

### III. Propagación de la crisis en los mercados emergentes

#### Aspectos más destacados

La mayoría de las economías de mercado emergentes sufrió en 1998 una enorme caída de los precios de las materias primas y se enfrentó a una gran inestabilidad de los mercados financieros internacionales. El riesgo atribuido a la realización de inversiones en el mundo emergente aumentó notablemente, sobre todo en el segundo semestre, lo que llevó a los bancos acreedores y a otros inversionistas a reducir radicalmente su grado de exposición financiera. Si hasta mediados de 1998 la crisis financiera se limitaba sobre todo a Asia, a continuación se extendió rápidamente a Rusia y a algunos países de América Latina.

Los ajustes realizados para hacer frente a la crisis asiática entrañaron una grave contracción de la producción. Sin embargo, a medida que avanzaba el año, los mercados financieros recuperaron un cierto grado de estabilidad y la disminución de la producción tendió a detenerse en las economías más afectadas. Todavía es demasiado pronto para apreciar la fuerza de la recuperación. El exceso de capacidad acumulado durante años está frenando la inversión. Por otra parte, el crecimiento de la demanda externa ha seguido siendo débil, debido en parte a la deprimida situación de muchos mercados de exportaciones de la región, sobre todo de Japón. También existe una cierta incertidumbre sobre las perspectivas de la economía china.

En el origen de la crisis rusa de agosto de 1998 se encuentran algunas debilidades económicas y financieras importantes. No existen muchos de los elementos básicos de una economía de mercado; la hacienda pública necesita una reforma urgente, y las instituciones financieras aún no han asumido su papel fundamental en el proceso de intermediación. En otros países de Europa oriental, la transición se encuentra en una fase más avanzada y el contagio de la crisis rusa ha sido limitado.

La víctima más notable de la huida en busca de calidad y de liquidez a finales de 1998 fue Brasil. Como ya había ocurrido en tantas ocasiones, el sistema de tipos de cambio férreamente dirigidos, unido a los crecientes desequilibrios macroeconómicos internos y externos, resultó insostenible. Casi todos los demás países latinoamericanos también se encontraron con un clima más hostil en los mercados internacionales de bienes y capitales, y se vieron obligados a adoptar medidas más restrictivas.

#### Factores clave en la evolución de las economías de mercado emergentes

La convulsión financiera que estalló cuando se dejó fluctuar el baht tailandés a mediados de 1997, se ha extendido a un gran número de economías de

Principales fases de la crisis de los mercados emergentes	
1997 Julio Agosto  Octubre  Noviembre  Diciembre	<p>Se deja flotar el bath tailandés (2 de julio).</p> <p>Se deja flotar la rupia indonesia (14 de agosto). Se aprueba un programa de ayuda de 20.100 millones de dólares para Tailandia patrocinado por el FMI (20 de agosto).</p> <p>Caen los precios de las acciones en Asia, América Latina y Rusia. Fuertes presiones sobre el tipo de cambio en Brasil, Corea, Hong Kong y Taiwán.</p> <p>Se aprueba un programa de ayuda de 40.000 millones de dólares para Indonesia patrocinado por el FMI (5 de noviembre).</p> <p>Se aprueba un programa de ayuda de 57.000 millones de dólares para Corea patrocinado por el FMI (4 de diciembre). Se deja fluctuar el won coreano (6 de diciembre). Los precios del petróleo experimentan una bajada del 30% a lo largo del año.</p>
1998 Enero  Febrero Mayo  Junio  Julio  Agosto  Septiembre  Sept./Oct./Nov./Dic.  Octubre  Diciembre	<p>El rublo ruso se fija al dólar con una banda de fluctuación del <math>\pm 15\%</math> (1 de enero). “Pausa” en la deuda de las empresas en Indonesia (27 de enero). Acuerdo de reestructuración, que abarca 24.000 millones de dólares, entre Corea y sus acreedores externos (29 de enero).</p> <p>Indonesia propone la creación de una caja de conversión.</p> <p>Cambio de presidente en Indonesia tras la aparición de disturbios (21 de mayo). La tasa de refinanciación rusa alcanza el 150% al final del mes.</p> <p>Indonesia y un comité de acreedores acuerdan reestructurar 70.000 millones de dólares de deuda externa privada (4 de junio). Firma de un nuevo acuerdo entre el FMI e Indonesia (24 de junio).</p> <p>El rand sudafricano sufre intensas presiones y se deprecia considerablemente. Los tipos de interés brasileños vuelven a los niveles de principios de octubre de 1997 (26 de junio).</p> <p>Se aprueba un programa de ayuda de 22.600 millones de dólares para Rusia, encabezado por el FMI, en 1998–99 (el 20 de julio se ponen a disposición del país 4.800 millones).</p> <p>El yen registra su nivel más bajo después de ocho años (11 de agosto). Las autoridades de Hong Kong intervienen en el mercado de acciones (14 de agosto). Rusia cambia su régimen de tipos de cambio, suspende los pagos de su deuda pública a corto plazo e impone una moratoria en los pagos de la deuda comercial a los no residentes (17 de agosto).</p> <p>Rusia deja de apoyar el rublo (1 de septiembre). Malasia fija su tipo de cambio al dólar e impone rigurosos controles de capitales (1–2 de septiembre). En América Latina, los mercados de acciones caen y los tipos de cambio sufren presiones: Colombia sube la banda de fluctuación de su tipo de cambio un 9% (2 de septiembre); los tipos de interés brasileños se duplican, hasta situarse casi en un 50% (10 de septiembre); el tipo de interés a corto plazo mexicano alcanza un máximo con un 48% (11 de septiembre); Chile amplía su banda y sube los tipos de interés (16 de septiembre). China endurece su normativa cambiaria (27 de septiembre).</p> <p>Serie de reducciones de los tipos de interés en las grandes zonas monetarias.</p> <p>Tras las elecciones presidenciales, Brasil anuncia un programa de ajuste fiscal de tres años (20 de octubre).</p> <p>Se aprueba un programa de ayuda de 41.500 millones de dólares para Brasil, encabezado por el FMI, que comprende un préstamo del BPI de 13.300 millones respaldado por los bancos centrales de 19 países industriales (2 de diciembre).</p>
1999 Enero  Marzo	<p>Se deja fluctuar el real brasileño (15 de enero). El banco central argentino plantea la cuestión de la dolarización (21 de enero).</p> <p>Una agencia de calificación internacional eleva a la categoría de inversión la deuda soberana de Corea (25 de enero).</p> <p>Nuevo programa del FMI para Brasil (8 de marzo). Primera reducción de los tipos de interés brasileños después de dejarse fluctuar el real (25 de marzo).</p>

Cuadro III.1

mercado emergentes. La crisis ha pasado por varias fases (cuadro III.1) conectadas por diversas y, a menudo, complejas vías de transmisión y contagio. La vulnerabilidad de los sectores empresariales y financieros, las débiles cuentas públicas, los crecientes déficit por cuenta corriente y la falta de coherencia de las políticas han sido las causas fundamentales de las dificultades en la mayoría de los países. Dado que muchas economías de mercado emergentes se han integrado más a fondo en el sistema financiero mundial, los cambios bruscos de sentido de los movimientos de capitales casi siempre han servido tanto para provocar problemas internos como para exacerbarlos. Han surgido, a su vez, profundas recesiones, y los tipos de cambio han caído bruscamente en los países afectados, lo que ha afectado significativamente a los precios de los bienes y los servicios en los mercados mundiales y a los movimientos internacionales de mercancías. Estos fenómenos han abierto nuevas vías a través de la transmisión de la crisis por todo el mundo emergente e incluso más allá.

### *Movimientos de capitales*

El largo periodo de fácil acceso de las economías de mercado emergentes a la financiación internacional llegó bruscamente a su fin en el segundo semestre de 1997. El capital del sector privado, que entró en las economías de mercado emergentes a un ritmo de 140.000 millones de dólares en 1996, se redujo a 40.000 millones cuando las primeras oleadas de convulsiones financieras

Evaporación del capital privado en 1997–98

Flujos de capital y reservas en las economías de mercado				
	1990–95	1996	1997	1998
En miles de millones de dólares de EE.UU., tasas anuales				
Entradas netas de capital privado				
Asia <sup>1</sup>	33	81	-45	-69
América Latina <sup>2</sup>	35	70	77	57
Europa oriental <sup>3</sup>	5	10	11	21
Rusia	-9	-25	-7	-12
Entradas netas de capital oficial				
Asia <sup>1</sup>	14	4	37	29
América Latina <sup>2</sup>	6	-12	-5	12
Europa oriental <sup>3</sup>	1	-1	-1	-2
Rusia	8	9	5	7
Aumento neto de las reservas				
Asia <sup>1</sup>	41	58	15	66
América Latina <sup>2</sup>	15	25	13	-10
Europa oriental <sup>3</sup>	6	1	2	9
Rusia	2	-3	2	-5

Nota: Los movimientos de capitales se calculan como la diferencia entre la cuenta corriente y las variaciones de las reservas; los movimientos privados se calculan como el residuo que queda una vez estimados los movimientos oficiales.

<sup>1</sup> China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. <sup>2</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>3</sup> Hungría, Polonia y República Checa.

Fuentes: FMI; Instituto de Finanzas Internacionales (IFI).

Cuadro III.2

sacudieron el mundo en vías de desarrollo en 1997 y se evaporó totalmente el año pasado (cuadro III.2). El vacío dejado por la reducción de la participación del sector privado fue cubierto en parte por crecientes entradas de fondos oficiales. Las entradas de inversión extranjera directa, de más de 120.000 millones de dólares, han seguido siendo intensas en los dos últimos años, lo que induce a pensar que la confianza en las perspectivas a más largo plazo de la mayoría de las economías de mercado emergentes ha permanecido intacta.

Cambio de sentido de las entradas de crédito bancario en Asia

Sin embargo, los datos agregados anuales sobre los movimientos financieros privados ocultan tendencias del crédito bancario extrafronterizo y de la emisión internacional de deuda, que varían extraordinariamente de unas regiones a otras y con el paso del tiempo (véase también el capítulo VII). El cuadro III.3 muestra el brusco cambio de sentido de los movimientos de préstamos bancarios y de títulos registrado en Asia durante el segundo semestre de 1997. A finales de año, los derechos de los bancos sobre las cinco economías asiáticas más afectadas por la crisis financiera (Indonesia, Corea, Malasia, Tailandia y, en menor medida, Filipinas) se habían reducido a una velocidad casi dos veces mayor que el ritmo al que habían aumentado en 1996 y a principios de 1997, pasando de cerca del  $+5\frac{1}{2}\%$  del PIB en 1996 al  $-10\%$  a finales de 1997. Los bancos acreedores continuaron reduciendo su concesión de préstamos a la región a un ritmo rápido durante el primer semestre de 1998. Sin embargo, a medida que transcurría el año, las cuentas corrientes pasaron a mostrar un superávit y aparecieron indicios de que la crisis había perdido fuerza. Como consecuencia de ello, el clima financiero comenzó a ser algo menos sombrío en las economías asiáticas afectadas por la crisis. La emisión neta de títulos internacionales presentó un panorama similar al de los préstamos bancarios, aunque con un cierto retraso, debido posiblemente a que se necesita más tiempo para emitir títulos que para tramitar créditos bancarios. El número de nuevas emisiones disminuyó considerablemente a finales de 1997 y principios de 1998, y durante el segundo semestre de 1998 la emisión neta se volvió negativa, ya que los inversionistas huyeron en masa de los títulos de baja calificación. Sin embargo, la recuperación de la confianza permitió a algunos países, sobre todo a Filipinas, acceder de nuevo a los mercados internacionales de capitales a principios de 1999.

Evolución de las entradas de capitales en América Latina ...

Los datos del cuadro III.3 también dan una idea matizada y sorprendente en muchos aspectos de la situación en América Latina. Las entradas de crédito bancario en esta región siguieron siendo significativas, incluso cuando la crisis se extendió rápidamente por toda Asia durante el segundo semestre de 1997. Aunque los derechos de los bancos sobre Brasil disminuyeron a finales de 1997, esta disminución fue breve. De hecho, durante el primer semestre de 1998 el país tuvo un periodo de entradas especialmente intensas de crédito bancario, equivalentes a más de un  $2\%$  del PIB. Estos flujos sólo cambiaron de sentido hacia mediados de año, tras la crisis rusa, por lo que los derechos bancarios vigentes cayeron vertiginosamente durante el segundo semestre. Asimismo, la contracción neta de la emisión de títulos internacionales de deuda latinoamericana sólo afectó a la región en los dos últimos trimestres del año.

Financiación internacional de las economías de mercado emergentes								
	Media 1990–95 <sup>1</sup>	1996	1997			1998		
			1S	3T	4T	1S	3T	4T
En miles de millones de dólares de EE.UU., tasas anuales								
Préstamos bancarios internacionales <sup>2</sup>								
Asia <sup>3</sup>	37	80	74	- 8	-109	-103	-94	-32
de la cual: China	7	13	13	21	- 1	- 6	-25	4
Países en crisis <sup>4</sup>	28	58	49	-39	- 96	- 96	-59	-43
América Latina	1	29	27	43	40	30	-32	-24
de la cual: Argentina	0	5	4	10	12	3	5	-11
Brasil	0	17	13	18	- 1	17	-32	-18
México	0	0	3	- 5	8	2	- 4	6
Europa oriental <sup>5,6</sup>	0	2	4	8	6	7	4	2
Rusia <sup>6</sup>	-2	7	8	17	6	12	-43	- 6
Emisiones netas de títulos de deuda internacionales								
Asia <sup>3</sup>	15	43	40	44	13	10	-15	- 3
de la cual: China	2	2	7	2	1	0	- 4	2
Países en crisis <sup>4</sup>	11	38	28	36	10	7	-16	- 5
América Latina	13	41	48	76	- 3	50	- 1	- 8
de la cual: Argentina	6	11	13	26	2	20	5	2
Brasil	4	12	15	19	- 6	16	- 8	-12
México	2	13	13	11	- 2	3	0	2
Rusia	0	0	9	5	6	11	25	- 1

<sup>1</sup> Emisiones netas de títulos; 4T 1993–1995. <sup>2</sup> Variación, ajustada para tener en cuenta los movimientos de los tipos de cambio, de los derechos de los bancos declarantes al BPI. <sup>3</sup> Excluidos Hong Kong y Singapur. <sup>4</sup> Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. <sup>5</sup> Hungría, Polonia y República Checa. <sup>6</sup> Sólo se dispone de datos a partir de 1994.

