

Evolución general de la economía mundial en 1998/99

En 1998/99, se estabilizaron los mercados financieros y la actividad económica tocó fondo en las economías de mercados emergentes de Asia, con indicios a principios de 1999 de que empezaba a entreverse la recuperación en algunas economías. En el pasado ejercicio, las condiciones financieras externas que tuvieron que enfrentar las economías de mercados emergentes se deterioraron ostensiblemente debido a la crisis rusa surgida en el mes de agosto, una situación que, durante un cierto período, suscitó también temores de que se generalizase la restricción del crédito. La coyuntura mejoró tras el amplio alivio de las condiciones monetarias en los países industriales, si bien la crisis brasileña que surgió en enero de 1999 produjo un retroceso temporal.

En términos generales, la actividad en las economías de mercados emergentes se vio afectada adversamente no sólo por un entorno financiero externo difícil sino, también, por la mayor debilidad de la demanda externa y la caída del precio de los productos de exportación. En el grupo de países industriales, la recesión en Japón se agravó durante 1998, pero luego la actividad económica se recuperó vivamente a principios de 1999, mientras que el crecimiento en la Unión Europea (UE) perdió fuerza durante el período, aunque la expansión de la economía de Estados Unidos se mantuvo notablemente firme. El crecimiento del producto mundial se desaceleró desde el 4¼% registrado en 1997 hasta un 2½% en 1998, observándose los primeros indicios de recuperación a principios de 1999, si bien parece que el crecimiento es bastante más débil que el alcanzado durante el período 1994–97 (véanse el cuadro 1 y el gráfico 1). Esta desaceleración mundial, la cuarta en 25 años, obedeció principalmente a las crisis surgidas en las economías de mercados emergentes y a la recesión en Japón.

Los precios de los productos básicos descendieron en todos los frentes en magnitudes que no se registraban desde mediados de los años ochenta. Tras fuertes descensos a principios de 1998, el precio del petróleo retrocedió nuevamente hacia finales de año —con una caída total de más del 30% en todo 1998—, pero la

mayor parte de esa caída se remontó tras el anuncio hecho en marzo de 1999 de que se preveían recortes en la producción y ante las señales de reactivación en Asia. El precio de los demás productos básicos perdió terreno a lo largo del ejercicio; en marzo de 1999 se situaba más de un 15% por debajo de su nivel un año antes. Esta variación a la baja del precio de los productos básicos, si bien contribuyó a que la inflación mundial perdiera impulso, redujo también el ingreso real y la demanda interna en muchos países en desarrollo exportadores de productos básicos, con importantes repercusiones negativas sobre las posiciones fiscal y de balanza corriente en algunos casos. Debido en parte al bajo costo de las importaciones obtenidas en los mercados emergentes asiáticos y a la caída del precio de los productos básicos, la inflación de los precios al consumidor en las economías avanzadas se moderó nuevamente en 1998, situándose en el 1½%. Sin embargo, en varias de las economías de mercados emergentes —entre ellas Indonesia y Rusia— la inflación se aceleró fuertemente a raíz de la depreciación de sus monedas.

Vinculada a las sacudidas financieras que registraron las economías de mercados emergentes se produjo la caída en picado de la entrada de capital privado. Tras la crisis en Rusia, la mayoría de los prestatarios en mercados emergentes perdieron temporalmente el acceso al financiamiento privado, pues las tasas de interés alcanzaron niveles no registrados desde la crisis de México en 1995, viéndose afectados principalmente los países de América Latina. La huida general hacia posiciones de calidad y liquidez provocó también un grave recrudescimiento de las condiciones crediticias y la fuerte caída de los valores bursátiles en los mercados financieros desarrollados antes de que amainaran las tensiones a finales de 1998. La corriente neta de capital privado hacia las economías de mercados emergentes disminuyó en 1998 a unos \$65.000 millones, menos de una tercera parte del nivel máximo alcanzado en 1996 y el nivel anual más bajo de la década (véase el cuadro 2). La crisis en Brasil aplazó el retorno a tasas de interés y corrientes de capital como los que prevalecían antes de la crisis rusa, pero, en marzo y abril de 1999, los

