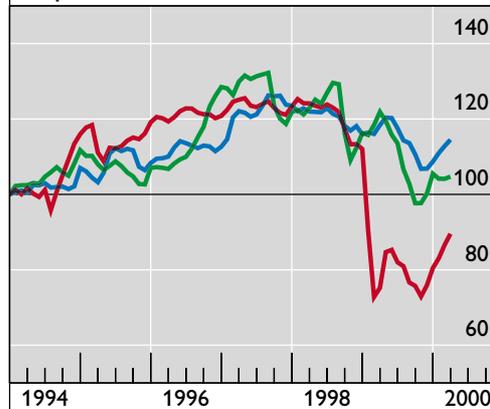
Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro III.6

Tipos de interés y tipos de cambio reales efectivos en América Latina

Tipos de interés reales¹



Tipos de cambio reales efectivos²



¹ Tipos a corto plazo deflactados por la tasa anual de inflación, en porcentaje (México: por la inflación anualizada de los meses siguientes). ² En términos de precios de consumo relativos, diciembre 1993 = 100; un aumento indica una apreciación.

Fuentes: FMI; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico III.7

... si bien el déficit presupuestario fue un motivo de preocupación

precios de las materias primas que constituyen su mayor componente y a causa de la recesión que estaban atravesando los países vecinos.

El restablecimiento de la confianza en Brasil también dependía de que se redujera el déficit presupuestario a un nivel más sostenible (cuadro III.7). Aunque el gobierno acabó logrando un superávit primario de algo más del 3% del PIB, algunas de las medidas adoptadas eran temporales o excepcionales, ya que no se pudo llegar a un consenso para tomar medidas estructurales trascendentales. Por otra parte, como el déficit nominal seguía representando cerca de un 10% del PIB, la preocupación por la estabilidad presupuestaria reavivó la incertidumbre en el mercado de divisas. Para contener el debilitamiento del tipo de cambio, el gobierno recurrió de nuevo a la emisión de bonos indexados con respecto al dólar y acordó con el FMI una reducción del nivel mínimo de reservas internacionales netas. Estas medidas, aunque es posible que aumentaran la vulnerabilidad a más largo plazo, finalmente permitieron bajar aún más los tipos de interés.

La repercusión de la crisis brasileña en México fue bastante limitada, a diferencia de lo ocurrido en casi todos los demás países. El fuerte crecimiento de las exportaciones, facilitado por el persistente dinamismo de la economía de Estados Unidos, limitó la desaceleración de la actividad a principios de 1999, mientras que la demanda interna fue la principal fuente de crecimiento durante el segundo semestre. El consumo privado, impulsado por el elevado crecimiento del empleo y por los efectos-renta de la subida del precio del petróleo, experimentó un enorme crecimiento, al tiempo que la nueva suavización de la política monetaria estimuló la inversión. También merece la pena señalar que, durante los cuatro últimos años, la demanda interna se ha incrementado en total en un 25%, sin que aumentara el crédito bancario. Esta situación se debe en parte a la falta de demanda de préstamos, ya que la inversión empresarial se ha financiado principalmente con entradas de IED. Sin embargo, también se ha debido a la reticencia de los bancos a prestar a los sectores de más riesgo, así como a los lentos progresos realizados en la reestructuración de los balances de los bancos y en la modificación del sistema jurídico por el que se rigen.

Elevado crecimiento en México ...

La recesión de Argentina no debe atribuirse únicamente a factores externos. Los cambios de la situación externa repercutieron directamente en la política interna, debido a la ley de convertibilidad y a la creciente

... pero profunda recesión en Argentina

Saldos fiscales y deuda pública									
	Saldo nominal			Pagos de intereses			Deuda pública		
	1996	1998	1999 pe	1996	1998	1999 pe	1996	1998	1999 pe
	En porcentaje del PIB								
Asia									
China	-0,8 ¹	-1,2	- 2,1	0,8 ¹	1,0	...	7,4 ¹	9,9	...
Hong Kong	2,2	-1,8	- 0,1	-	-	-	-	-	-
India	-4,7	-5,9	- 5,7	4,2	4,4	...	47,9	49,8	...
Corea	0,3	-4,2	- 2,9	0,5	0,8	...	12,0	19,5	22,2
Singapur	14,7	16,7	10,1	-	-	-	73,7	83,1	87,4
Taiwán	-3,3	0,7	- 0,9	1,6	1,5	1,4	22,9	24,0	25,5
Filipinas	-0,3	-1,8	- 3,6	3,4	3,6	3,4
Indonesia	1,1	-2,5	- 2,7	2,0	2,4	3,8	27,3	73,9	60,0
Malasia	0,7	-1,9	- 3,4	2,7	2,6	2,8	35,9	38,3	40,0
Tailandia	3,0	-2,9	- 3,4	0,2	0,2	1,0	13,5	22,1	37,1
América Latina									
Argentina	-2,2	-1,4	- 2,6	1,7	2,2	2,9	35,7	37,7	43,1
Brasil	-5,9	-8,1	-10,0	5,8	8,1	13,1	33,3	42,4	47,0
Chile	2,3	0,4	- 1,5	0,6	0,7	0,4	38,4	35,3	34,2
Colombia	-1,7	-3,4	- 4,3	3,5	4,2	3,8	13,9	21,6	29,8
México	-	-1,3	- 1,1	4,4	2,9	3,6	30,5	27,9	25,3
Perú	-1,1	-0,6	- 2,5	2,2	1,7	1,9	25,4	20,4	20,6
Venezuela	0,7	-4,2	- 2,8	5,0	3,0	3,3	48,8	28,9	29,5
Nota: Las comparaciones internacionales deben tener en cuenta el hecho de que las definiciones del sector público varían de un país a otro.									
¹ 1997.									
Fuente: Datos nacionales.									
Cuadro III.7									