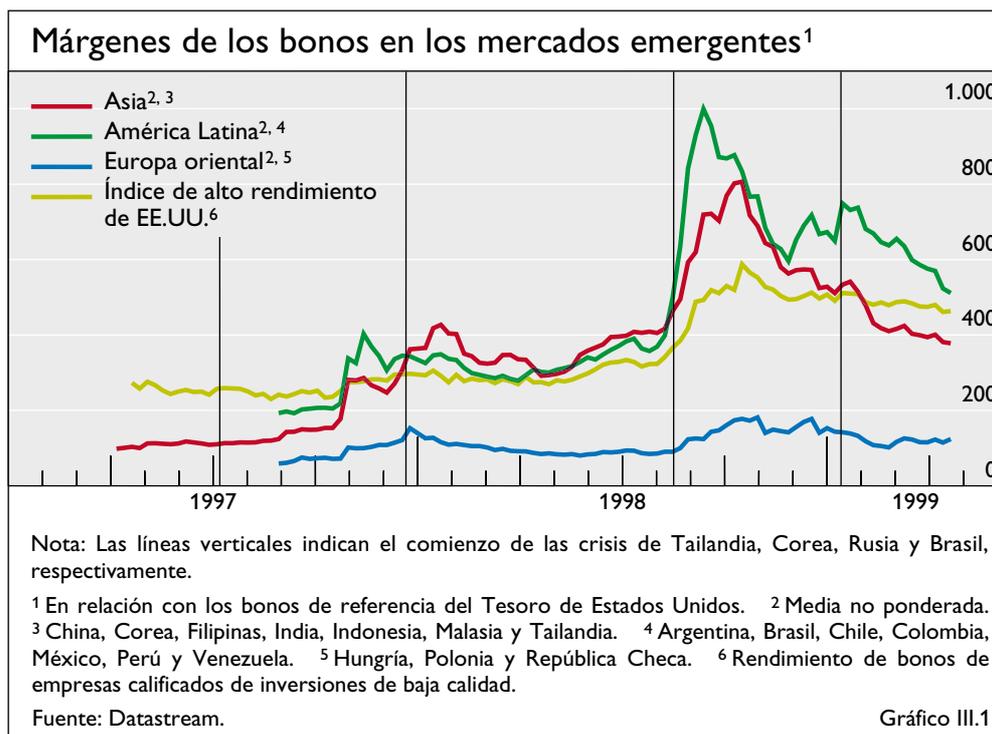
Fuente: BPI. Cuadro III.3

A pesar de su conocida vulnerabilidad, Rusia también continuó atrayendo financiación internacional durante la mayor parte del periodo conducente a su crisis financiera de agosto de 1998. Los préstamos bancarios continuaron siendo tan intensos durante el primer semestre de 1998 como durante 1997, al tiempo que las emisiones de deuda se dispararon. Sin embargo, cuando estalló la crisis en agosto, las entradas se interrumpieron, y los derechos bancarios disminuyeron a un ritmo anualizado de casi 43.000 millones de dólares durante el tercer trimestre. Hacia finales de año, la emisión neta de títulos se había paralizado.

La incertidumbre de los mercados también se reflejó en la notable inestabilidad de los precios de los títulos internacionales. La primera fase de este proceso comenzó a mediados de 1997. Al quedar patente la gravedad de la crisis del sudeste asiático y su poder de contagio, envolviendo a Corea y afectando a Hong Kong y a Taiwán, economías consideradas todas ellas más avanzadas, los márgenes de los títulos internacionales en los mercados secundarios se incrementaron significativamente (gráfico III.1) y la volatilidad aumentó bruscamente (cuadro III.4). Aunque los márgenes no se mantuvieron en los elevados niveles de finales de 1997 y principios de 1998, tampoco volvieron en los meses siguientes a los niveles en los que se encontraban antes de la crisis. Por otra parte, el grado de inestabilidad continuó siendo alto ante

... y en Rusia

Los márgenes de los bonos de los mercados emergentes se amplían y se vuelven más volátiles ...



la inesperada magnitud de la recesión en una gran parte de Asia, el malestar político y social en Indonesia y los crecientes indicios de que algunos países tan dispares y distantes como Chile y Sudáfrica también estaban resultando afectados.

... sobre todo a partir de mediados de 1998

Hacia mediados de 1998, había comenzado una nueva fase de aversión al riesgo más general (analizada más detalladamente en el capítulo V). El anuncio de la moratoria rusa en el servicio de los títulos de deuda nacional, así como en el pago de la deuda de las empresas y de los bancos a los acreedores extranjeros, provocó una crisis de confianza. Los márgenes de los títulos internacionales rusos en los mercados secundarios alcanzaron unos niveles que dejaban de facto a este país fuera del mercado. A principios de octubre, los márgenes de los títulos de la mayoría de las economías de mercado emergentes de Asia y América Latina habían sobrepasado los 800 puntos básicos. Los márgenes de los títulos de empresas estadounidenses de baja calificación, que hasta entonces apenas habían resultado afectados por la crisis de los mercados emergentes, también subieron. Sin embargo, el clima de opinión mejoró cuando el proceso de desendeudamiento en los mercados internacionales estaba próximo a su fin, se anunció un programa de ajuste para Brasil con el respaldo de la comunidad internacional y una serie de recortes de los tipos de interés en Estados Unidos calmó en parte las presiones en los mercados internacionales de bonos. A principios de 1999, los márgenes de rendimiento de los títulos asiáticos se habían reducido de nuevo, situándose en los niveles en que se encontraban antes de la crisis rusa. Los márgenes de los títulos latinoamericanos también cayeron, pero continuaron siendo significativamente más altos que antes de la crisis rusa.

Reducido efecto de la fluctuación del real brasileño

Aunque la devaluación del real brasileño en enero de 1999 fue un importante acontecimiento en la evolución de la crisis de los mercados emergentes,

Media y volatilidad diarias de los márgenes de los bonos de los mercados emergentes*						
	Enero 1997–Junio 1997		Julio 1997–Junio 1998		Julio 1998–Marzo 1999	
	Media	Desviación estándar	Media	Desviación estándar	Media	Desviación estándar
	En puntos básicos					
Asia	104	0,07	268	1,02	542	1,26
América Latina	–	–	289	0,67	664	1,64
Europa oriental	–	–	90	0,20	131	0,30

\* En relación con los bonos de referencia del Tesoro de Estados Unidos. Cuadro III.4

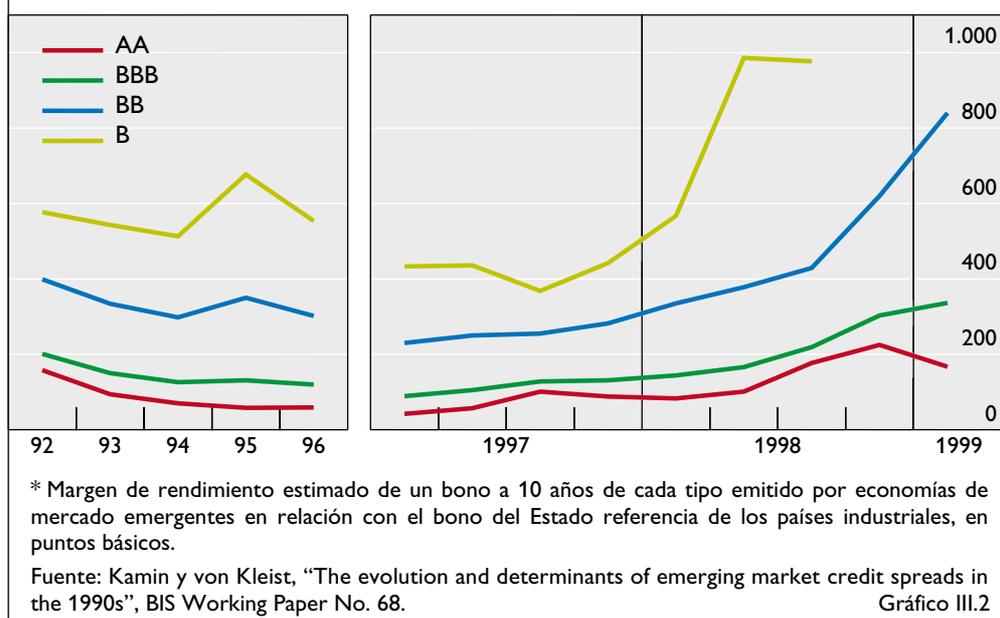
no provocó un nuevo aumento de los márgenes de los bonos. A diferencia de lo que había ocurrido en agosto, Brasil abandonó el sistema de tipos de cambio dirigidos en un momento en el que las posiciones de riesgo, especialmente las de los agentes apalancados, ya se habían ajustado para reflejar el aumento de la aversión al riesgo en los mercados internacionales. Por otra parte, esta devaluación se previó mejor, ya que se llevó a cabo tras un prolongado periodo de pérdidas de reservas y de crecientes desequilibrios fiscales. La creencia de que probablemente el FMI continuaría ayudando a Brasil incluso después de la devaluación, así como el reconocimiento de que los problemas políticos, sociales y bancarios del país no estaban tan arraigados como los de Rusia, también contribuyeron a que la crisis brasileña influyera menos en la confianza de los inversionistas. Gracias a este reducido contagio, Argentina y México pudieron emitir un notable volumen de títulos de deuda en los mercados financieros internacionales durante el primer trimestre de 1999.

Más allá de este panorama general de grandes oscilaciones en el clima de opinión de los inversionistas, reflejado en los márgenes medios de rendimiento de los mercados secundarios, en los últimos años se observan grandes diferencias entre las opiniones sobre los deudores. El gráfico III.2, que representa los márgenes estimados de las nuevas emisiones de bonos para varias clases de prestatarios de las economías emergentes, muestra algunas tendencias claras. En primer lugar, tras la resolución de la crisis del peso mexicano, se produjo un realineamiento general de los márgenes exigidos a los prestatarios de diferentes perfiles de riesgo, debido principalmente a una reducción de las primas cobradas a los prestatarios de mayor riesgo. La crisis asiática detuvo esta convergencia de los márgenes relativos al obligarse a los prestatarios menos solventes a pagar unos tipos claramente más altos. En cambio, los márgenes se ampliaron poco o nada para los prestatarios mejor valorados en el periodo previo a la crisis rusa. Ésta provocó una revisión general del riesgo, tras la cual incluso los prestatarios más solventes tuvieron que pagar una prima significativamente más alta sobre el tipo de referencia, ya que las consideraciones relacionadas con la liquidez agravaron los efectos de los factores relativos al riesgo crediticio. A principios de 1999, sin embargo, podía observarse un cambio de sentido parcial de este aumento.

En los últimos años, una destacada característica de los movimientos de capitales del sector privado ha sido el rápido ritmo al que han entrado en

Evaluación de los riesgos en los mercados primarios

### Márgenes de los bonos de los mercados emergentes según su calificación\*



Influencia en los movimientos de capitales de los sistemas de tipos de cambio fijos ...

países con una considerable vulnerabilidad estructural o macroeconómica —casi hasta la víspera de una crisis financiera— y el brusco cambio de sentido experimentado posteriormente. En varios casos, la elección del sistema de tipo de cambio ha desempeñado un papel importante. Los programas de estabilización basados en los tipos de cambio pueden distorsionar la conducta tanto de los inversionistas como de los deudores. Los elevados tipos de interés internos que suelen ser necesarios para apoyar un sistema de tipos de cambio fijos animan a los residentes a obtener préstamos en divisas sin cobertura, y a los no residentes, a adquirir activos en moneda nacional. Tanto Brasil como Rusia se caracterizaron durante el primer semestre de 1998 por un sistema de tipos de cambio casi fijos, que constituía el eje de la política macroeconómica, y por unos elevados tipos de interés internos en presencia de un creciente desequilibrio fiscal. En algunas economías asiáticas, se había observado una pauta parecida hasta 1997, con la única salvedad de que fueron los desequilibrios externos los que desempeñaron el mismo papel que los déficit presupuestarios en Brasil y Rusia.

... y de los programas de ayuda oficial

También pueden haber desempeñado un importante papel los grandes programas de ayuda oficial, que comenzaron con la crisis mexicana de 1994/95. Como la financiación oficial permitía a los países hacer frente al pago de los intereses de su deuda, la percepción del riesgo-país se atenuó y empezó a notarse una falsa sensación de seguridad en las decisiones de los bancos e inversionistas internacionales a la hora de conceder préstamos. En particular, llegó a considerarse que los bonos internacionales tenían un reducido riesgo de incumplimiento. A veces, las garantías implícitas o explícitas extendidas, no sólo por los gobiernos de los países deudores, sino también por los gobiernos de los países acreedores, permitían a los bancos restar aún más importancia al riesgo-país y a los riesgos de los créditos.

La profunda repercusión de la crisis rusa en los mercados financieros internacionales parece indicar que los inversionistas revisaron radicalmente los riesgos. En particular, cambió su percepción del riesgo-país cuando se dieron cuenta de que el incumplimiento seguía siendo una opción para los países deudores y de que la ayuda oficial no siempre se daba automáticamente. Es posible que el repentino cambio de sentido que experimentaron los movimientos de capitales durante el segundo semestre de 1998 se debiera a otro complejo elemento. Es posible asimismo que las llamadas al sector privado para que compartiera la carga, que se hicieron oír cada vez más tras las grandes operaciones oficiales de rescate en favor de México y de Asia, indujeran a los acreedores a reducir sus créditos a los países tan pronto como se vislumbró la necesidad de ayuda oficial. Algunos observadores han considerado, de hecho, que la brusca caída que experimentaron durante el tercer trimestre de 1998 los créditos bancarios concedidos a Brasil fue una medida preventiva de los bancos, pues temían que, de lo contrario, se verían obligados a refinanciar los créditos existentes o a conceder otros nuevos en el marco del programa previsto de ajuste del FMI.

Cambio de las percepciones tras la crisis rusa

#### *Evolución del comercio de mercancías*

Los precios de las materias primas sufrieron grandes presiones a la baja en 1997-98 (véase el capítulo II). Los precios del petróleo en dólares cayeron un 30% durante 1998, llevando de nuevo a los productores a intentar recortar la producción en marzo de 1999. Los precios de las demás materias primas exportadas por los países en vías de desarrollo bajaron casi un 15% en 1998,

Entre los factores clave que han influido en el comercio se encuentran la caída de los precios de las materias primas ...

Influencia de los precios de las materias primas en algunas economías						
	Exportaciones de materias, en % del total de exportaciones	Ingresos generados por las materias primas, en % de los ingresos del Estado	Variación de las exportaciones de materias primas, en % del PIB	Variación de los ingresos fiscales generados por las materias primas, en % del PIB	Pro memoria:	
					Variación de las reservas <sup>1</sup>	Variación del tipo de cambio <sup>2</sup>
	1997		1998			
<b>Petróleo</b>						
Arabia Saudí	68	78	-3,7	-10,8	1,2	0,0
Indonesia	13	19	-3,9	- 1,7	39,2	-71,4
México	10	36	-1,0	- 1,4	11,8	-13,3
Nigeria	98	63	-8,0 <sup>3</sup>	- 0,9	-13,9	- 1,3
Rusia <sup>4</sup>	17	25	-1,3	- 2,4	-40,1	-41,9
Venezuela	79	56	-6,5	- 6,5	-17,1	-10,8
<b>Cobre</b>						
Chile	42	4	-2,2	- 0,6	-11,4	- 8,9

<sup>1</sup> Variación porcentual de las reservas de divisas. <sup>2</sup> Variación porcentual del tipo de cambio (dólar de EE.UU./moneda local). <sup>3</sup> PIB convertido en dólares de EE.UU. utilizando la media del tipo oficial y del tipo de mercado libre. <sup>4</sup> Petróleo crudo solamente.