Cuadro 1

Panorama de la economía mundial

(Variación porcentual anual, salvo indicación contraria)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Producto mundial	1,8	2,7	2,7	4,0	3,7	4,3	4,2	2,5
Economías avanzadas	1,2	1,9	1,2	3,2	2,6	3,2	3,2	2,2
Principales países industriales	0,8	1,8	1,1	2,9	2,1	3,0	3,0	2,2
Estados Unidos	-0,9	2,7	2,3	3,5	2,3	3,4	3,9	3,9
Japón	3,8	1,0	0,3	0,6	1,5	5,0	1,4	-2,8
Alemania	5,0	2,2	-1,2	2,7	1,2	1,3	2,2	2,8
Francia	0,8	1,2	-1,3	2,8	2,1	1,6	2,3	3,1
Italia	1,1	0,6	-1,2	2,2	2,9	0,9	1,5	1,4
Reino Unido	-1,5	0,1	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,1
Canadá	-1,9	0,9	2,3	4,7	2,6	1,2	3,8	3,0
Otras economías avanzadas	2,9	2,5	2,0	4,6	4,4	3,8	4,2	2,1
<i>Partida informativa</i>								
Países industriales	0,8	1,7	0,9	2,9	2,3	3,0	3,0	2,5
Zona del euro	2,4	1,3	-1,0	2,7	2,3	1,7	2,5	2,9
Economías asiáticas recientemente industrializadas	7,9	5,8	6,3	7,6	7,3	6,3	6,0	-1,5
Países en desarrollo	4,9	6,7	6,5	6,8	6,1	6,5	5,7	3,3
África	1,8	0,2	0,7	2,2	3,1	5,8	3,1	3,4
América	3,9	3,3	3,9	5,2	1,3	3,6	5,2	2,3
Brasil	1,0	-0,5	4,9	5,9	4,2	2,8	3,5	0,2
Asia	6,6	9,5	9,3	9,6	9,1	8,2	6,6	3,8
China	9,2	14,2	13,5	12,6	10,5	9,6	8,8	7,8
India	1,7	4,2	5,1	7,2	8,0	7,4	5,5	5,6
ASEAN-4 ¹	7,4	6,7	7,1	7,7	8,1	7,1	3,8	-9,4
Oriente Medio y Europa	2,7	7,0	4,0	0,6	3,7	4,7	4,4	2,9
Países en transición	-7,4	-11,7	-6,4	-7,5	-1,1	-0,3	2,2	-0,2
Europa central y oriental	-9,9	-8,5	-3,7	-2,9	1,6	1,6	3,1	2,4
Excluidos Belarús y Ucrania	-10,7	-5,0	0,3	3,2	5,6	3,7	3,5	2,6
Rusia	-5,0	-14,5	-8,7	-12,6	-4,1	-3,5	0,8	-4,8
Región transcaucásica y Asia central	-7,0	-14,4	-9,6	-10,4	-4,4	1,6	2,4	2,0
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	4,6	4,7	3,7	9,1	9,6	6,9	9,9	3,3
Importación								
Economías avanzadas	3,4	4,8	1,7	9,7	9,1	6,5	9,1	4,7
Países en desarrollo	9,7	11,1	8,7	7,2	11,5	8,2	11,2	-0,7
Países en transición	-12,7	-25,7	8,9	5,5	15,3	9,6	9,3	1,2
Exportación								
Economías avanzadas	5,8	5,2	3,4	8,7	9,1	6,3	10,3	3,2
Países en desarrollo	6,2	10,7	8,2	13,1	10,5	9,2	11,4	2,2
Países en transición	3,6	-21,3	8,0	2,8	11,5	6,6	6,2	4,1
Precios de los productos básicos								
Petróleo ²								
En DEG	-16,4	-4,5	-11,1	-7,3	1,8	23,7	-0,2	-31,2
En dólares de EE.UU.	-15,7	-1,7	-11,8	-5,0	7,9	18,4	-5,4	-32,1
Productos no combustibles ³								
En DEG	-6,5	-2,8	2,7	10,6	2,3	3,3	2,0	-13,5
En dólares de EE.UU.	-5,7	0,1	1,8	13,4	8,4	-1,2	-3,3	-14,8
Precios al consumidor								
Economías avanzadas	4,7	3,5	3,1	2,6	2,5	2,4	2,1	1,6
Países en desarrollo	36,5	38,9	47,2	51,8	22,2	14,3	9,4	10,4
Países en transición	94,1	646,4	602,0	266,9	126,9	40,6	28,2	20,8
LIBOR a seis meses (porcentaje)⁴								
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	6,1	3,9	3,4	5,1	6,1	5,6	5,9	5,6
Sobre los depósitos en yenes japoneses	7,2	4,3	3,0	2,4	1,3	0,7	0,7	0,7
Sobre los depósitos en euros	9,5	9,8	7,4	5,7	5,7	3,7	3,5	3,7

 Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (mayo de 1999).