dependencia de Argentina de la financiación externa. Los tipos de interés subieron tras la devaluación brasileña. Posteriormente, al disminuir los ingresos fiscales como consecuencia de la reducción de los ingresos nominales y al aumentar el servicio de la deuda, era cada vez más dudoso que pudieran alcanzarse los objetivos presupuestarios acordados con el FMI. La incertidumbre y las correspondientes presiones al alza sobre los tipos de interés se vieron agravadas por el temor a que el Estado tuviera dificultades para financiar incluso un aumento moderado del déficit (1,2% del PIB), puesto que ya estaba emitiendo mucha deuda en los mercados internacionales de capitales para financiar el déficit por cuenta corriente y los pagos de la amortización (cuadro III.4). Aunque el anuncio de la adopción de medidas fiscales más rigurosas a finales de año dio un cierto respiro, la necesidad de apoyar el tipo de cambio obligó a mantener altos los tipos de interés. De hecho, la ausencia de un instrumento interno para amortiguar los efectos de los acontecimientos externos negativos quedó patente en el descenso del 2% que experimentaron los precios de consumo durante 1999.

A diferencia de Argentina, *Chile* pudo suavizar la política monetaria en respuesta a la recesión provocada por factores externos a principios de año, y su sólida situación presupuestaria le permitió utilizar la política fiscal anticíclicamente. En cambio, en *Ecuador* y *Venezuela*, países ambos que se beneficiaron de la subida de los precios del petróleo, la incertidumbre sobre la política económica y otros acontecimientos internos provocaron una vertiginosa disminución de la producción.

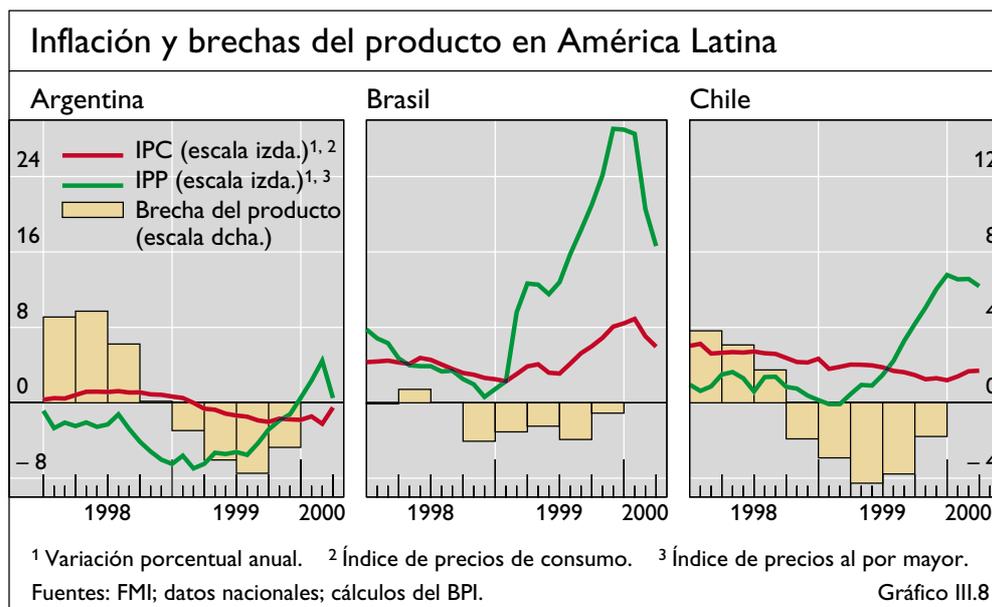
Evolución de la inflación

La contención de
la inflación ...

Uno de los hechos notables observados en América Latina el año pasado fue la contención de la inflación en un nivel bajo en la mayoría de los países. La tasa media de inflación de la región descendió a un 9%, y la mediana a un 4% solamente. Por otra parte, algunos países que tenían tradicionalmente una elevada inflación (*Colombia*, *Uruguay* y *Venezuela*) registraron las tasas de inflación más bajas desde hacía muchas décadas. Este logro fue aún más notable por cuanto los tipos de cambio nominales descendieron en muchos países, y hasta entonces las depreciaciones habían provocado un aumento de las tasas de inflación.

... podría ser
solamente
transitoria ...

Algunos de los factores que contribuyeron a reducir la inflación en 1999 podrían ser solamente transitorios. En primer lugar, la desinflación se importó del resto del mundo a través del descenso de los precios de importación expresados en dólares de Estados Unidos y, en el caso de México, de una apreciación del peso frente al dólar. En segundo lugar, la mayoría de las economías estaban funcionando en un nivel bajo de utilización de la capacidad y en un clima de recesión tal, que las empresas tendieron a reducir los márgenes y los trabajadores plantearon sólo moderadas demandas salariales. En Brasil, por ejemplo, los márgenes de beneficios ya se habían reducido en la mayoría de las industrias manufactureras antes de la devaluación y los salarios reales habían disminuido un 8% a finales de 1999. Por otra parte, la débil demanda contribuyó a que la repercusión de las variaciones de los precios de importación en los precios de consumo fuera relativamente escasa. En otros



países, también parecen haberse reducido los márgenes de beneficios, y apenas han repercutido las variaciones de los tipos de cambio y los precios de importación (gráfico III.8).