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

Cuadro III.5

Destino de las exportaciones de las economías de mercado emergentes en 1998					
	Unión Europea	Japón	Otros países asiáticos	Estados Unidos	América Latina
	% de las exportaciones totales				
Asia	16	10	38	22	3
<i>de la cual:</i> China y Hong Kong	15	10	40 <sup>1</sup>	23	3
Países en crisis <sup>2</sup>	15	11	37 <sup>1</sup>	20	3
América Latina	14	3	4	46	22
<i>de la cual:</i> Argentina	17	3	9	7	50
Brasil	24	4	7	18	29
Chile	24	14	19	15	22
México	4	1	1	82	7
Europa oriental <sup>3</sup>	64	1	2	4	1
Rusia	33	3	8	7	3

<sup>1</sup> Comprende el comercio entre los propios países.   <sup>2</sup> Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.  
<sup>3</sup> Hungría, Polonia y República Checa.  
Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro III.6

la mayor bajada registrada en las dos últimas décadas. Aunque el descenso de los precios de las materias primas también supuso un cierto alivio, ya que bajaron los precios de importación, la relación de intercambio de la mayoría de los países en vías de desarrollo empeoró significativamente el año pasado: entre un 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% en América Latina y más de un 9% en Oriente Medio y un 10% en África.

En muchos países, los bajos precios de las materias primas agravaron la difícil situación económica y financiera. El cuadro III.5 muestra hasta qué punto dependen Indonesia, México, Nigeria, Rusia, Arabia Saudí y Venezuela del petróleo para sus ingresos fiscales y sus ingresos por exportaciones. El cuadro también muestra la dependencia chilena del cobre, cuyo precio expresado en dólares cayó más de un 30% durante el segundo semestre de 1997. Los ingresos generados por las exportaciones de materias primas predominan a menudo en la balanza comercial, y la mayor parte de los ingresos del Estado depende de la producción y la venta de una sola materia prima. En varios casos, las pérdidas relacionadas con los precios de las materias primas vinieron a sumarse a unos desequilibrios externos y fiscales ya considerables, que en el clima reinante de incertidumbre de los inversionistas a veces resultaron difíciles de financiar y presionaron sobre los tipos de cambio. Por ejemplo, en Arabia Saudí tanto el déficit por cuenta corriente como el déficit presupuestario aumentaron hasta representar un 9% del PIB el año pasado. El riyal árabe saudí sufrió grandes presiones a mediados de 1998 y a principios de 1999, debido en parte a estos crecientes desequilibrios y a las perspectivas —entonces negativas— de los precios del petróleo.

... la débil demanda japonesa de importaciones ...

Otro factor clave que influyó en la evolución del comercio el año pasado fue la debilísima demanda japonesa de importaciones. Aunque la mayoría de las economías de mercado emergentes de Asia ha conseguido desarrollar una pauta regional de exportaciones bastante equilibrada, la importancia de

Determinantes del comercio			
	Variación cíclica <sup>1</sup>	Variación de los precios <sup>2</sup>	Crecimiento de las exportaciones netas <sup>3</sup>
Asia			
China	- 1,7	3,7	0,8
Países en crisis <sup>4</sup>	-15,5	-36,2	28,0
América Latina			
Argentina	- 0,6	10,8	0,8
Brasil	- 2,9	- 0,5	8,9
México	- 0,3	16,0	7,6

<sup>1</sup> Variación de las tasas de crecimiento del PIB real entre 1996 y 1998. <sup>2</sup> Variación del tipo de cambio efectivo real entre 1996 y 1998. <sup>3</sup> Diferencia entre el crecimiento del volumen de exportaciones y el del volumen de importaciones en 1998. <sup>4</sup> Media ponderada de Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia, utilizando ponderaciones basadas en el PIB y los tipos de cambio PPA de 1990.

Cuadro III.7

Japón como destino final de sus exportaciones y como motor del comercio intrarregional probablemente ha constituido un importante obstáculo para una rápida recuperación de su comercio y para el crecimiento de su producción en general (cuadro III.6). En cambio, en los países de América Latina y Europa oriental los mercados de exportaciones estuvieron más dinámicos.

Por último, las crisis financieras de Asia durante el segundo semestre de 1997 transformaron los determinantes subyacentes del comercio de mercancías. Muchas economías asiáticas se caracterizaron el año pasado por una recesión sin precedentes y un considerable aumento de la competitividad, a diferencia de lo ocurrido en otras economías de mercado emergentes, en las que las condiciones cíclicas apenas variaron y los tipos de cambio efectivos reales subieron (cuadro III.7). Los efectos-renta, precio y sustitución debidos a estos cambios hicieron que las balanzas comerciales asiáticas variaran bruscamente y que probablemente continúen variando, dados los cambios de la competitividad y de las posiciones cíclicas provocados por las crisis más recientes de Rusia y Brasil.

... y los grandes cambios de la situación del ciclo económico y de los precios

## Adjuste a la crisis en Asia

### *Evolución reciente*

La crisis financiera general provocó una grave recesión en Asia (cuadro III.8). El año pasado, la producción descendió un 8 1/2% en las cinco economías afectadas por la crisis, disminución sin precedentes en más de 40 años. Las economías menos afectadas por la tormenta financiera, como Singapur y Taiwán, atravesaron un periodo de crecimiento excepcionalmente bajo, al tiempo que la fructífera defensa del tipo de cambio del dólar de Hong Kong se consiguió a expensas de una brusca contracción de la producción.

Profundas recesiones ...

La gravedad de la crisis de 1998 fue evidente en muchos otros aspectos. En la mayoría de los países, la demanda interna se hundió. El gasto en inversión fija cayó, ya que las empresas se encontraron con un exceso de capacidad y trataron de sanear sus balances, que se habían vuelto insostenibles por el

... y contracciones de la demanda

excesivo peso del endeudamiento. Por ejemplo, en Corea la inversión fija disminuyó más de un cuarto el año pasado. El gasto de consumo también se redujo significativamente, al empeorar las perspectivas de renta en un clima de ajustes de plantilla, recorte de los costos y deflación de los precios de los activos.

El desempleo  
aumenta ...

El desempleo, que hasta la crisis había sido un mero complemento natural de unas economías dinámicas y en rápida transformación, aumentó, alcanzando unos niveles especialmente dolorosos en una situación en la que el sistema de protección social estaba poco desarrollado. En Corea, la tasa de desempleo aumentó al 8½% a principios de 1999, mientras que en 1997 era del 3% solamente, y en Hong Kong se duplicó, alcanzando el 6%.

Crecimiento, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real			Precios de consumo			Balanza por cuenta corriente		
	1991-96	1997	1998	1991-96	1997	1998	Media 1991-96	1997	1998
	Variación porcentual anual						En porcentaje del PIB		
Asia <sup>1</sup>	8,6	6,4	1,8	10,1	4,0	7,7	- 0,4	0,5	3,3
China	11,6	8,8	7,8	13,7	2,8	-0,9	0,7	3,3	3,1
Hong Kong	5,2	5,3	- 5,1	8,7	5,7	2,6	1,7 <sup>2</sup>	-3,5 <sup>2</sup>	0,3 <sup>2</sup>
India	5,5	5,1	5,8	9,7 <sup>3</sup>	5,2 <sup>3</sup>	7,1 <sup>3</sup>	- 1,2	-1,7	- 2,4
Corea	7,4	5,0	- 5,8	6,0	4,4	7,5	- 2,1	-1,8	12,5
Singapur	8,3	8,0	1,5	2,4	2,0	-0,3	13,9	15,4	17,8
Taiwán	6,5	6,8	4,8	3,6	0,9	1,7	3,7	2,7	1,9
Filipinas	2,8	5,1	- 0,5	10,1	5,0	9,0	- 3,7	-5,3	2,0
Indonesia	7,3	4,9	-13,7	8,8	6,2	58,4	- 2,5	-2,3	4,5
Malasia	8,6	7,8	- 6,7	3,9	2,7	5,3	- 6,3	-4,9	11,7
Tailandia	7,9	-1,3	- 8,0	5,0	5,6	8,1	- 6,8	-2,0	12,3
América Latina <sup>1</sup>	3,7	5,4	2,0	135,6	13,8	10,8	- 2,2	-2,9	- 4,4
Argentina	5,7	8,6	4,2	26,2	0,5	0,9	- 2,0	-2,9	- 4,5
Brasil	3,8	3,6	0,2	505,5	6,0	3,8	- 1,2	-4,2	- 4,5
Chile	8,5	7,6	3,4	12,7	6,1	5,1	- 3,4	-5,3	- 6,3
Colombia	4,2	3,0	0,6	24,1	18,5	20,0	- 3,0	-5,9	- 6,7
México	2,1	7,0	4,8	20,2	20,6	15,9	- 4,5	-1,9	- 3,8
Venezuela	2,8	5,9	- 0,7	52,4	50,0	35,8	2,5	5,3	- 1,8
Europa oriental <sup>1</sup>	1,3	5,1	3,1	30,8	14,1	11,9	- 2,4	-4,2	- 3,9
Hungría	-1,8	4,6	5,2	25,1	18,3	14,2	- 4,6	-2,1	- 4,8
Polonia	2,8	6,9	4,8	38,0	15,1	11,7	- 2,1	-4,0	- 4,4
República Checa	-0,3	1,0	- 2,7	18,3	8,5	10,7	- 2,8	-6,3	- 1,9
Rusia	-8,2	0,8	- 4,6	263,4 <sup>4</sup>	14,8	27,6	2,9	0,8	0,0
Arabia Saudí	2,1	1,9	- 0,7	2,1	0,1	-0,4	-10,5	0,2	- 8,9
Israel	5,8	2,7	2,0	12,6	9,0	5,4	- 4,8	-5,1	- 2,3
África	2,1	2,8	3,3	39,4	13,6	6,7	- 9,8 <sup>5</sup>	-4,7 <sup>5</sup>	-15,3 <sup>5</sup>
Sudáfrica	1,2	1,7	0,1	10,6	8,6	6,9	0,1	-1,5	- 2,0

Nota: Los datos de 1998 son estimaciones en algunos casos.

<sup>1</sup> Media ponderada de los países mencionados, basada en el PIB y los tipos de cambio PPA de 1990. <sup>2</sup> Balanza de bienes y servicios, excluidas las rentas de los factores. <sup>3</sup> Precios al por mayor. <sup>4</sup> 1993-96. <sup>5</sup> En porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios.

Cuadro III.8

El giro de la balanza comercial mostró de manera especialmente clara los bruscos ajustes que estaban produciéndose en las economías nacionales. El cuadro III.9 muestra la compresión que experimentó la demanda de importaciones en la mayoría de las economías asiáticas y que sobrepasó el 30% en Indonesia, Corea y Tailandia. El valor de las exportaciones también disminuyó, aunque mucho menos que el de las importaciones, debido principalmente a los bajos precios de exportación de las materias primas y de los bienes manufacturados, de los cuales había un exceso de oferta. También contribuyeron al estancamiento las perturbaciones de la producción, las dificultades de financiación del comercio y, como se ha señalado antes, la pauta geográfica del comercio asiático. Sin embargo, el aumento de la competitividad elevó algo el volumen de exportaciones. Estas tendencias del comercio de mercancías generaron considerables superávits comerciales en los casos en los que antes había grandes déficits. El cambio de sentido equivalía a una cuarta parte o más del comercio de mercancías en los países afectados por la crisis.

La crisis de la economía real se acompañó, en general, de la desaparición de las burbujas especulativas que habían afectado a los precios de los activos. Los precios de las acciones de la mayoría de las economías, expresados en

... y la balanza comercial experimenta un superávit

Deflación de los precios de los activos

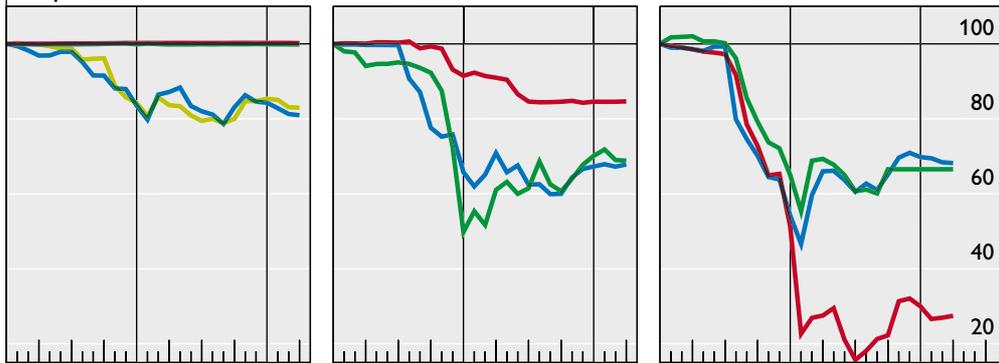
Evolución del comercio de mercancías en Asia y América Latina							
	Crecimiento de las exportaciones <sup>1</sup>			Crecimiento de las importaciones <sup>1</sup>			Variación de la balanza comercial de 1998, en % del nivel medio de comercio <sup>2</sup>
	Media 1990-96	1997	1998	Media 1990-96	1997	1998	
	En porcentaje						
<b>Asia</b>							
China	17,0	21,0	0,4	14,0	2,3	- 1,3	1,6
Hong Kong	13,9	4,1	- 7,5	15,7	5,1	-11,5	5,6
India	11,3	3,6	- 4,1	9,8	9,7	2,9	- 6,8
Corea	11,3	5,0	- 2,2	14,1	- 3,8	-35,5	42,7
Singapur	16,1	0,0	-12,0	15,1	0,8	-21,4	12,3
Taiwán	7,9	5,3	- 9,3	10,2	11,8	- 8,4	- 1,6
Filipinas	15,1	22,9	16,3	17,6	12,0	-16,4	33,7
Indonesia	12,3	7,3	- 8,8	15,0	- 2,9	-34,4	25,4
Malasia	17,8	0,7	- 6,8	20,1	0,8	-25,8	22,7
Tailandia	16,0	3,3	- 5,8	16,3	-13,1	-31,6	34,0
<b>América Latina</b>							
Argentina	14,6	10,8	- 1,7	33,2	28,1	3,1	- 4,8
Brasil	5,1	10,9	- 3,5	17,7	16,6	- 7,4	5,0
Chile	10,4	10,8	-12,0	14,3	10,4	- 4,5	- 7,5
Colombia	9,6	8,8	- 7,0	17,0	12,4	- 0,5	- 5,6
México	23,7	15,0	6,4	21,2	22,7	14,1	- 6,9
Perú	8,4	15,5	-15,8	21,5	8,3	- 4,6	- 7,7
Venezuela	9,5	0,4	-25,3	6,1	45,6	17,2	-48,6

<sup>1</sup> Variación porcentual anual de los valores de las exportaciones/importaciones, expresados en dólares de EE.UU. <sup>2</sup> Media de las exportaciones y las importaciones de mercancías.  
Fuentes: FMI; IFI; datos nacionales.