¹Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

²Promedio simple de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate.

³Promedio, basado en ponderaciones de la exportación mundial de productos básicos.

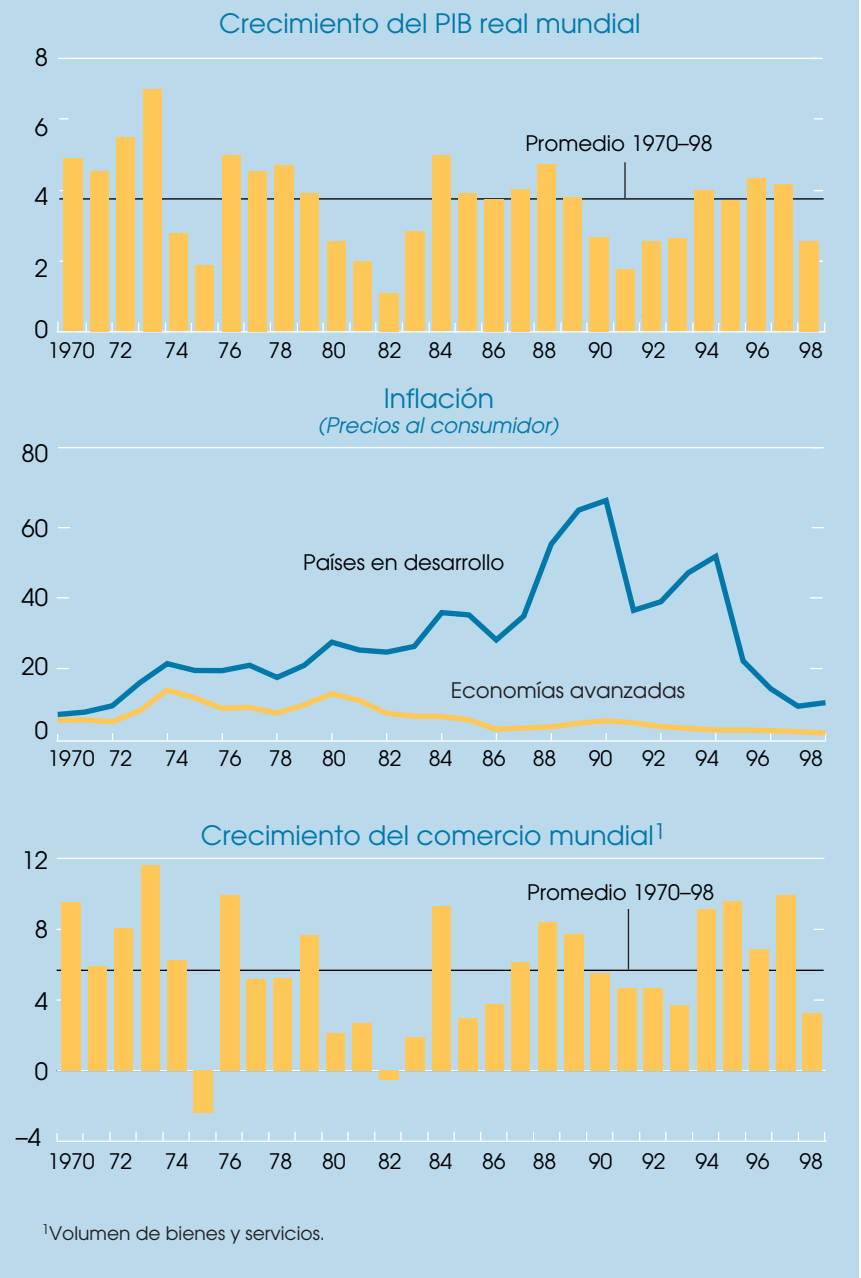
⁴Tasa interbancaria de oferta de Londres.

prestatarios en las economías de mercados emergentes, comprendidos algunos de América Latina, comenzaban a regresar al mercado.