Sin embargo, hay varias razones para creer que la baja inflación actual en América Latina podría convertirse en una característica permanente. La desregulación ha mejorado la competitividad de las economías y la liberalización del comercio ha abierto los mercados internos a la competencia extranjera, aun cuando las importaciones siguen representando solamente una pequeña proporción del gasto total. Los mecanismos de indexación también se han eliminado al consolidarse la baja inflación. Por otra parte, dado que la mayoría de los países dejan ahora fluctuar sus monedas y los tipos de cambio han variado, de hecho, en ambos sentidos, las empresas podrían volverse más cautas a la hora de revisar sus precios en respuesta a las variaciones de los tipos de cambio. Por último, conscientes de los riesgos de que rebrote la inflación, las autoridades de la mayoría de los países han mantenido los tipos de interés en unos niveles relativamente altos y se han abstenido de utilizar la política fiscal para atenuar la recesión. Estas prudentes medidas probablemente hayan contribuido a reducir las expectativas inflacionarias y, al invertir en parte la depreciación nominal, también hayan facilitado el control de la inflación efectiva.

... pero podría convertirse en una característica permanente

Grandes desequilibrios externos

Aunque la producción disminuyó o se estancó en la región, los déficit por cuenta corriente continuaron siendo altos, sobre todo en Argentina y Brasil, donde siguieron siendo superiores a un 4% del PIB. Aunque los desequilibrios externos disminuyeron significativamente en Chile y Colombia, continuaron siendo bastante altos en México y en otros países, debido especialmente a la fase del ciclo económico y a la situación mundial relativamente favorable. Un importante factor fue el hecho de que la lenta recuperación o el continuo descenso de los precios de los productos básicos, salvo el petróleo, afectaron

Los grandes déficit por cuenta corriente ...

seriamente a varios países. Por otra parte, es posible que las entradas de IED destinadas a proyectos totalmente nuevos, aunque ayudaron inmediatamente a financiar los desequilibrios de la cuenta corriente, acabaran contribuyendo a agravarlos. Por ejemplo, la inversión extranjera en las empresas de montaje que realizan la mayor parte del comercio entre México y Estados Unidos provoca directamente un aumento de las importaciones de bienes de capital. Esas entradas tienden, además, a aumentar la renta interna y, por lo tanto, a incrementar aún más las importaciones. La inversión extranjera en los sectores de bienes no comerciables también podría ir acompañada de un aumento de los desequilibrios de la cuenta corriente, en la medida en que las empresas obtienen beneficios sin haber aumentado la capacidad de exportación o de sustitución de las importaciones.

... llevan a preguntarse si se mantendrán las entradas de IED ...

Otra cuestión, quizá más importante, es saber si los movimientos de IED podrán mantenerse en el nivel registrado en los últimos años. Las entradas provocadas por las privatizaciones han sido significativas en Argentina, donde el año pasado representaron la mitad de los movimientos totales. Sin embargo, este proceso tiene evidentes límites y, de hecho, en Brasil la proporción de IED relacionada con las privatizaciones disminuyó en 1999. Las fusiones y adquisiciones también fueron importantes, y es posible que a ellas contribuyera el hecho de que las empresas locales parecieran menos caras debido a la bajada del tipo de cambio. Pero las entradas de IED en América Latina también se han visto estimuladas por las reformas estructurales, que han permitido a los extranjeros invertir en un creciente número de sectores y cuyos efectos podrían muy bien dejarse sentir durante varios años. Por otra parte, en los casos en los que la entrada inicial de inversión extranjera fue provocada por privatizaciones, fusiones y adquisiciones, a estas entradas siguió frecuentemente un aumento del stock de capital.

... y a temer por la vulnerabilidad a los tipos de interés extranjeros

A pesar de la relativa facilidad con que se financiaron los déficit por cuenta corriente, el nuevo aumento experimentado el año pasado en la relación entre la deuda externa y el PIB implica que la mayoría de los países latinoamericanos continuaron siendo muy vulnerables a los cambios de la situación financiera internacional, incluida la subida de los tipos de interés en los países industrializados.

África

La debilidad estructural contribuye a la desaceleración del crecimiento

En África, el crecimiento económico se desaceleró, pasando de más de un 3% en 1998 a alrededor del 2½%, a pesar de la recuperación de la demanda mundial y de la correspondiente mejora de las condiciones financieras. Una vez más, la debilidad estructural básica de África (es decir, su bajo grado de integración en la economía mundial y su excesiva dependencia de la agricultura y las exportaciones de productos básicos) ha hecho que su evolución macroeconómica sea relativamente insensible a los cambios de las condiciones de la demanda mundial, pero sumamente vulnerable a las variaciones de la relación de intercambio. Además, la capacidad de resistencia a las perturbaciones internas es débil debido a la deficiente gestión de los asuntos públicos, la rudimentaria estructura financiera y el bajo nivel de ahorro, por

lo que las diferencias entre las tasas de crecimiento de los distintos países normalmente son mucho mayores que en otros grupos de economías de mercado emergentes. Por ejemplo, las subidas de los precios de los productos industriales, en sí mismas resultado de la aceleración del crecimiento mundial, fueron favorables a la renta real en muchos países africanos en 1999. Sin embargo, las guerras civiles y la pérdida del control monetario en Angola y la República Democrática del Congo, la deflación en Burkina Faso y el Chad y las adversas condiciones meteorológicas en otros países (por ejemplo, en Marruecos) fueron todos factores que afectaron a la producción, provocando una disminución del crecimiento del PIB en África.