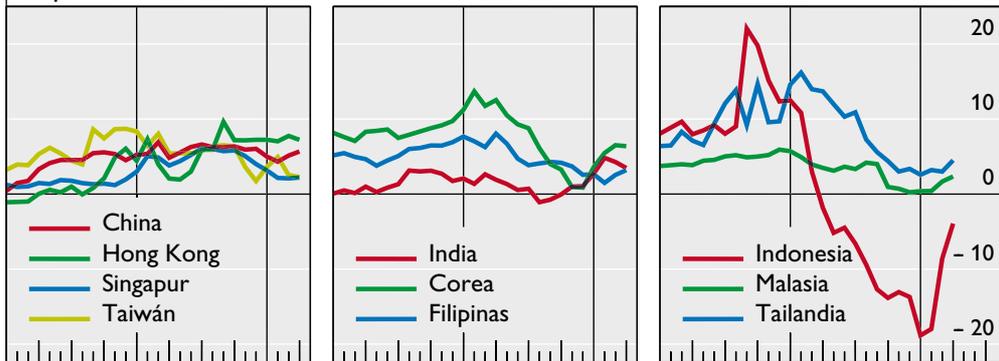
Cuadro III.9

## Evolución de los mercados financieros en Asia

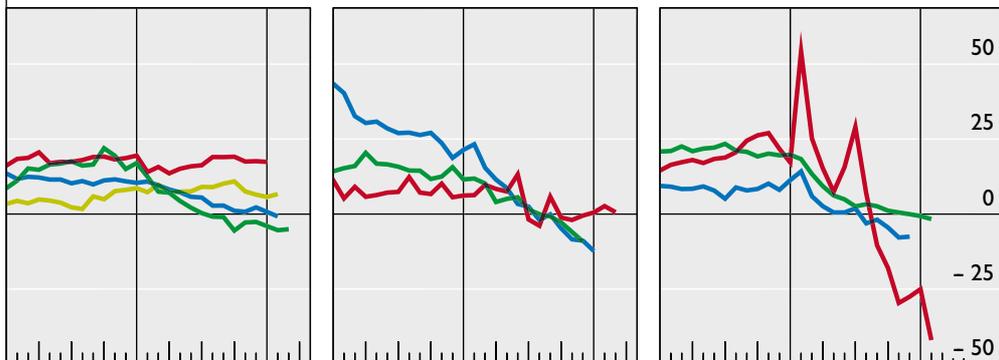
### Tipos de cambio<sup>1</sup>



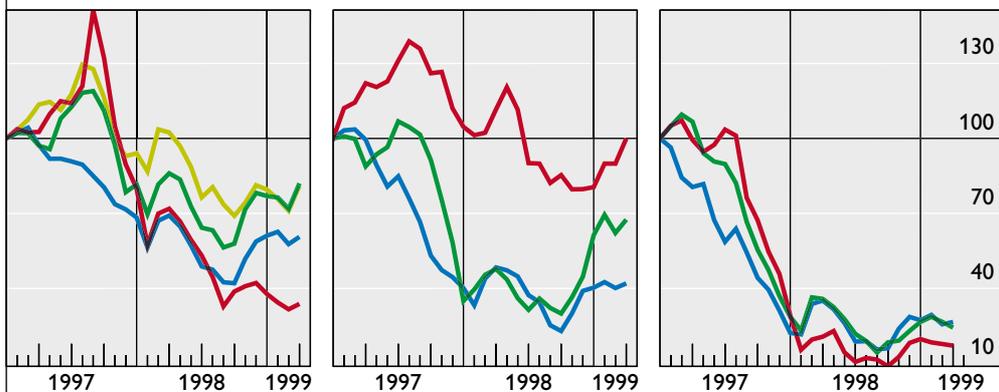
### Tipos de interés reales<sup>2</sup>



### Crecimiento del crédito en términos reales<sup>3</sup>



### Precios de las acciones<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Dólares de EE.UU. por unidad de moneda nacional, diciembre 1996 = 100. <sup>2</sup> Tipos de interés a tres meses deflactados por la tasa anual de inflación, en porcentaje. <sup>3</sup> Variaciones anuales del crédito interno al sector privado deflactadas por la tasa anual de inflación, en porcentaje. <sup>4</sup> En dólares de EE.UU., diciembre 1996 = 100.

Gráfico III.3

dólares, habían bajado a principios de septiembre de 1998 a menos de la mitad del máximo alcanzado en 1997, ya que los inversionistas habían abandonado los mercados locales de valores y la rentabilidad de las empresas había caído (gráfico III.3). También experimentaron correcciones espectaculares los precios de la propiedad inmobiliaria (cuadro III.10). Al disminuir la demanda de propiedad inmobiliaria, cuya oferta era elevada y a menudo creciente, sus precios y sus valores de alquiler bajaron casi ininterrumpidamente el año pasado. Las observaciones preliminares inducen a pensar que esta situación se mantenía a principios de 1999.

En esta situación de profunda recesión, el crédito bancario al sector privado se evaporó durante 1998. A finales de año, estaba disminuyendo rápidamente en Indonesia, Filipinas y Tailandia, y en menor medida en Hong Kong y Corea. En Malasia, su crecimiento siguió siendo positivo durante 1998, aunque muy inferior al objetivo que había marcado el gobierno, pero a principios de 1999 también comenzó a disminuir.

A pesar de este panorama sombrío en general, hubo algunas tendencias más positivas, sobre todo desde mediados de 1998. En primer lugar, a finales de 1998 se observaron algunos indicios de que la contracción económica estaba llegando a su fin, cuando pareció que la brusca disminución de la producción industrial tocaba fondo, salvo en Indonesia (gráfico III.4). En Corea, donde se introdujeron decisivos ajustes en la política económica para hacer frente rápidamente a la crisis, la producción industrial llegó incluso a aumentar en el último trimestre del año pasado y las predicciones para 1999 tendieron a revisarse al alza a partir de finales de 1998. El pequeño resurgimiento del comercio exterior observado en varias economías a finales de 1998 reforzó la impresión de que se había contenido la crisis. Los precios de las acciones se recuperaron considerablemente en los últimos meses del año.

El segundo factor positivo fue la reacción sorprendentemente débil de la inflación a la depreciación de los tipos de cambio en una gran parte de la región asiática. En Malasia, Corea, Filipinas y Tailandia, el tipo de cambio se depreció

Contracción del crédito bancario

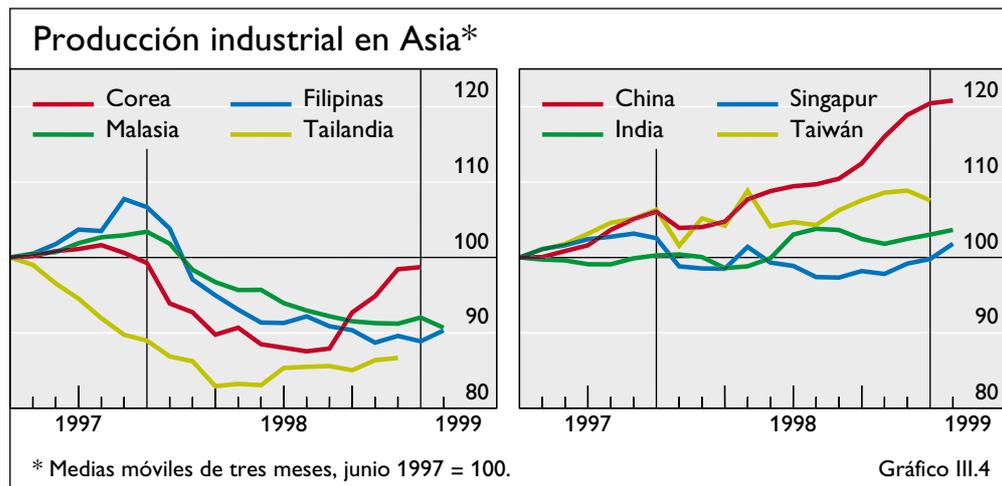
Entre los factores más positivos se encuentran las tendencias recientes de la producción industrial ...

... la limitada respuesta de la inflación a la depreciación ...

Indicadores de los precios de la propiedad inmobiliaria en algunas ciudades de Asia						
	Tasas de desocupación de las oficinas		Variación* de los valores de alquiler de las oficinas a finales de 1998 en relación con		Variación* de los valores de alquiler de las tiendas al por menor a finales de 1998 en relación con	
	Diciembre 1997	Diciembre 1998	1997	3T 1998	1997	3T 1998
Cifras del final del periodo, en porcentaje						
Bangkok	23,6	29,7	-20,3	- 5,8	-27,6	-3,8
Hong Kong	6,4	16,6	-37,1	- 9,9	-50,7	-3,8
Kuala Lumpur	3,7	15,5	-29,1	- 2,5	-31,1	-7,4
Singapur	8,0	12,3	-19,1	-11,9	-25,1	-8,9
Yakarta	8,9	22,1	-11,4	- 7,7	-47,6	0,0

\* En moneda local.  
Fuente: Jones Lang LaSalle.

Cuadro III.10



alrededor de un 60% entre mediados de 1997 y mediados de 1998, pero la inflación de los precios de consumo sólo aumentó como máximo a un 10% en cada uno de estos países. Incluso en Indonesia, el aumento de la inflación fue significativamente menor que la tasa de depreciación de la moneda. Como ya se explicó en el informe anual del año pasado, la escasa repercusión de la devaluación en los precios se debió en gran parte a la atonía de la demanda, a la flexibilidad de los costos laborales y a las presiones a la baja sobre los precios procedentes de las grandes existencias de bienes sin vender o de propiedad inmobiliaria.

... y la estabilización de los tipos de cambio

Es posible que otra importante causa del modesto aumento de la inflación fuera la creciente impresión de que no duraría la brusca depreciación de las monedas registrada durante el segundo semestre de 1997 y a principios de 1998. De hecho, los tipos de cambio de la mayoría de las monedas asiáticas con respecto al dólar se estabilizaron y se recuperaron algo a finales de año. Dado que los tipos de cambio no volvieron a los niveles en que se encontraban antes de la crisis y la inflación se detuvo, en Malasia, Filipinas y Tailandia se preservó alrededor de la mitad del aumento de la competitividad conseguido tras la crisis de mediados de 1997. En Corea, el won se apreció considerablemente en términos reales, aunque no llegó a alcanzar los niveles registrados justo antes de que estallara la crisis asiática. La mejora de la posición competitiva de la mayor parte de Asia permite esperar que se recuperen las exportaciones, siempre que la demanda sea suficientemente elevada en los mercados clave.

#### *Desarrollo de la crisis y orientación de la política económica*

Al retornar la estabilidad a los mercados de divisas durante el año pasado, cobraron más peso los argumentos a favor de una suavización de la política monetaria y fiscal, no sólo para fomentar la demanda interna, sino también para facilitar la reestructuración de los bancos y las empresas.

Suavización de la política monetaria ...

La suavización de la política monetaria se tradujo en casi todos los países en un considerable descenso de los tipos de interés a corto plazo, que en muchos casos retornaron a los niveles previos a la crisis. Se abrió un debate sobre la posibilidad de suavizar aún más la política monetaria. A principios de 1999, los tipos de interés reales a corto plazo de muchas economías aún eran

considerablemente positivos, a pesar de que la actividad continuaba siendo débil y de que una suavización de la política monetaria podría haber facilitado la reestructuración del sistema bancario (véase más adelante). Una importante consideración tenida en cuenta en muchos países fue la posibilidad de que una suavización excesivamente rápida erosionara la sensación de estabilidad en el mercado de divisas recién lograda. Además, como los ingresos por intereses constituyen una parte importante de la renta personal en muchas de las economías asiáticas de elevado ahorro, un brusco recorte de los tipos de interés podía debilitar la confianza de los hogares. Por último, dada la gravedad de la crisis y las perturbaciones causadas a la estructura de la economía y al proceso de intermediación financiera, era difícil saber cómo afectaría a la economía real la reducción significativa de los tipos de interés ya observada a principios de 1999.

La adopción de medidas fiscales más suaves fue otra característica común el año pasado. En algunas economías asiáticas, las administraciones públicas presentaron un considerable déficit en 1998 (cuadro III.11). Los objetivos fiscales que debían cumplir los países que seguían los programas de ajuste del FMI también se suavizaron considerablemente: al principio, Indonesia, Corea y Tailandia se marcaron el objetivo de mantener el equilibrio presupuestario de su administración central en 1998, pero hacia mediados de año se empezó a tolerar un déficit del 3–8% del PIB. Evidentemente, la aparición de déficit presupuestarios se debió en gran medida a la profunda recesión, ya que la suavización discrecional de la política fiscal tendió a ser relativamente pequeña. De hecho, algunos gobiernos tuvieron incluso dificultades para aumentar el gasto hasta los niveles previstos en los programas revisados. Dada la tradición de dura disciplina fiscal y bajo endeudamiento del sector público de la mayoría de las economías, un déficit relativamente elevado probablemente esté justificado durante un periodo limitado. Aun así, dados los costos fiscales que entraña la extensa reestructuración del sector empresarial y financiero, es posible que sea necesario reducir los déficit a medio plazo y que el apoyo cíclico directo a la economía siga siendo modesto.