El menor ritmo de crecimiento del producto en todos los grupos principales de países en 1998 condujo a la fuerte desaceleración del crecimiento del volumen del comercio mundial, estimado en el 3¼%, es decir, la tasa de crecimiento anual más baja que se registra desde 1985. Más aún, el ajuste que llevaron a cabo las economías de mercados emergentes afectadas por la crisis, las condiciones de financiamiento externo más difíciles, la caída del precio de los productos básicos de exportación y el desigual crecimiento que lograron los países industriales contribuyeron a que las balanzas comercial y de pagos nacionales y regionales experimentaran grandes variaciones. La balanza comercial de las economías de Asia oriental afectadas por la crisis pasó a ser fuertemente positiva en 1998, por un valor de casi \$100.000 millones, a medida que continuaba la grave compresión de las importaciones que se inició en el segundo semestre de 1997. Como resultado de la incipiente recuperación en los países de Asia oriental afectados por la crisis, a finales de 1998 y principios de 1999 comenzaba a reducirse el superávit comercial de ese grupo. El esfuerzo principal de ajuste se trasladó entonces a los países de América Latina que enfrentaban condiciones externas más desfavorables y a los principales países en desarrollo exportadores de productos básicos que inicialmente habían recurrido a sus reservas y a préstamos en el exterior para absorber la caída de ingresos producida por la bajada de precios de los productos básicos. La mejora de la balanza comercial del grupo de economías de mercados emergentes tuvo su contrapartida principalmente en varios países industriales en los que el crecimiento de la demanda interna rebasó el del producto, sobre todo en Estados Unidos, al que correspondió aproximadamente la mitad del crecimiento de la demanda mundial en 1998. La balanza comercial combinada de los países industriales empeoró en 1998 en casi \$80.000 millones.

Gráfico 1
Indicadores mundiales

(Variación porcentual anual)



Las economías de mercados emergentes

El crecimiento en los países en desarrollo bajó desde el 5¼% en 1997 al 3¼% en 1998, siendo África la única región que registró un aumento, aunque limitado (véase el gráfico 2). Los países de Asia oriental afectados por la crisis, con la salvedad de Filipinas, padecieron graves descensos del producto.