Al ser el crecimiento menor de lo previsto, muchos países lograron nuevos progresos en la reducción de la inflación. Exceptuando los dos que perdieron el control monetario, la inflación media disminuyó a alrededor de un 7%, y la tasa mediana, a un 4% solamente, las cifras más bajas de la década de 1990. Al igual que en el pasado, los países de la zona del franco (CFA) fueron los que tuvieron la inflación más baja; de hecho, en la mitad de los países de este grupo los precios o descendieron o subieron menos de un 1%. En cambio, en Malawi y Zimbabue la inflación aumentó a un 45% y un 60%, respectivamente, mientras que en Zambia, Ghana y Sudán lo hizo a cerca del 30%.

Progresos en la reducción de la inflación

El año pasado también hubo divergencias entre los resultados económicos de las distintas regiones (gráfico III.9). Por ejemplo, la disminución del crecimiento en la región del norte se debió principalmente a la significativa desaceleración de la actividad en Marruecos, mientras que el crecimiento relativamente elevado que se registró en la región occidental puede atribuirse a la aceleración de la actividad en Ghana, que contrarrestó con creces los peores resultados de Côte d'Ivoire. Sin embargo, la desaceleración de la actividad de la región central es desconcertante, ya que tres de los países exportadores de petróleo de África (Camerún, Gabón y Nigeria) se encuentran en esta zona. En otros casos, el significativo grado de heterogeneidad existente dentro de las regiones hace que "se compensen" las diferencias entre los resultados de los distintos países. Por ejemplo, la producción experimentó una notable mejora en la región oriental, ya que la reanudación del crecimiento en Etiopía contrarrestó con creces los efectos de la persistente debilidad de los precios de los productos agrícolas en Kenia, Tanzania y Uganda. Asimismo, el bajo crecimiento de la región del sur puede atribuirse principalmente al empeoramiento de la situación económica en Zimbabue y al persistente y lento crecimiento de Sudáfrica.

Notables diferencias de crecimiento entre las regiones

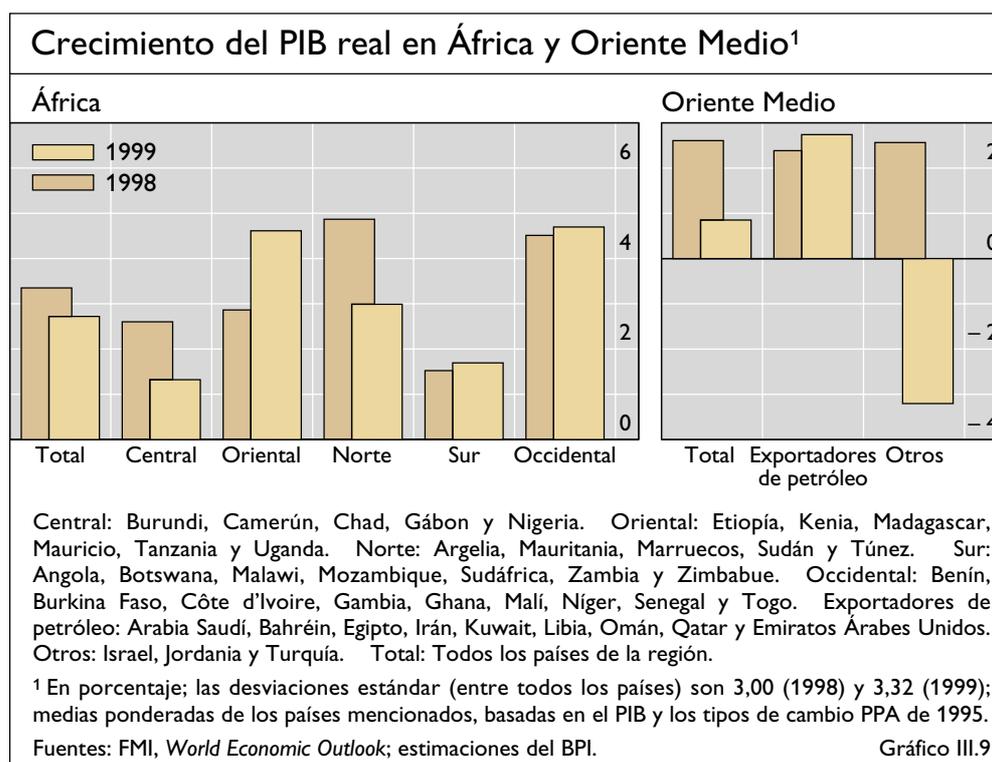
Durante la década de 1990, el crecimiento del PIB de *Sudáfrica* ha sido, en promedio, de un 1% solamente, mientras que la tasa de desempleo ha aumentado a cerca del 40%. Aunque la verdadera tasa de desempleo es algo más baja, puesto que muchos desempleados trabajan en el sector informal o realizan trabajos con contratos no declarados, parece que se necesitarían varios años de crecimiento alto y estable para reducir el desempleo y conseguir una distribución más igualitaria de la renta. Para lograr un aumento del crecimiento de la producción y del empleo, es fundamental que la relación entre la inversión y el PIB, que actualmente es de sólo un 15%, aumente en