Aunque Hong Kong y Malasia compartieron la orientación general de la política fiscal y monetaria observada en casi toda la región, el año pasado también adoptaron algunas medidas menos convencionales. En 1997 y 1998, los mercados de acciones y de divisas de Hong Kong experimentaron en varias ocasiones fuertes presiones simultáneas, que comenzaron a considerarse cada vez más como una manifestación de la manipulación del mercado más que como un signo de debilitamiento de variables fundamentales. Según las autoridades, a mediados de 1998 los inversionistas intentaron una “doble estrategia especulativa”, tomando considerables posiciones cortas tanto en acciones como en dólares de Hong Kong. Dado el régimen de caja de conversión de Hong Kong, las consiguientes presiones a las que se vio sometido el tipo de cambio provocaron una subida de los tipos de interés internos, generando así beneficios especulativos al bajar los precios de las acciones como consecuencia de ello. Para hacer frente a esa estrategia, en agosto las autoridades realizaron grandes compras oficiales (que ascendieron a alrededor de 15.000 millones de dólares de Estados Unidos, lo que representaba un 6%

... y de la política fiscal

Intervención en el mercado de acciones de Hong Kong

Balances presupuestarios en las economías de mercado emergentes <sup>1</sup>				
	Superávit (+)/déficit (-)			Pagos de intereses
	Media 1994-96	1997	1998 <sup>2</sup>	1998 <sup>2</sup>
En porcentaje del PIB				
Asia				
China	-1,0	-0,8	-1,2	1,0
Corea	0,4	-1,5	-4,2	0,8
Hong Kong	0,7	5,7	-1,6	-
Indonesia	0,7	-0,9	-3,4	2,3
Malasia	3,7	6,3	-1,7	2,5
Singapur <sup>3</sup>	13,2	9,6	16,4	2,4
Tailandia	2,3	-0,7	-2,4	0,7
América Latina				
Argentina	-1,4	-1,4	-1,1	1,9
Brasil	-2,4 <sup>4</sup>	-4,3 <sup>4</sup>	-7,5 <sup>4</sup>	8,0
Chile	2,2	1,9	0,4	0,7
Colombia	-2,0	-4,2	-5,5	3,2
México	0,0	-0,5	-0,7	3,6
Perú	-0,2	-0,9	0,9	1,7
Venezuela	-1,3	1,9	-4,0	2,6

<sup>1</sup> Las definiciones del sector público varían de unos países a otros. En el caso de China, los datos se refieren al presupuesto del Estado; en el de Corea y Hong Kong, a las administraciones públicas consolidadas; en el de Brasil, Malasia y México, al sector público; en el de Argentina, al sector público no financiero; en el de Chile, Colombia, Perú, Singapur, Tailandia y Venezuela, a las administraciones públicas. <sup>2</sup> Algunas cifras son estimaciones. <sup>3</sup> Los elevados pagos de intereses de Singapur reflejan la emisión de deuda pública, principalmente con el fin de desarrollar el mercado local de bonos y crear títulos de referencia. <sup>4</sup> Concepto operacional, es decir, excluido el componente de inflación de los pagos de intereses sobre la deuda interna.

Fuentes: FMI; IFI; datos nacionales. Cuadro III.11

de la capitalización del mercado en ese momento) en los mercados de acciones y de futuros. Esta intervención dio como resultado una suavización de los tipos de interés y una estabilización de los precios de las acciones. Para disipar los temores sobre el mantenimiento del enfoque tradicional de libre mercado, las autoridades se comprometieron a gestionar su cartera de acciones con prudencia y a venderlas gradualmente. Por otra parte, en septiembre tomaron algunas medidas para reducir tanto la volatilidad de los tipos de interés como la susceptibilidad de los mercados financieros locales a las manipulaciones.

Control de  
capitales en Malasia

Malasia vinculó el ringgit al dólar de Estados Unidos en septiembre de 1998, para facilitar la suavización de la política macroeconómica, e introdujo rigurosos controles (modificados a principios de 1999), para frenar las salidas de capitales y limitar las transacciones extraterritoriales en moneda nacional. Esta medida le costó a Singapur una cuarta parte de su volumen de transacciones bursátiles y una considerable cantidad de sus operaciones en divisas. Se suavizaron, además, algunas reglamentaciones prudenciales sobre la clasificación de los préstamos. También fueron poco convencionales las instrucciones dadas a los bancos para que aumentaran sus préstamos un 8% durante 1998.

La adopción por parte de Malasia de controles de capitales ha relanzado el debate sobre si es prematuro o no liberalizar totalmente estos movimientos en la mayoría de las economías de mercado emergentes. En particular, en los últimos años han aumentado los partidarios de que se adopten medidas para frenar la entrada de capitales a corto plazo, hasta que se fortalezcan suficientemente los mercados, las instituciones y el marco regulador. Las medidas para contener las entradas de capitales pueden ser útiles, sobre todo cuando se llevan a cabo mediante instrumentos basados en el mercado, como los coeficientes de reservas que gravan más las entradas a corto plazo. Si están bien concebidas, pueden contribuir a evitar un rápido crecimiento de los préstamos internos y la burbuja de los precios de los activos que suele acompañarlo y permitir al mismo tiempo que se mantenga una actitud liberal hacia las entradas a largo plazo, como la inversión extranjera directa.

Mucha menos aceptación tiene la imposición de controles sobre las salidas de capitales, sobre todo cuando ya existe un régimen más liberal. Un argumento frecuente a favor de esos controles es que pueden dar a las autoridades el margen de maniobra necesario para formular y poner en práctica programas de ajuste, que podrían ayudar a restablecer la confianza de los inversionistas. El argumento contrario es que también puede abusarse de los controles, ya sea para mantener durante demasiado tiempo una política económica incorrecta, o para retrasar la reestructuración de un sector financiero débil. Por otra parte, la eficacia de los controles de las salidas de capitales disminuye a medida que se encuentran y se explotan las lagunas existentes. Para taparlas, a menudo se ponen en marcha unos controles cada vez más complejos y generales, hasta el punto de que puede verse seriamente perjudicada la actividad económica útil. Otro aspecto contraproducente de los controles sobre las salidas es que pueden transmitir señales negativas que reduzcan las entradas de capitales en un momento crítico. Si esta pérdida de confianza afecta a las economías vecinas con problemas parecidos (pero que no han adoptado restricciones), pueden ser especialmente perjudiciales para ellas. Por último, es probable que la pérdida potencial de confianza y de credibilidad de la política económica que pueden entrañar los controles sobre las salidas eleve el costo de los préstamos internacionales durante mucho más tiempo de lo que dura la crisis.

Peligros de la imposición de controles sobre las salidas

### *China y la India*

Los dos países asiáticos más poblados han resultado menos afectados por la crisis en la que se han visto sumidos los demás países de la región, debido en gran parte a que están muy aislados de los mercados financieros mundiales. No obstante, la crisis ha puesto de manifiesto algunos aspectos vulnerables y ha empeorado la situación económica y financiera.

Por lo que se refiere a China, según las estadísticas oficiales, el año pasado el crecimiento de la producción fue algo inferior al 8%, que se había fijado como objetivo. Sin embargo, diversos indicadores mostraron una desaceleración de la tendencia de la actividad, que aún no aparecía en las estadísticas sobre la producción agregada: el desempleo aumentó; las crecientes existencias de bienes sin vender presionaron los precios a la baja; la producción de energía

En China el crecimiento ha sido cercano al objetivo, pese a los indicios de debilitamiento

disminuyó casi un 4%, debido en parte a la débil demanda de las empresas; el crecimiento de las importaciones y de las exportaciones se redujo, y la rentabilidad de las empresas públicas empeoró. Para hacer frente a la desaceleración, durante el segundo semestre del año se incrementó el gasto del sector público. Se aceleró el gasto en infraestructura, se indujo a las empresas públicas a aumentar sus inversiones y a los bancos estatales a expandir sus préstamos para infraestructura y vivienda. Se adoptó una política monetaria más expansiva, bajándose los tipos de interés y tomándose medidas para estimular los préstamos bancarios.

Estabilidad del tipo  
entre el yuan y el  
dólar

Las autoridades mantuvieron su política de estabilizar el yuan frente al dólar de Estados Unidos. Pensaban que había varias razones convincentes para adoptar esta postura. La balanza comercial y la balanza por cuenta corriente mostraban considerables superávits, y las reservas internacionales eran abundantes y estaban respaldadas por una amplia serie de restricciones sobre los movimientos de capitales. Por otra parte, se pensaba que existían grandes riesgos de nuevos ataques especulativos contra el dólar de Hong Kong, y se extendió el temor a que una devaluación provocara una nueva ronda de devaluaciones competitivas tanto en la región como fuera de ella. Sin embargo, al mismo tiempo parece que han aumentado las salidas de capitales y las importaciones no registradas, ya que la diferencia entre el aumento que experimentaron las reservas de divisas el año pasado (5.000 millones de dólares) y el superávit por cuenta corriente (20.000 millones) más las entradas de inversión extranjera directa (alrededor de 40.000 millones), fue mucho mayor que en los dos años anteriores.

Preocupación por  
el sector financiero

La crisis financiera de la región también puso de manifiesto la fragilidad del sistema financiero de China. La presencia de un gran volumen de préstamos improductivos en los grandes bancos estatales, así como de unos mercados de títulos insuficientemente regulados y supervisados, parecía cada vez más clara en los últimos años y había inducido a los prestamistas extranjeros a ser más precavidos durante 1998. A finales de ese año, se cerró una sociedad de inversiones que tenía considerables deudas externas. Contrariamente a lo que se esperaba, las autoridades centrales no se consideraron obligadas a devolver la deuda externa no declarada de la sociedad. Aunque esta decisión elevó el costo de los empréstitos en el extranjero, también puso de manifiesto que las autoridades eran conscientes de las implicaciones de riesgo moral de una política de garantías indiscriminadas de la deuda externa. Por otra parte, se formularon programas para reestructurar los bancos estatales, así como para endurecer la reglamentación y la supervisión prudenciales. Sin embargo, el hecho de que se recurra continuamente a estos bancos para estimular la actividad, plantea inevitablemente algunos dilemas a las autoridades.

La India

La economía de la India se caracterizó el año pasado por un continuo y elevado crecimiento. La inflación se aceleró y el déficit por cuenta corriente continuó siendo significativo, debido a los débiles resultados de las exportaciones. El déficit de la administración central sobrepasó el 6% del PIB. Las enormes presiones ejercidas por este desequilibrio fiscal en el ahorro interno, unidas a la falta de recursos financieros en otras partes del sector público,

continuaron siendo un obstáculo para la actividad del sector privado. Para sanear las cuentas públicas, en marzo de 1999 el gobierno anunció una estrategia a medio plazo de ajuste presupuestario, a la que el banco central respondió suavizando su política monetaria, y, ante la crisis financiera regional, también endureció la reglamentación prudencial de los bancos. Sin embargo, la reforma financiera aún está incompleta, al igual que la reforma estructural llevada a cabo en algunas otras áreas importantes.

#### *Reestructuración de la banca y de las empresas*

Al agravarse las dificultades económicas y financieras el año pasado, algunos sistemas bancarios asiáticos se vieron sometidos a enormes tensiones. A finales de 1998, los préstamos improductivos sobrepasaban el 10% —en Indonesia y Tailandia representaban el 45%— del total, y casi todos los bancos de los países afectados por la crisis sufrieron considerables pérdidas.

El costo macroeconómico de una crisis bancaria y de su resolución suele ser muy alto. Los costos fiscales de las crisis bancarias producidas a principios de la década de 1990 fueron desde un 4% (Noruega y Suecia) hasta un 17% (Venezuela) del PIB, a pesar incluso de que en la mayoría de estas crisis bancarias el porcentaje de préstamos improductivos fue muy inferior al registrado ahora en Asia. Hay dos aspectos importantes para evaluar el costo macroeconómico de una crisis bancaria. El primero es el grado en que puede preservarse la confianza del público en sus instituciones bancarias. La pérdida de confianza puede inducir a los depositantes a retirar sus activos y reducir así el nivel de intermediación financiera y la eficiencia con que pueden asignarse los recursos. Si se transfieren activos al extranjero, puede estallar una crisis monetaria o agravarse si ya existe. En Argentina se produjo en 1995 una pérdida temporal de confianza en el sistema bancario nacional, la cual obligó a introducir grandes ajustes en la política económica, que, a su vez, contribuyeron a una considerable contracción económica. En Indonesia, un pánico bancario complicó la contención de la crisis a finales de 1997.

El segundo aspecto importante es el grado de contracción del crédito durante la crisis. Dado el papel fundamental que desempeña éste en la actividad económica, sobre todo en Asia, donde es muy elevado en relación con el PIB, una brusca disminución de los préstamos puede producir considerables efectos macroeconómicos. Incluso en un sistema bancario sólido, la demanda de crédito bancario disminuiría como respuesta lógica a la falta de oportunidades de inversión tras un periodo de expansión. Sin embargo, esta contracción del crédito es más grave cuando los bancos han acumulado grandes carteras de préstamos improductivos concedidos para financiar grandes inversiones en activos reales, como en Asia. Si los bancos cierran, incluso los prestatarios solventes pierden “su” banco, y normalmente tienen dificultades para conseguir créditos en otros. Si los bancos se mantienen a flote, es probable que apliquen unos criterios más rigurosos para conceder préstamos y que los racionen, lo cual reducirá aún más la demanda agregada, causando problemas incluso mayores a los prestatarios y a los bancos. Tras las crisis bancarias anteriores, el crédito bancario real se redujo a la mitad en dos años en México y más de un 20% en Finlandia y Suecia. Como se ha señalado antes,

El costo de una crisis bancaria depende de ...

... la confianza de los clientes de los bancos ...

... y del grado de contracción del crédito

el año pasado el crédito bancario en términos reales comenzó a contraerse en todas las economías afectadas por la crisis.

Papel potencial de una suavización de la política monetaria

Una rápida contracción del crédito en una crisis bancaria lleva a preguntarse qué puede hacer la política monetaria para contrarrestarla. Una suavización de la política monetaria reduciría los tipos de interés a corto plazo y probablemente elevaría la pendiente de la curva de rendimientos, lo cual mejoraría la situación estimulando la demanda y ampliando los márgenes netos de intereses de los bancos. En Estados Unidos se adoptó con éxito esta estrategia a principios de los años 90. Sin embargo, en las pequeñas economías abiertas de Asia puede ser peligroso suavizar la política monetaria aun más de lo que se ha hecho hasta ahora, ya que una política monetaria demasiado suave puede desestabilizar de nuevo los mercados de divisas. Por otra parte, unos tipos de interés muy bajos reducen notablemente los costos de mantener los préstamos fallidos, lo cual puede atenuar las presiones para que se reestructure realmente el sector financiero.

Reestructuración y recapitalización de los bancos en Asia

En Asia, se han tomado durante los dos últimos años varias iniciativas de reestructuración y recapitalización para hacer frente a las graves crisis bancarias. Las fases iniciales de estos programas de reestructuración presentan algunas características comunes. En primer lugar, para impedir las retiradas masivas de depósitos, las autoridades se han visto obligadas a extender garantías que cubrían los depósitos bancarios y a crear sistemas explícitos de garantía de depósitos. La segunda característica ha sido la modificación del marco regulador. Se han endurecido las disposiciones prudenciales, si bien en algunos casos (Malasia y, en menor medida, Tailandia) se han hecho algunas concesiones temporales para ayudar a los bancos a resolver sus graves problemas financieros.