Necesidad de conseguir un crecimiento mayor y más intensivo en mano de obra en Sudáfrica

grado significativo, pero también que se moderen algo los salarios reales para inducir a las empresas a instalar más equipo intensivo en mano de obra. Aunque la introducción de un objetivo de inflación para la política monetaria podría contribuir a reducir la inflación y la incertidumbre que la rodea, probablemente no sea suficiente para conseguir que Sudáfrica se convierta en un país más atractivo para la inversión extranjera directa. En la última década, Sudáfrica ha registrado de hecho una salida neta de IED, debido a que el lento crecimiento de la productividad y el nivel relativamente alto de los costos laborales unitarios han reducido los incentivos para realizar inversiones en proyectos totalmente nuevos, en particular.

Obstáculos para la entrada de IED

Sin embargo, es posible que la falta de competitividad no sea la única razón por la que el incremento de las entradas de IED en las economías de mercado emergentes no se ha hecho sentir en Sudáfrica y, de hecho, tampoco en el resto del continente. La incertidumbre política y los deficientes sistemas jurídicos son problemas aún más importantes en algunos países. El aumento de la diversificación de las estructuras de producción y de exportación también acrecentaría el atractivo de las economías africanas como países receptores de IED. Por otra parte, el subdesarrollo del sector financiero y las pequeñas dimensiones de los mercados han continuado impidiendo la necesaria movilización tanto de capital extranjero como de ahorro interno. Así pues, los sectores financieros han seguido siendo pequeños en África en comparación con las economías asiáticas y latinoamericanas más avanzadas. Tomando como indicador del grado de desarrollo del sistema financiero la relación entre el dinero en sentido amplio y el PIB, Argelia, Kenia, Mauricio, Marruecos, Sudáfrica y Túnez son los únicos países que tienen un sistema relativamente desarrollado (cuadro III.8). Por otra parte, el aumento de la intermediación



Indicadores monetarios de África ¹								
	Dinero en sentido amplio		Crédito al Estado		Crédito al sector privado			
	En porcentaje del PIB						En porcentaje del crédito interno total	
	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98
Central	20	15	18	6	9	9	33	58
Oriental	36	39	15	12	17	22	47	66
Norte	65	59	28	19	21	29	34	44
Sur	40	43	2	2	48	53	84	85
Occidental	23	22	9	9	15	12	64	61

Nota: Para una explicación de los grupos de países, véase el gráfico III.9.
¹ Media anual del periodo de tres y cuatro años, respectivamente.
Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.8

financiera, medido por medio del crédito al sector privado en relación con el PIB, sólo ha sido modesto.

Aunque la creación de un sistema financiero que funcionara de modo satisfactorio podría contribuir extraordinariamente a la atracción de inversión extranjera, África tiene varios problemas estructurales y políticos en este sentido. En primer lugar, en la mayoría de los países la estructura económica (un elevado peso de la agricultura con una inversión principalmente auto-financiada) tiende inherentemente a producir un bajo grado de intermediación financiera. En segundo lugar, los grandes bancos estatales han dificultado el desarrollo de un sector financiero más eficiente y competitivo. En tercer lugar, hasta mediados de los años 90, los países africanos favorecieron normalmente al sector “real” de la economía por medio de créditos preferenciales a ciertas actividades. Durante la segunda mitad de la década, se adoptaron en forma creciente medidas destinadas a la liberalización financiera, entre las que se encuentran la liberalización de los tipos de interés, la concesión de independencia a los bancos centrales, la autorización de la creación de nuevos bancos y, como consecuencia de ello, un papel más importante para las instituciones financieras en la asignación del capital. Sin embargo, los efectos de estas reformas han sido relativamente limitados hasta la fecha.

Impedimentos estructurales para el desarrollo del sector financiero

Oriente Medio

La inestabilidad de los precios del petróleo en la última década ha reducido indudablemente el crecimiento económico y la inversión en Oriente Medio. Sin embargo, en los últimos años se han observado algunos indicios de recuperación, sobre todo en los países que han adoptado una política más orientada hacia el mercado. Por ejemplo, tras la aplicación de un tipo de cambio unificado a principios de los años 90 y la introducción de amplias reformas estructurales, *Egipto* ha logrado un crecimiento medio de alrededor del 5% en los últimos cinco años, al tiempo que la tasa de inflación ha descendido gradualmente al 3% durante el mismo periodo. *Arabia Saudí* también ha anunciado la adopción de medidas encaminadas a abrir la economía

Las medidas reformistas mejoran los resultados en Egipto

a la inversión extranjera y a diversificar su producción reduciendo el peso del petróleo. Ahora bien, la mejora de los resultados económicos globales registrada el año pasado puede atribuirse sobre todo a la fuerza de los precios del petróleo, que contribuyó a reducir el déficit presupuestario a alrededor de un 6% del PIB, y el déficit por cuenta corriente, a un 3%.

Perturbaciones de la producción en Turquía ...

En *Turquía*, la economía sufrió tres grandes perturbaciones en 1999: la pérdida de importantes mercados de exportación, la retirada de capital extranjero tras la moratoria de la deuda rusa en 1998 y el terremoto de agosto, que causó grandes daños a la economía. Los elevados tipos de interés reales, destinados a reducir la inflación, exacerbaron las tendencias recesionistas durante el primer semestre de 1999 y, según las estimaciones, la producción real cayó un 5%. En *Israel*, la actividad económica también fue bastante débil durante el primer semestre de 1999. Sin embargo, el anuncio de austeridad fiscal y de un objetivo de inflación del 3–4% para los dos próximos años, unido a un aumento de la demanda mundial, parece que ha influido positivamente en las expectativas y la confianza. Como consecuencia de ello, durante el segundo semestre el crecimiento del PIB aumentó a una tasa anual del 5%, impulsado por las exportaciones y el consumo. Por otra parte, a pesar del aumento de la actividad, la tasa de inflación descendió a un 1,3% a finales de 1999.

... pero recuperación en Israel

Europa central y oriental

Evolución de la producción y del comercio exterior

Rápida recuperación en Polonia y Hungría ...

Aunque Rusia se recuperó de la crisis financiera de mediados de 1998 más deprisa de lo que se esperaba en general, la crisis, unida a las secuelas de la guerra de Kosovo, repercutió de forma negativa en los países vecinos. Las economías de Hungría y Polonia se recuperaron rápidamente de la desaceleración de la actividad, con unas tasas de crecimiento del 4–4½%. En Hungría, la recuperación industrial fue impulsada por el sector de la electrónica y un elevado crecimiento de las exportaciones (gráfico III.10). La producción industrial también contribuyó significativamente al crecimiento en Polonia, al tiempo que el aumento de las ganancias salariales reales, unido al persistente dinamismo de los préstamos a los hogares, apoyó el crecimiento del consumo.

... aunque en otros países la producción disminuye ...

En la República Checa, la recesión comenzó en realidad con la crisis monetaria de 1997 y se agudizó más tarde por la austeridad fiscal. El desempleo aumentó rápidamente, haciendo que tanto los salarios nominales como los precios de mercado se moderaran o bajaran. La producción en los países bálticos, al seguir siendo muy dependiente de las exportaciones a Rusia, disminuyó en algunos casos hasta un 4%. En Rumanía, con multitud de problemas internos, la economía se contrajo en un 4% en 1999, y en Croacia, en un 2%. En cambio, Bulgaria parece haber resultado relativamente poco afectada por las crisis de los países vecinos y ha continuado cosechando los beneficios de su sistema de caja de conversión, entre los que se encuentran un crecimiento de la producción del 2½%, un descenso de la inflación a sólo un ¼% y una bajada de los tipos de interés. Igualmente sorprendentes han sido el sólido crecimiento y la situación macroeconómica relativamente estable de la

... pero no en Bulgaria y los países de la CEI

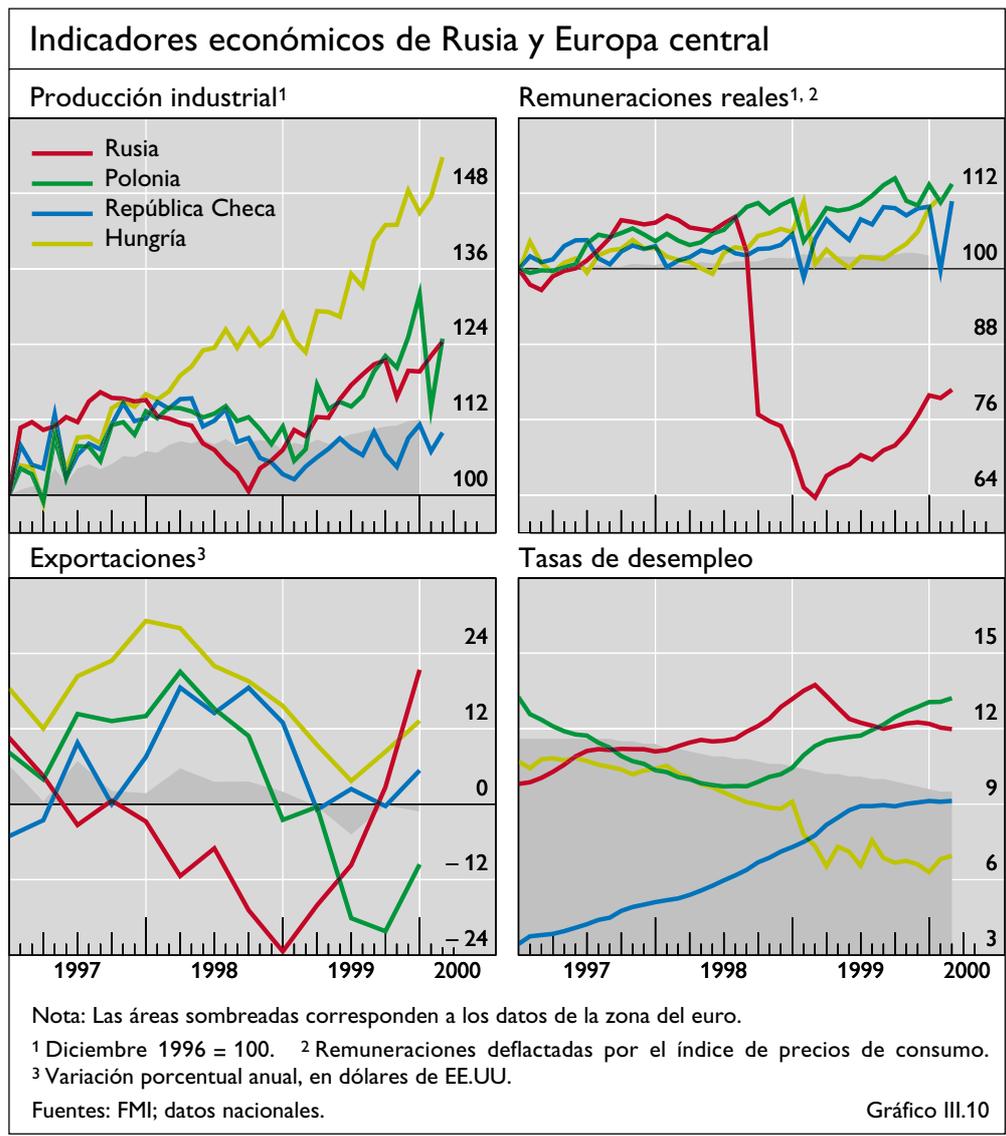
mayoría de los países de la CEI, muchos de los cuales se han beneficiado de la baja inflación importada y de la subida del precio del petróleo.