En la mayoría de los países afectados por la crisis, se han establecido, además, sociedades de gestión de activos para que se hagan cargo de una parte de la cartera de préstamos improductivos de las instituciones financieras. Esta medida se ha tomado frecuentemente para reducir la creciente aversión de los bancos a conceder nuevos préstamos a medida que aumentaba su preocupación por la gestión de las deudas incobrables. Se han adoptado diversas estrategias, que van desde intentar deshacerse rápidamente de los activos sujetos a riesgos hasta el intento de evitar la liquidación total. La primera estrategia se ha seguido en Tailandia y la segunda en Malasia.

Por último, el temor a que el cierre forzoso de un banco provocara una oleada sistémica de insolvencias bancarias y agravara el problema del racionamiento del crédito, explica por qué a principios de 1999 eran relativamente pocos los bancos que se habían dejado quebrar. Al contrario, se han tomado medidas para recapitalizar y fusionar bancos. Durante el último año y medio se han adoptado diversos planes de recapitalización, subordinados a menudo a la participación de los accionistas o a la mejora de la eficiencia operativa y a un cambio de la dirección. En los casos necesarios, algunos bancos en dificultades han pasado a ser temporalmente propiedad del Estado. También se han fomentado las absorciones de bancos débiles por bancos mayores y menos débiles (como en Corea y Tailandia), aunque, dadas las proporciones sistémicas de las crisis bancarias, muchas veces ha resultado

muy difícil encontrar un comprador adecuado. Las autoridades también se han vuelto mucho más favorables a las absorciones por bancos extranjeros. En varios países, como Indonesia y Tailandia, se han reducido o eliminado totalmente las restricciones que les impedían hacerse con el control de bancos nacionales.

En la mayoría de los países, los planes para resolver los problemas de los bancos se han complementado con iniciativas para ayudar a las empresas viables a reestructurar sus operaciones y hacer frente a los intereses de su deuda, que han sido mucho más onerosos dada la disminución de sus flujos de caja. Sin embargo, a principios de 1999 muchos de estos programas aún se encontraban en fase de elaboración, debido en parte a que los debilitados acreedores no estaban dispuestos a hacer concesiones. Donde más progresos se han realizado ha sido en Corea, país en el que el gobierno y los cinco mayores chaebol (conglomerados) firmaron a finales de 1998 un acuerdo en el que prometían racionalizar y especializar más sus operaciones y reducir su deuda. Sin embargo, estas promesas aún no se han puesto en práctica.

Iniciativas de reestructuración de las empresas

## La crisis financiera rusa y su repercusión en Europa oriental

Las dificultades para controlar las cuentas públicas, el creciente ritmo de emisión de deuda pública a corto plazo, el descenso de los precios de las materias primas y la apreciación del tipo de cambio real, pusieron cada vez más en duda la capacidad de Rusia para pagar los intereses de su deuda a finales de 1997 y durante el primer semestre de 1998. Como consecuencia de ello, el tipo de cambio sufrió repetidos ataques, a los que las autoridades respondieron subiendo sucesivamente los tipos de interés hasta situarlos en un 150% a finales de mayo, aun cuando la inflación seguía siendo inferior a un 10%. Para reforzar la estabilidad del rublo, que había sido uno de los ejes de la política monetaria durante algunos años, en julio se ofreció a Rusia una ayuda financiera internacional durante dos años de casi 23.000 millones de dólares, de los cuales 4.800 millones fueron otorgados inmediatamente por el FMI. Sin embargo, como el Parlamento se oponía firmemente a que se tomara medidas enérgicas para elevar los ingresos, resultó difícil llevar a cabo el programa de ajuste. Al ser muy altos los tipos de interés reales, los costos de los intereses de la deuda pública absorbieron casi la mitad de los ingresos del Estado (gráfico III.5). Las pérdidas de reservas continuaron, y el intento de prolongar el vencimiento a muy corto plazo de la deuda pública negociable fracasó, quedando por financiar casi 20.000 millones de dólares de deuda en rublos a corto plazo antes de fin de año. Los precios de las acciones registraron, además, nuevos mínimos, los tipos de interés internos seguían siendo altos y los márgenes de los eurobonos rusos alcanzaron los 2.000 puntos básicos.

Fases de la crisis rusa

Ante los crecientes problemas de financiación interna y externa, las autoridades rusas anunciaron un cambio radical de política a mediados de agosto de 1998. Entre las principales medidas se encontraban la ampliación de la banda de fluctuación del tipo de cambio y su abandono posterior, la suspensión de las transacciones de letras del Tesoro, así como una reestructuración

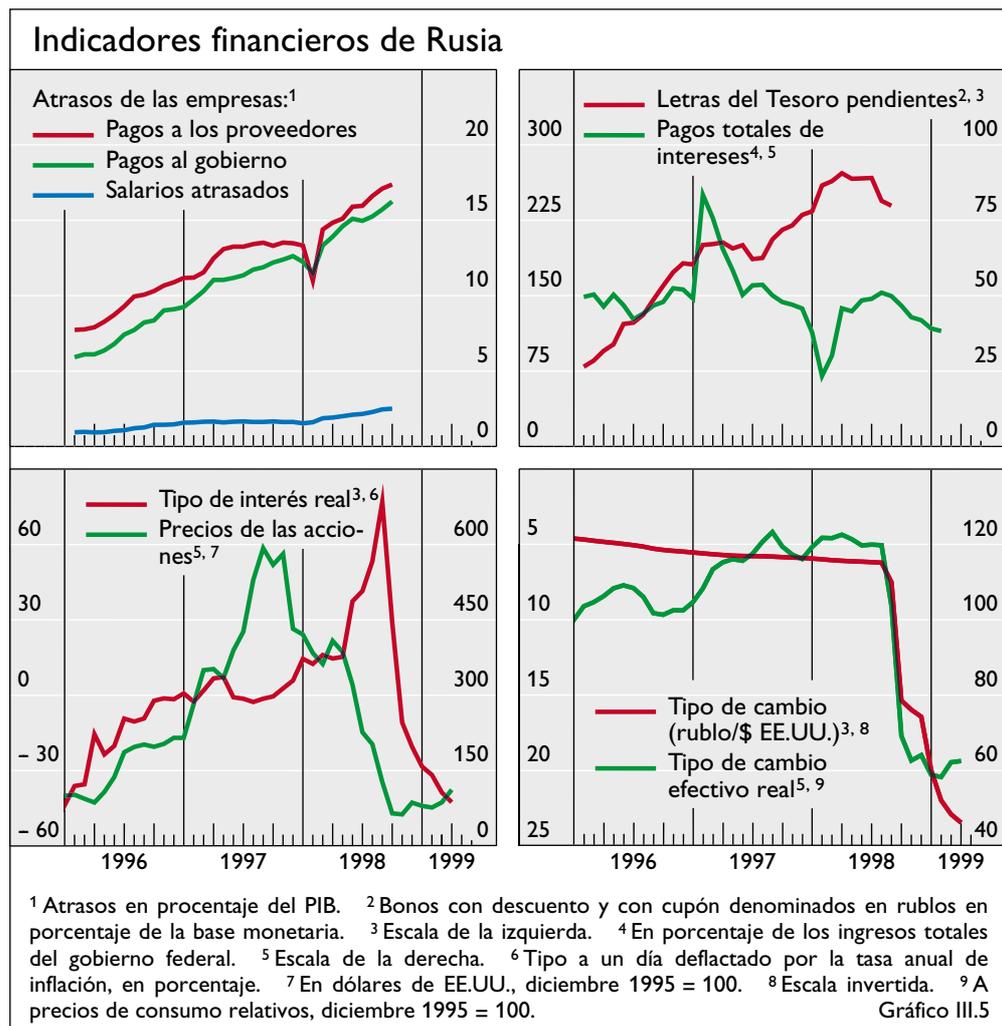
Respuestas de las autoridades

obligatoria de la deuda pública, y una moratoria de 90 días en la devolución de la deuda de las empresas y de los bancos a los acreedores extranjeros. La impresión de que se habían alterado fundamentalmente las reglas del juego entre los deudores y los acreedores provocó una reacción de una intensidad inesperada en los mercados financieros internacionales (analizada en el capítulo V).

El gobierno trató de sortear las secuelas de la crisis de agosto mediante medidas administrativas abolidas en el pasado. Impuso grandes restricciones sobre las operaciones en el mercado de divisas, financió el déficit público cada vez más por medio de créditos directos del banco central y obligó a los exportadores a ceder el 75% de sus ingresos por exportaciones. El vulnerable sector bancario se mantuvo a flote por medio de créditos directos del banco central, pero el organismo previsto para la recapitalización de los bancos no llegó a entrar nunca en funcionamiento. Las empresas, al no poder acceder a los préstamos bancarios, se vieron obligadas a recurrir aún más a sus propios recursos financieros, a retrasar los pagos y a utilizar el trueque. También se bloquearon muchos depósitos bancarios.

Repercusiones  
en la economía ...

La crisis y la incompleta respuesta de las autoridades produjeron efectos opuestos en el crecimiento y en la inflación. La producción medida cayó un



9% en el último trimestre de 1998, situando su nivel en la mitad aproximadamente de la cifra de 1989, mientras que la inflación se disparó hasta alcanzar el 100% a principios de 1999. La demanda de importaciones soportó la carga del ajuste, disminuyendo más de la mitad, en dólares, durante el último trimestre de 1998. Como las materias primas continúan siendo el principal componente del comercio de mercancías de Rusia, el volumen de exportaciones apenas reaccionó a la devaluación del rublo, mientras que los precios de exportación se vieron afectados por la caída de los precios de las materias primas.

A finales de 1998, Rusia no estaba efectuando los pagos de su deuda en moneda extranjera de más de 100.000 millones de dólares heredada de la Unión Soviética (se estima que la deuda contraída tras el desmantelamiento de la URSS es de otros 60.000 millones de dólares), mientras que la prima de los eurobonos rusos seguía siendo alta, impidiendo, de hecho, al país acceder a los mercados internacionales de capitales. A finales de marzo de 1999, Rusia y el FMI reanudaron sus negociaciones sobre un programa destinado a ayudar al país a hacer frente al pago de los intereses de la deuda en 1999, de una cifra estimada de 17.500 millones de dólares. Dado que las reservas oficiales de divisas habían descendido a 6.500 millones de dólares a finales de marzo, se hicieron más insistentes las peticiones de anulación —no de mera reestructuración— de una parte de la deuda soviética heredada.

En la raíz de la crisis rusa se halla una serie de carencias fundamentales, que no se han resuelto suficientemente en el proceso de transición iniciado en 1992. En primer lugar, Rusia no ha sido capaz de crear algunos de los pilares esenciales de una economía de mercado. El marco institucional necesario para la aplicación legal de los contratos privados y para la existencia de una verdadera competencia es aún rudimentario. En la economía real, la reforma estructural ha sido incompleta. A diferencia de lo ocurrido en otras economías en transición, como Polonia, se han creado pocas empresas medianas dinámicas que impulsen el crecimiento, al tiempo que la creación de grandes grupos financieros o industriales ha tendido a consolidar las viejas estructuras. Los progresos realizados en la privatización tampoco han ido acompañados de unos sistemas sólidos de gestión de las empresas. La fuga de capitales, debida en parte a la liquidación de activos, ha sido elevada desde el comienzo de la transición. La movilidad del trabajo ha continuado siendo escasa, y las diferencias de renta han fomentado el descontento social.

La segunda carencia importante ha sido la hacienda pública. Los déficit del gobierno federal representaron, en promedio, un 7½% del PIB en el periodo 1992–98. Aún no se ha establecido un sistema justo y eficiente de recaudación de impuestos, al tiempo que la relación entre los impuestos y el gasto del gobierno federal y de los estados ha seguido siendo oscura. Por otra parte, al acumular atrasos, el gobierno ha contribuido a que todos los sectores de la economía hagan lo mismo (gráfico III.5). Los problemas existentes en el terreno fiscal han constituido con frecuencia un gran obstáculo para la formulación y la aplicación de los programas del FMI.

Por último, no se ha fomentado en grado suficiente el papel de la intermediación financiera en la economía real. Los bancos han recurrido a los rendimientos generados por el arbitraje financiero creado por la continua

... y en la financiación externa

Entre las carencias básicas se encuentran una reforma estructural incompleta ...

... una hacienda pública poco sólida ...

... y la limitada intermediación financiera

devaluación del rublo (hasta 1998) o por las grandes adquisiciones de títulos del Estado de alto rendimiento (desde 1993, en que se estableció el mercado de deuda pública). Estos títulos se han financiado frecuentemente por medio de préstamos en divisas, dejando a los bancos con grandes posiciones en descubierto en divisas. En cambio, los préstamos concedidos al sector privado han seguido siendo muy modestos —alrededor de un 15% del PIB—, por lo que no se ha creado una cultura del crédito. Por otra parte, la mayoría de los bancos rusos no ha desarrollado su capacidad para captar depósitos. De hecho, muchos fueron creados por grandes empresas con el fin explícito de acceder de manera relativamente fácil a un crédito barato del banco central. Como cabía esperar, el uso interno del rublo apenas ha crecido, mientras que la dolarización ha continuado siendo una importante característica de la economía.

La repercusión  
financiera en  
Europa oriental  
sólo es  
temporal ...

La crisis rusa ha tenido una repercusión notable, aunque breve, en los mercados financieros de Europa oriental. Como los grandes inversionistas extranjeros, especialmente los fondos de inversión, liquidaron una gran parte de su cartera de acciones de Europa oriental, las bolsas de la región cayeron, al tiempo que la mayoría de las monedas sufrieron presiones. En Hungría, país que tenía el mercado de capitales más desarrollado y más líquido, los precios de las acciones cayeron un 45% entre finales de julio y finales de septiembre, lo que anuló todas las ganancias de los dos años anteriores. La caída del mercado de acciones fue menos espectacular en otros países: la participación extranjera en los mercados polaco y eslovaco siempre había sido relativamente pequeña, y los extranjeros ya habían reducido su cartera de acciones checas a finales de 1996. Como los precios se recuperaron a partir de octubre de 1998, los mercados de acciones de Europa oriental mostraron pocas pérdidas en el año en su conjunto. La repercusión en el costo y en el volumen de movimientos de capital privado también fue escasa. En comparación con lo ocurrido en otras economías de mercado emergentes, los márgenes de los bonos de Europa oriental aumentaron relativamente poco: menos de 100 puntos básicos en el caso de la República Checa, Hungría y Polonia (gráfico III.1). No obstante, la subida de los tipos y la reducción del crédito asfixiaron a los gobiernos y obligaron a algunas grandes empresas del sector privado a renunciar temporalmente a pedir préstamos directos en otros países. Sin embargo, el flujo de crédito bancario internacional no cambió de sentido (cuadro III.3) y las emisiones de títulos de deuda internacional prosiguieron a un ritmo modesto.