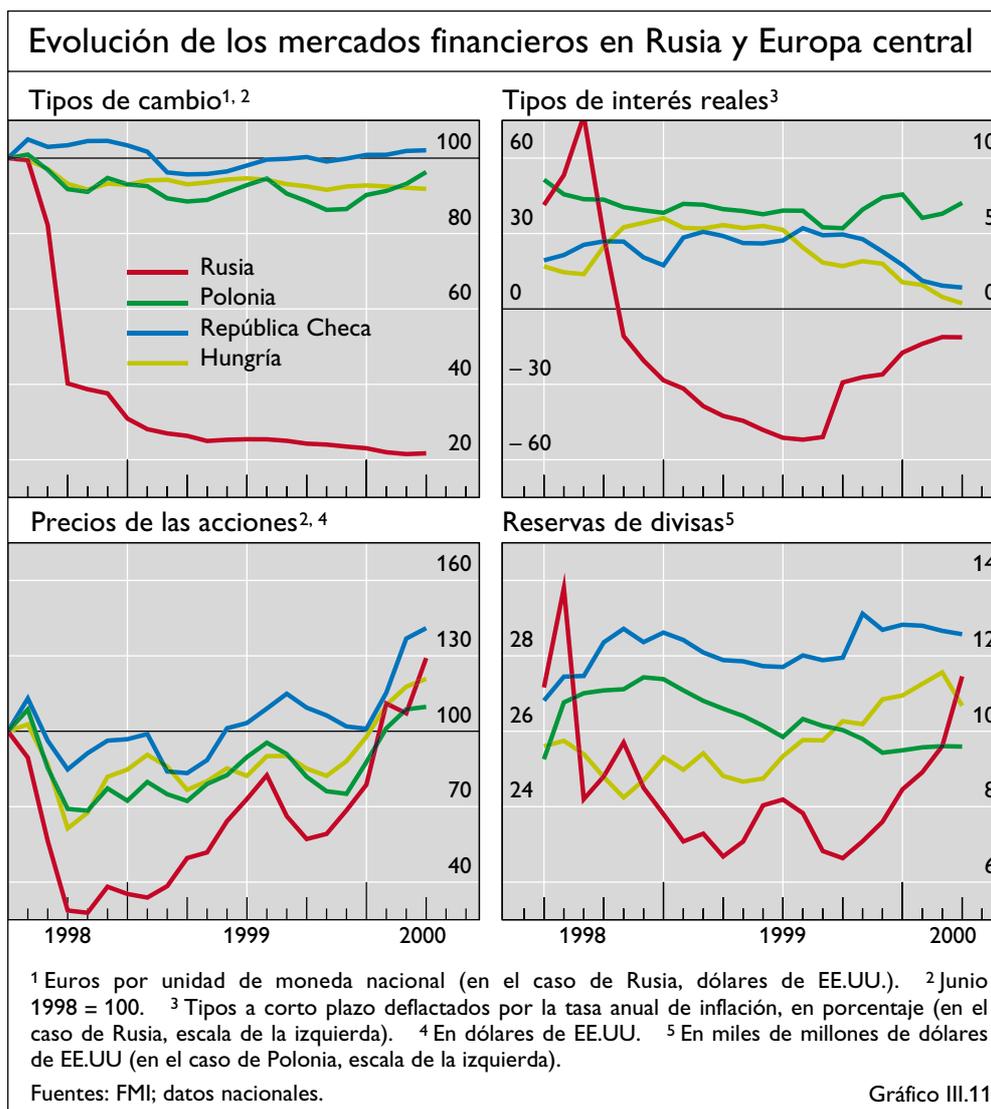
La evolución del comercio exterior y de los desequilibrios de la cuenta corriente fue bastante desigual el año pasado, debido a las diferencias en cuanto a la composición de las exportaciones por mercancías y a su distribución geográfica, así como al crecimiento de la demanda interna. En Hungría, las exportaciones ya habían comenzado a recuperarse a mediados de 1999, y su déficit por cuenta corriente disminuyó. La República Checa también vio mejorar su cuenta corriente, aunque debido principalmente a la débil demanda de importaciones. En cambio, el déficit por cuenta corriente de Polonia aumentó a un 8% del PIB, a causa de una gran pérdida de competitividad en los mercados de exportación. Las presiones a la baja sobre el tipo de cambio en la región generalmente fueron menores que en 1997–98, incluso en los países bálticos, Eslovaquia y Croacia, donde los déficit por cuenta corriente continuaron siendo iguales o superiores a un 6% del PIB (gráfico III.11).

En Rusia, la reanudación del crecimiento en 1999 se debió principalmente a los favorables acontecimientos externos. La considerable subida del precio

Desigual evolución del comercio exterior

Estabilización en Rusia





del petróleo y la sustitución de las importaciones provocada por la gran devaluación de agosto de 1998, se tradujeron en una recuperación de la balanza comercial de 17.000 millones de dólares y en un aumento del PIB del 3,2%. Por otra parte, el resurgimiento del sector manufacturero contribuyó a detener la tendencia ascendente del desempleo. Otros factores positivos fueron la mejora de la recaudación de impuestos y la contención de las presiones inflacionarias al desvanecerse el temor a una hiperinflación y estabilizarse el tipo de cambio entre el rublo y el dólar. Sin embargo, la contención de la inflación se ha conseguido en parte a costa de una vertiginosa disminución de los ingresos reales y de las rentas de los hogares. A finales de 1998, los ingresos reales habían disminuido alrededor de un tercio en comparación con el nivel en el que se encontraban antes de la crisis, y el año pasado sólo recuperaron parcialmente el terreno perdido.

La inflación y la adopción de nuevos regímenes de política monetaria

Aunque la inflación continuó siendo moderada en Europa central debido al débil crecimiento económico durante el primer semestre de 1999, la diferencia entre la tasa de inflación de Europa central y la de la zona euro comenzó a

Aumento de la diferencia de inflación con respecto a la zona del euro

agrandarse de nuevo. En varios países, un crecimiento de los salarios superior al de la productividad constituyó la principal amenaza para la estabilidad de los precios, mientras que las grandes depreciaciones de la moneda o las medidas de liberalización fueron las principales fuerzas inflacionarias en otros. Polonia adoptó a comienzos de 1999 un objetivo de inflación para gestionar la política monetaria, en parte como respuesta a estos acontecimientos, mientras que la República Checa ya había tomado esa misma medida tras la crisis monetaria de 1997.

Polonia estableció inicialmente un objetivo de inflación según el IPC del 8–8,5% para finales de 1999, con la aspiración a más largo plazo de conseguir una inflación inferior al 4% en el año 2003. Aunque el objetivo se redujo en marzo de 1999, la tasa efectiva (9,8%) resultó ser más alta que la fijada como objetivo, debido en parte a la subida de los precios del petróleo, pero también a que la demanda de consumo fue inesperadamente alta. El banco central intentó contener las presiones inflacionarias subiendo los tipos oficiales 3 puntos porcentuales, al tiempo que continuó vigilando el tipo de cambio. La banda de fluctuación del zloty, que ya era grande, se amplió aún más, pasando del $\pm 12,5\%$ al $\pm 15\%$ en marzo de 1999, y las autoridades, en consonancia con la adopción de un objetivo de inflación, decidieron dejar fluctuar la moneda en abril de este año. En la República Checa, a diferencia de Polonia, la inflación neta se quedó muy por debajo del objetivo tanto en 1998 como en 1999. La gran diferencia entre la inflación neta, que no tiene en cuenta el efecto de las modificaciones de los impuestos indirectos y de los precios administrados, y la inflación general puso en peligro durante un tiempo la credibilidad, ya que parecía que las expectativas sobre la inflación se guiaban más por la segunda. Sin embargo, en respuesta a los bajos niveles de inflación alcanzados y al débil crecimiento económico, las autoridades bajaron significativamente los tipos de interés el año pasado, con un amplio respaldo de la opinión pública.

Las economías de Europa central que optaron por adoptar un objetivo de inflación tuvieron algunos problemas específicos, como consecuencia de su exposición relativamente reciente a un entorno más orientado hacia el mercado y del propio proceso de transición. Entre estos problemas cabe mencionar la necesidad de modelar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y de estimar la repercusión de las grandes oscilaciones de los tipos de cambio en la inflación y en las expectativas sobre la inflación. Los datos de series de tiempo sobre la producción y la productividad son, además, relativamente breves, lo que complica el cálculo de las brechas del producto. Por otra parte, la mayoría de las economías en transición aún no han liberalizado totalmente todos los precios administrados. El gobierno checo se ha comprometido a liberalizar todos los precios regulados a finales del año 2002, lo que podría añadir hasta 3 puntos porcentuales al año a la inflación general. Aunque el objetivo fijado por el banco central se refiere a la inflación neta, este hecho podría conducir a un mayor endurecimiento de la política monetaria si las expectativas inflacionarias y las demandas salariales aumentan en consecuencia. Por último, las pautas de consumo probablemente aún no se han asentado, lo que puede implicar que tanto los índices de precios generales como los subyacentes contengan errores de medición.

La adopción de objetivos de inflación en Polonia ...

... y la República Checa

Problemas para la fijación de un objetivo de inflación en las economías en transición