La tormenta financiera que estalló tras la crisis rusa debilitó el forint húngaro y el zloty polaco, que habían sufrido presiones al alza. Antes de la crisis, la entrada de fondos a corto plazo había llevado al zloty cerca del límite superior de su banda de fluctuación, y el forint había sufrido presiones parecidas. Al detenerse la apreciación real de las monedas como consecuencia de la crisis, disminuyó la preocupación por la pérdida de competitividad externa. En octubre, el zloty había retornado al centro de su banda de fluctuación, por lo que el banco central abandonó la idea de endurecer los controles cambiarios. Algunos países de la región respondieron a la tormenta financiera subiendo los tipos de interés a corto plazo, pero las repercusiones

en los tipos de interés internos a largo plazo fueron reducidas. Una vez que retornó la estabilidad, los bancos centrales de Polonia y de la República Checa procedieron a recortar los tipos de interés, como habían planeado.

El reducido contagio de la crisis rusa demuestra hasta qué punto los países de Europa oriental han reorientado sus vínculos comerciales y financieros hacia Europa occidental, así como los progresos que han realizado en la transición a una economía de mercado moderna. El comercio exterior de Europa oriental ha sufrido una importante transformación: actualmente cerca de dos tercios de sus exportaciones tienen como destino la Unión Europea, mientras que sólo un 5% va a Rusia. La exposición financiera de los bancos de Europa oriental en Rusia también es reducida. De hecho, éstos no sufrieron presiones ni vieron cómo bajaban los precios de sus acciones en relación con los de otras empresas cuando la región fue sacudida por la tormenta financiera a mediados del año pasado. Gracias al éxito de la transición, las tasas de crecimiento han sido altas tanto en Hungría como en Polonia en los últimos años. En cambio, en la República Checa la necesidad de llevar a cabo una mayor reestructuración en el sector empresarial y financiero tendió a reducir la actividad el año pasado. Aunque la inflación sigue siendo más alta en Europa oriental que en los países de la Unión Europea, ha disminuido ininterrumpidamente. Por otra parte, Hungría y Polonia han tratado de reforzar su sistema bancario, aceptando en parte un aumento de la competencia extranjera. Gracias en parte a los progresos realizados en la transición, se han iniciado las conversaciones con varios países de Europa oriental para su entrada en la Unión Europea.

No obstante, quedan algunas vulnerabilidades. Los considerables déficit presupuestarios y por cuenta corriente continúan siendo un importante motivo de preocupación para muchas economías en transición. A pesar de los avances realizados en varios países, las instituciones bancarias siguen siendo frágiles, como lo refleja su baja calificación internacional. Los mercados financieros son aún inmaduros, y es necesario reforzar aún más la supervisión. Por último, el sistema de protección social continúa estando poco desarrollado.

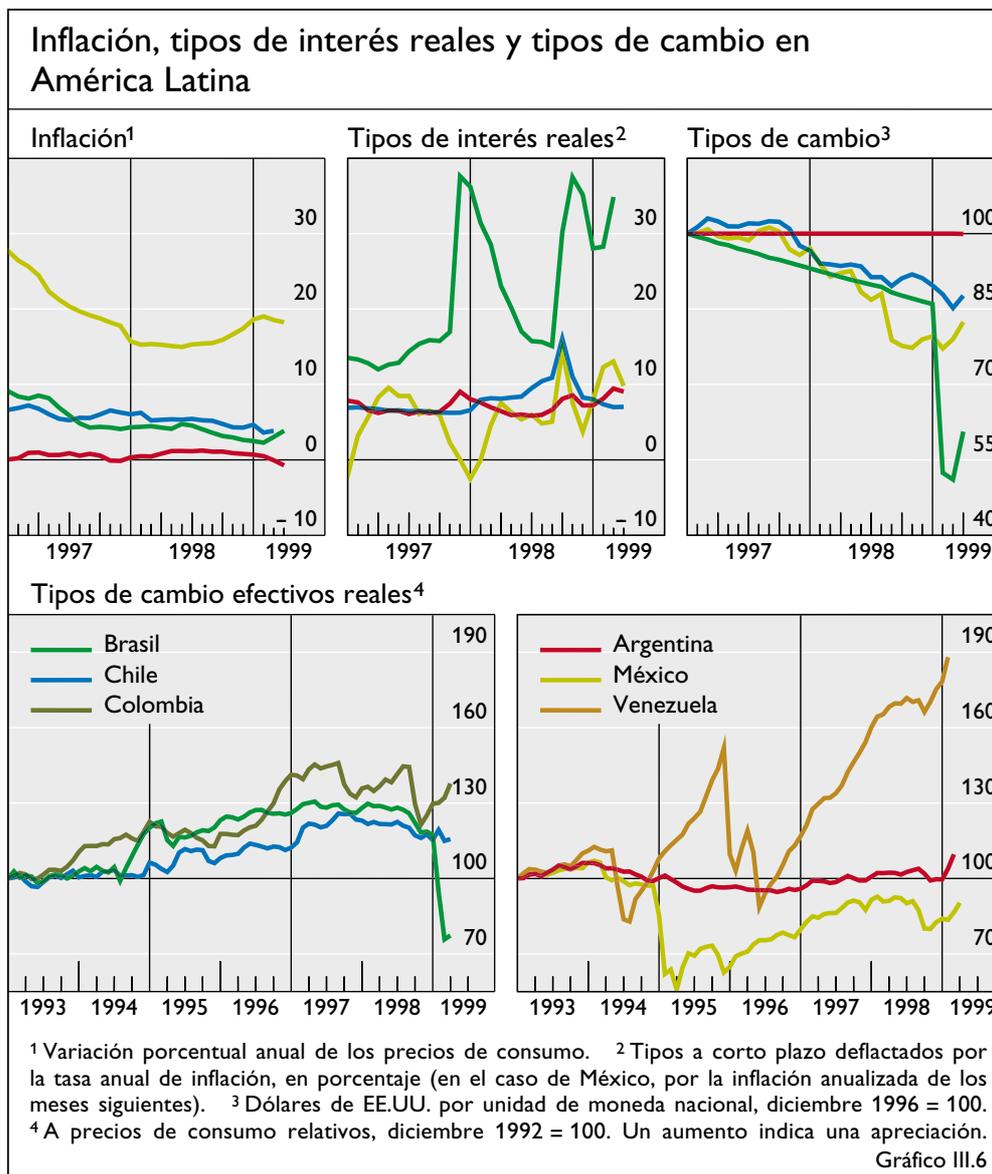
... ya que se han producido cambios fundamentales

Quedan algunas vulnerabilidades

## Evolución en América Latina

Aunque América Latina había sido capaz de continuar atrayendo considerables movimientos de capitales tras la crisis asiática, algunas de sus dificultades subyacentes inducen a pensar que era vulnerable a las tormentas financieras. En primer lugar, su balanza externa ha sido débil en los años recientes. El año pasado, el déficit comercial y el déficit por cuenta corriente aumentaron de nuevo bruscamente en casi todos los países. Una importante causa de la enorme discrepancia entre el crecimiento de las exportaciones y el de las importaciones durante la mayor parte de la década de 1990, ha sido la continua apreciación del tipo de cambio real en muchos países (gráfico III.6). Recientemente, la región también ha tenido que hacer frente a los bajos precios de las materias primas, al tiempo que la contracción económica de Asia ha producido otro efecto negativo en las exportaciones de algunos países. La segunda causa de la vulnerabilidad es la baja tasa de ahorro de la región, que ha obligado a recurrir en gran medida a la financiación externa. Por último,

Las dificultades subyacentes de América Latina ...



algunos países han tenido dificultades para contener sus déficit públicos. Las cuentas públicas de muchos países se deterioraron aún más el año pasado, debido en parte a los bajos precios de las materias primas, los elevados tipos de interés y la desaceleración del crecimiento.

... han sido puestas al descubierto por la tormenta financiera

La crisis de confianza que estalló en los mercados internacionales a mediados de 1998 agravó estas dificultades. Inmediatamente después, se evaporó casi por completo la financiación externa, cayeron los precios de los bonos latinoamericanos negociados en el mercado internacional y los de las acciones, al tiempo que varias monedas sufrieron grandes presiones. Los países que tenían un elevado déficit presupuestario (como Brasil y Colombia) o presentaban una situación política incierta (Venezuela), fueron los más afectados. En respuesta a la tormenta financiera, se introdujeron grandes ajustes en la política económica de la región, comenzando por una contracción monetaria. Las perspectivas de crecimiento empeoraron rápidamente, y en el último trimestre del año el crecimiento anual del PIB se volvió negativo, en comparación con la cifra de cerca del 3% del primer semestre.

Algunas de las economías más pequeñas de la región también sufrieron desastres naturales (debidos a El Niño y al huracán Mitch). En Ecuador, las perturbaciones negativas se agravaron por la ausencia de medidas para hacer frente a los problemas del desequilibrio fiscal y a los problemas del sector bancario. La insuficiente respuesta de las autoridades impidió, a su vez, el acceso a la ayuda financiera de la comunidad internacional.

### *La crisis brasileña*

La crisis asiática puso de relieve algunos importantes desequilibrios macroeconómicos de la economía de Brasil. El Plan Real lanzado a mediados de 1994, aunque consiguió una inflación de un dígito, dependía extraordinariamente del mantenimiento de unos elevados tipos de interés reales para contener el fuerte crecimiento de la demanda interna. Estos altos tipos de interés contribuyeron, a su vez, a que aumentara el déficit público (excluida la repercusión de la inflación en los pagos de intereses), pasando de una media del 2,4% del PIB en 1994–96 a cerca del 8% en 1998 (cuadro III.11). Sin embargo, el deterioro fiscal también se debió a una caída del superávit primario de un 2% del PIB en 1994–96 a una situación cercana al equilibrio en 1998. Por otra parte, en las fases iniciales del Plan Real se registró una considerable apreciación de la moneda, que contribuyó a aumentar el déficit por cuenta corriente.

Estos desequilibrios provocaron una primera oleada de grandes presiones sobre el tipo de cambio tras los acontecimientos ocurridos en Asia a finales de 1997. Las autoridades respondieron con un brusco endurecimiento de la política monetaria y el anuncio de medidas fiscales para reducir el déficit en una cuantía equivalente al 2% del PIB durante 1998. Los elevados tipos de interés y el relajamiento de las restricciones sobre la cuenta de capital provocaron nuevas y grandes entradas de capitales a principios de 1998, lo que permitió reponer las reservas internacionales (gráfico III.7). El banco central anunció, además, que adoptaría gradualmente un sistema de tipos de cambio más flexibles durante los años siguientes. En cambio, el ajuste fiscal prometido resultó difícil de lograr, dado que las medidas claves sólo pudieron aplicarse tras la aprobación del Congreso.

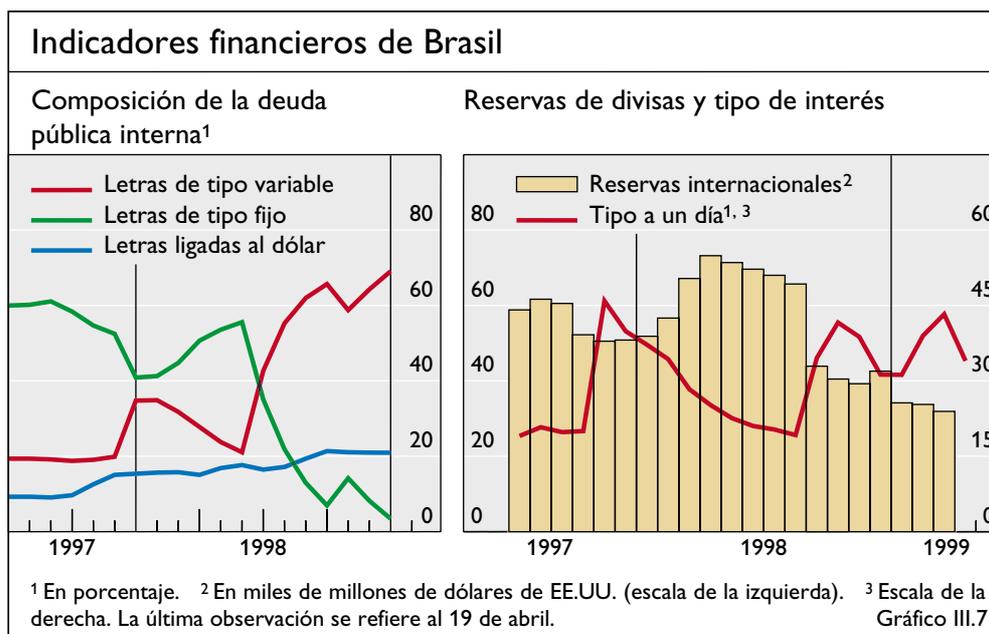
El cese de los pagos de Rusia tuvo una profunda repercusión en Brasil. Aunque el contagio se debió principalmente a las debilidades fiscales y a la vulnerabilidad externa, la enorme venta de bonos internacionales brasileños (en particular, los muy líquidos bonos Brady), posiblemente para hacer frente a las demandas de cobertura suplementaria exigidas en otros países, contribuyó significativamente a la transmisión de la tormenta financiera. Cuando los inversionistas que tenían títulos públicos internos de rendimiento relativamente bajo vendieron estos títulos para comprar los bonos internacionales brasileños de mayor rendimiento, las salidas de capital se aceleraron.

Las presiones se contuvieron mediante varias medidas. En primer lugar, se ofrecieron más incentivos a los titulares de deuda pública interna en forma de garantías de tipos de interés y de tipos de cambio, para impedir que se produjeran ventas de esta deuda en gran escala. El profundo cambio de la composición de la deuda pública, que había comenzado poco antes de los acontecimientos ocurridos en Rusia, prosiguió: las letras del Tesoro

Desequilibrios  
macroeconómicos  
en Brasil

Respuesta inicial  
de las autoridades  
a finales de 1997

Contención de  
la crisis a finales  
de 1998



tradicionales de tipo fijo se sustituyeron por letras de tipo variable y vinculadas al dólar (gráfico III.7). En segundo lugar, las autoridades realizaron cuantiosas intervenciones en el mercado de divisas. Es posible que la variación neta de las reservas internacionales subestime el grado de intervención, ya que la privatización del sistema de telecomunicaciones se acompañó de grandes entradas de capitales hacia mediados de año, y el apoyo al tipo de cambio también se llevó a cabo por medio de operaciones extracontables en los mercados de futuros y a plazo. Por último, las autoridades monetarias subieron extraordinariamente los tipos de interés.

Tras las elecciones presidenciales de octubre, se anunció un programa de ayuda patrocinado por el FMI, que estipulaba que los desembolsos iban a realizarse en gran medida en la fase inicial y que dependía de la implantación de un extenso ajuste fiscal. Se acordó una ayuda de unos 41.500 millones de dólares. El FMI aportó 18.000 millones, mientras que el Banco Mundial y el BID contribuyeron con 4.500 millones cada uno. También se ofreció al banco central una línea de crédito de 13.300 millones de dólares, coordinada por el BPI y respaldada por los bancos centrales de 19 países industriales, así como una línea de crédito paralela de 1.250 millones de dólares abierta por las autoridades japonesas. El acuerdo con el FMI y el primer desembolso realizado a principios de diciembre sólo mejoraron algo las perspectivas. Los márgenes de la deuda internacional de Brasil continuaron siendo altos y las salidas de capitales prosiguieron. Dentro del país, la negativa del Congreso a aprobar una serie de medidas fiscales cruciales y, más tarde, la falta de compromiso de algunos importantes Estados con el proceso de ajuste fiscal, también pusieron en duda la eficacia de la austeridad fiscal.

A principios de 1999, aumentaron las presiones, debido posiblemente a una moratoria parcial declarada por el gobierno de un Estado, y las autoridades abandonaron el sistema de tipos de cambio existente desde hacía muchos años. El gobierno intentó llevar a cabo una devaluación limitada y controlada, contando con dos factores positivos: en primer lugar, el país había devaluado

Ajuste fiscal y ayuda financiera oficial

Se deja fluctuar el real brasileño ...

teniendo un gran volumen de reservas de divisas y un programa de ayuda ya en marcha; y en segundo lugar, el sector empresarial y el bancario no estaban tan expuestos como los asiáticos, ya que habían cubierto sus posiciones para protegerse de una variación repentina de los tipos de interés y de los tipos de cambio. Sin embargo, un importante punto débil era la vulnerabilidad del déficit público a la devaluación y a los tipos de interés altos, debido al elevado volumen de letras del Tesoro vinculadas al dólar y de tipo variable, así como la posición corta del banco central en los mercados cambiarios de futuros y a plazo. Al final, el real se depreció un 40% en los dos meses siguientes a la adopción del sistema fluctuante.

Tras la devaluación, dos cuestiones suscitaron especial preocupación. En primer lugar, el cociente entre la deuda interna y el PIB podía explotar si los tipos de interés y el pago de los intereses de la deuda no disminuían de nuevo. Para disipar el temor a una dinámica inestable de la deuda y evitar así un círculo vicioso de continuas presiones a la baja sobre la moneda y de presiones al alza sobre los tipos de interés, en marzo de 1999 se anunció la adopción de rigurosas medidas en el terreno fiscal. Además de las medidas ya acordadas con el FMI en noviembre, se propusieron una mayor austeridad fiscal y nuevas subidas de los impuestos para situar el superávit primario del sector público en más de un 3% del PIB en 1999.

El segundo motivo de preocupación era la respuesta de la inflación a la depreciación nominal. Como la experiencia ha mostrado que en América Latina la inflación es muy sensible a las variaciones de los tipos de cambio, se esperaba que el incremento de los precios en Brasil fuera grande y rápido. Sin embargo, una serie de factores relacionados entre sí limitó el aumento inmediato de la inflación. En primer lugar, el empeoramiento de la recesión contuvo las presiones sobre los precios. Segundo, la desregulación de la economía se había intensificado desde principios de los años 90 y se recurría significativamente menos a los mecanismos de indicación. Por último, a pesar de las claras implicaciones negativas para las cuentas públicas, las autoridades optaron por endurecer aún más la política monetaria para contribuir a restablecer la confianza. Se permitió que los tipos de interés a un día subieran de algo menos de un 30% a finales de 1998 al 45% a principios de marzo, con el fin de frenar o de invertir el debilitamiento del tipo de cambio y limitar así su repercusión en la inflación y en las expectativas inflacionistas. Al final, el tipo de cambio se fortaleció, lo que permitió al banco central comenzar a bajar los tipos de interés a finales de marzo. Por otra parte, parecía que la inflación mensual había alcanzado un máximo del 1,3% en marzo. Al mejorar lentamente el clima de opinión, el país recuperó el acceso a los mercados internacionales. En abril se lanzó con éxito una emisión de 2.000 millones de dólares de bonos soberanos, a pesar de que el margen de rendimiento seguía siendo considerable.

#### *Contagio en otras economías latinoamericanas*

En 1998, Argentina realizó nuevos progresos en el ajuste presupuestario y en el fortalecimiento del sector bancario. Gracias a un firme compromiso con el régimen de caja de conversión de la moneda, la inflación de precios de

... lo cual plantea la cuestión de la carga que suponen los intereses de la deuda ...

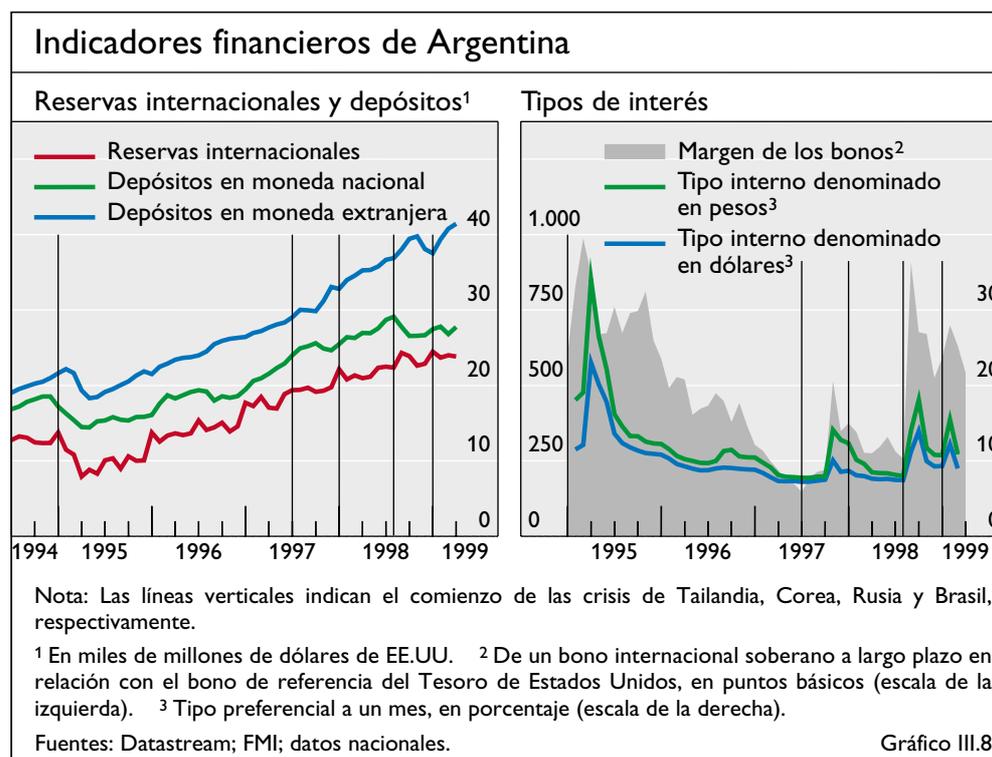
... y la contención de la respuesta de la inflación

Repercusión en Argentina a través del comercio ...

consumo fue inferior a un 1%. Sin embargo, el crecimiento anual del PIB disminuyó bruscamente, pasando de más de un 7% a principios de 1998 a un  $-1/2\%$  a finales de año, y el déficit por cuenta corriente alcanzó el  $4 1/2\%$  del PIB. Aunque la economía argentina es relativamente cerrada, la recesión económica de la región, en particular la de Brasil, que absorbe una tercera parte de las exportaciones de Argentina, redujo la actividad en varias industrias, incluido el sector automovilístico. Los ajustes de los tipos de cambio realizados dentro de Mercosur aumentaron aún más las presiones competitivas que sufría la industria argentina, lo que hizo que fuera aún más importante fomentar la flexibilidad en los mercados de trabajo y de bienes, como alternativa a recurrir a los ajustes de los tipos de cambio.

... y de las variables financieras

Algunos indicadores sugieren que Argentina se ha vuelto en los últimos años algo más resistente a las tormentas financieras de otras economías de mercado emergentes (gráfico III.8). A diferencia de lo ocurrido tras la crisis del peso mexicano, sus reservas internacionales apenas se vieron afectadas por la tormenta de Asia, Rusia y Brasil. Los depósitos bancarios, que cayeron un 13% en los tres meses siguientes a la crisis mexicana, crecieron sistemáticamente hasta agosto del año pasado. No obstante, la crisis rusa sí repercutió significativamente en Argentina. Tras ella, los depósitos denominados en pesos cayeron un 9%, mientras que los denominados en dólares crecieron aún más, lo que induce a pensar que aumentó en alguna medida la percepción del riesgo cambiario. Por otra parte, los márgenes de los bonos soberanos internacionales aumentaron durante un breve periodo, hasta alcanzar niveles similares a los observados después de la crisis mexicana. Los tipos de interés a corto plazo tanto en pesos como en dólares también subieron considerablemente. Cuando se dejó flotar el real brasileño, tanto los márgenes como los tipos de



interés volvieron a sufrir presiones temporalmente, manteniéndose por encima de los niveles alcanzados antes de la crisis rusa. No obstante, a pesar de estos elevados márgenes, Argentina fue capaz de retornar a los mercados mundiales de capitales a principios de 1999 con mayor rapidez que después de las crisis anteriores.

El clima de incertidumbre impulsó a las autoridades a anunciar que podrían considerar la posibilidad de dolarizar la economía para aumentar la confianza en su compromiso de mantener la estabilidad de la moneda. Esa medida plantea varias cuestiones. Si se considera irreversible, la dolarización tendría la consecuencia inmediata de eliminar la prima relacionada con el riesgo cambiario (medida por medio de la diferencia de tipos de interés entre los contratos en pesos y los contratos en dólares dentro de Argentina). Sin embargo, no se sabe claramente qué ocurriría con la prima de riesgo-país (medida convencionalmente por medio de la diferencia entre los tipos de interés de las emisiones de deuda del Tesoro de Estados Unidos y las emisiones de deuda argentina denominada en dólares). Los tipos de interés de los contratos en dólares, tanto a corto como a largo plazo, han seguido siendo altos en Argentina (gráfico III.8), lo cual induce a pensar que esta prima es considerable para los prestatarios argentinos, incluido el Estado. Un importante factor que puede explicar estas primas es la elevada deuda externa del país. Adicionalmente, otras cuestiones que plantea la dolarización es el papel del prestamista de último recurso y el reparto del señoreaje relacionado con la emisión de moneda.

Dolarización

La tormenta financiera también repercutió en México. Aunque la economía se ha vuelto mucho más diversificada en los últimos años, la caída de los precios del petróleo, a la que contribuyó la crisis asiática, aún tuvo una repercusión considerable, sobre todo en los ingresos del Estado. Las autoridades respondieron con medidas de política fiscal, incluidas tres rondas de recorte del gasto durante 1998. Por otra parte, las entradas de capitales disminuyeron considerablemente tras los acontecimientos ocurridos en Rusia, lo que provocó una vertiginosa caída del tipo de cambio. Esta depreciación desencadenó una respuesta casi inmediata de la inflación, que, en conjunción con una subida de algunos precios controlados por el gobierno, imprimió un giro a la tendencia descendente anterior de la inflación y llevó al banco central a endurecer las condiciones monetarias (gráfico III.6). A comienzos de 1999, la inflación y las expectativas inflacionistas estaban disminuyendo de nuevo. El endurecimiento de la política monetaria y fiscal provocó una notable desaceleración del crecimiento.

Respuestas de las autoridades de México ...

La mejora de las perspectivas de la economía mexicana dependerá no sólo de los resultados de la economía de Estados Unidos, sino también del ritmo de avance en el saneamiento de un sistema bancario que es aún débil. El volumen de crédito bancario sigue siendo muy inferior en términos reales al nivel en el que se encontraba en 1994, antes de la crisis. A finales de 1998 se anunciaron nuevas medidas de ayuda a los deudores bancarios, posiblemente para disipar el temor a que los elevados tipos de interés necesarios para contener las presiones sufridas por el tipo de cambio invirtieran la tendencia descendente de los préstamos improductivos. Por otra parte, tras una disputa que duró

... y reestructuración del sistema bancario

un año, el Congreso llegó a un acuerdo a finales de 1998 que permitía crear un organismo de garantía de depósitos, que también será responsable de la gestión de los préstamos improductivos retirados de los balances de los bancos en los últimos años. Para conseguir la expansión tan necesaria del crédito y del capital en el sector bancario, actualmente es indispensable llevar a efecto este acuerdo.

Chile

Chile resultó gravemente afectado por la crisis de los mercados emergentes. Los precios del cobre cayeron vertiginosamente, las exportaciones a Asia se hundieron y el crecimiento del mercado de exportaciones de los países vecinos disminuyó significativamente al propagarse la tormenta por América Latina. El banco central reaccionó rápidamente al empeoramiento de la situación, subiendo los tipos de interés oficiales a principios de 1998, para frenar el rápido crecimiento de la demanda interna, y de nuevo en septiembre, para contener la propagación de la crisis. Por otra parte, al sufrir el peso presiones a la baja, las autoridades intervinieron en el mercado de divisas mucho antes de que la moneda se aproximara al límite inferior de la banda de fluctuación fijada como objetivo. El cambio de sentido de los movimientos de capitales también las impulsó a reducir la proporción de las entradas de capital que debe depositarse en una cuenta de reservas no remunerada del 30% al 10% en junio y a cero en septiembre. A finales de 1998 y principios de 1999, al bajar la inflación y situarse dentro de los límites fijados como objetivo, el banco central suavizó gradualmente su política para hacer frente a la considerable desaceleración de la economía, al tiempo que evitó un nuevo debilitamiento del tipo de cambio.

Colombia

En Colombia, la incertidumbre política reinante en el periodo anterior a las elecciones presidenciales de mediados de 1998 y los elevados déficit públicos y por cuenta corriente, ejercieron grandes presiones sobre el tipo de cambio y exigieron un firme endurecimiento de la política monetaria. Tras un breve periodo de calma después de las elecciones, las presiones sobre el tipo de cambio reaparecieron en agosto, provocadas esta vez por acontecimientos externos. Las autoridades introdujeron un ajuste en el sistema de tipos de cambio, consistente en depreciar la banda cambiaria un 9%, y subieron los tipos de interés para contribuir a mantener el nuevo nivel. Cuando se tomaron medidas fiscales más decisivas a finales de 1998 y se aprobó una serie de créditos de organizaciones financieras internacionales, los tipos de interés comenzaron a bajar. Al final, la dura política monetaria mantenida durante la mayor parte del año provocó una grave desaceleración de la economía y un desempleo sin precedentes, si bien también contribuyó a que disminuyera la inflación a principios de 1999. El sistema bancario también sintió los efectos de estas tendencias restrictivas: los préstamos improductivos crecieron considerablemente, mientras que los beneficios experimentaron una vertiginosa disminución, sobre todo en los bancos estatales. El gobierno anunció como respuesta medidas para apuntalar el sector bancario y recapitalizar el organismo de garantía de depósitos.