Cuadro 2

Flujos netos de capital a las economías de mercados emergentes¹

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Total								
Flujos netos de capital privado ²	123,8	119,3	181,9	152,6	193,3	212,1	149,1	64,3
Inversión directa neta	31,3	35,5	56,8	82,7	97,0	115,9	142,7	131,0
Inversión de cartera neta	36,9	51,1	113,6	105,6	41,2	80,8	66,8	36,7
Otras inversiones netas	55,6	32,7	11,5	-35,8	55,0	15,4	-60,4	-103,4
Flujos oficiales netos	36,5	22,3	20,1	1,8	26,1	-0,8	24,4	41,7
Variación de las reservas ³	-61,5	-51,9	-75,9	-66,7	-120,2	-109,1	-61,2	-34,7
<i>Partida informativa</i>								
Cuenta corriente ⁴	-85,1	-75,6	-116,0	-72,0	-91,0	-91,8	-87,1	-59,1
África								
Flujos netos de capital privado ²	8,9	6,9	8,7	4,8	6,8	7,6	16,3	10,3
Inversión directa neta	2,0	1,7	1,9	3,4	4,2	5,5	7,6	6,8
Inversión de cartera neta	-1,5	-0,6	1,0	0,8	1,5	-0,2	2,9	3,5
Otras inversiones netas	8,4	5,8	5,8	0,7	1,2	2,3	5,8	0,0
Flujos oficiales netos	7,8	10,5	7,8	14,0	10,8	3,7	-4,5	1,5
Variación de las reservas ³	-2,5	0,8	0,8	-4,7	-1,7	-7,4	-12,3	2,9
<i>Partida informativa</i>								
Cuenta corriente ⁴	-7,4	-10,4	-11,0	-11,8	-16,4	-5,7	-6,1	-18,1
América								
Flujos netos de capital privado ²	24,1	55,9	62,6	47,5	38,3	82,0	87,3	69,0
Inversión directa neta	11,3	13,9	12,0	24,9	26,1	39,3	50,7	54,0
Inversión de cartera neta	14,7	30,3	61,1	60,8	1,7	40,0	39,7	33,0
Otras inversiones netas	-2,0	11,7	-10,6	-38,2	10,6	2,7	-3,1	-18,1
Flujos oficiales netos	2,7	-1,7	0,6	-4,1	20,6	-13,7	-7,8	1,6
Variación de las reservas ³	-17,4	-22,6	-21,3	4,2	-25,5	-28,3	-14,6	17,7
<i>Partida informativa</i>								
Cuenta corriente ⁴	-16,9	-34,5	-45,7	-50,9	-35,9	-38,9	-65,1	-89,6
Asia⁵								
Países en crisis⁶								
Flujos netos de capital privado ²	26,8	26,6	31,9	33,2	62,5	62,4	-19,7	-45,3
Inversión directa neta	6,1	6,3	6,7	6,5	8,7	9,5	12,1	4,9
Inversión de cartera neta	3,4	5,3	16,5	8,3	17,0	20,0	12,6	-6,5
Otras inversiones netas	17,3	15,0	8,7	18,4	36,9	32,9	-44,5	-43,6
Flujos oficiales netos	4,4	2,0	0,6	0,3	0,7	4,8	25,0	22,7
Variación de las reservas ³	-8,3	-18,1	-20,6	-6,1	-18,3	-13,6	37,7	-39,1
<i>Partida informativa</i>								
Cuenta corriente ⁴	-25,2	-16,1	-13,5	-23,2	-40,5	-53,4	-27,0	66,6
Otros mercados emergentes asiáticos								
Flujos netos de capital privado ²	7,2	-8,7	25,5	33,2	32,6	38,1	22,8	-9,6
Inversión directa neta	8,3	8,5	26,3	38,7	41,1	45,6	50,5	45,1
Inversión de cartera neta	-2,0	2,6	4,5	1,1	-6,1	-7,5	-11,8	-8,8
Otras inversiones netas	0,9	-19,7	-5,4	-6,6	-2,4	0,1	-15,8	-45,9
Flujos oficiales netos	6,5	8,3	7,9	5,1	3,8	5,3	3,3	5,9
Variación de las reservas ³	-31,4	-7,6	-17,2	-47,7	-26,2	-42,5	-46,3	-9,7
<i>Partida informativa</i>								
Cuenta corriente ⁴	23,7	14,0	-8,5	17,1	9,4	17,0	37,5	30,5
Oriente Medio y Europa⁷								
Flujos netos de capital privado ²	68,6	35,1	33,7	15,4	10,1	6,8	16,7	26,5
Inversión directa neta	1,2	0,9	3,9	3,8	3,7	2,4	3,3	2,9
Inversión de cartera neta	22,3	13,5	21,8	13,6	9,4	4,1	4,3	8,8
Otras inversiones netas	45,1	20,7	8,0	-2,0	-3,0	0,4	9,1	14,7
Flujos oficiales netos	3,9	-1,3	2,3	-1,3	-1,4	-0,7	-1,0	-2,2
Variación de las reservas ³	-3,3	1,2	-4,8	-3,6	-12,7	-16,2	-20,4	-5,3
<i>Partida informativa</i>								
Cuenta corriente ⁴	-64,2	-26,7	-31,1	-7,2	-5,2	5,4	2,9	-22,7

Cuadro 2 (conclusión)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Países en transición								
Flujos netos de capital privado ²	-11,7	3,5	19,6	18,5	42,9	15,1	25,7	13,6
Inversión directa neta	2,4	4,2	6,0	5,4	13,4	13,5	18,5	17,4
Inversión de cartera neta	0,0	0,1	8,8	21,0	17,8	24,4	19,0	6,7
Otras inversiones netas	-14,1	-0,7	4,8	-8,0	11,7	-22,8	-11,9	-10,6
Flujos oficiales netos	11,1	4,5	0,9	-12,2	-8,5	-0,2	9,3	12,2
Variación de las reservas ³	1,3	-5,6	-12,8	-8,7	-35,8	-1,0	-5,3	-1,2
<i>Partida informativa</i>								
Cuenta corriente ⁴	4,8	-1,7	-6,3	3,9	-2,4	-16,2	-29,3	-25,8

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (mayo de 1999).

¹Los flujos netos de capital comprenden la inversión directa neta, la inversión de cartera neta y otros flujos de inversión netos a largo y corto plazo, incluidos los empréstitos oficiales y privados. Los mercados emergentes comprenden los países en desarrollo, los países en transición, Corea, Singapur, la provincia china de Taiwan e Israel. No se dispone de datos sobre la RAE de Hong Kong.

²Debido a limitaciones de los datos, en otras inversiones netas pueden incluirse algunos flujos oficiales.

³El signo menos indica un aumento.

⁴La diferencia entre la cuenta corriente y la suma de los flujos netos de capital privado, los flujos oficiales netos y la variación de las reservas es la cuenta de capital y los errores y omisiones.

⁵Incluye Corea, Singapur y la provincia china de Taiwan. No se dispone de datos sobre la RAE de Hong Kong.

⁶Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

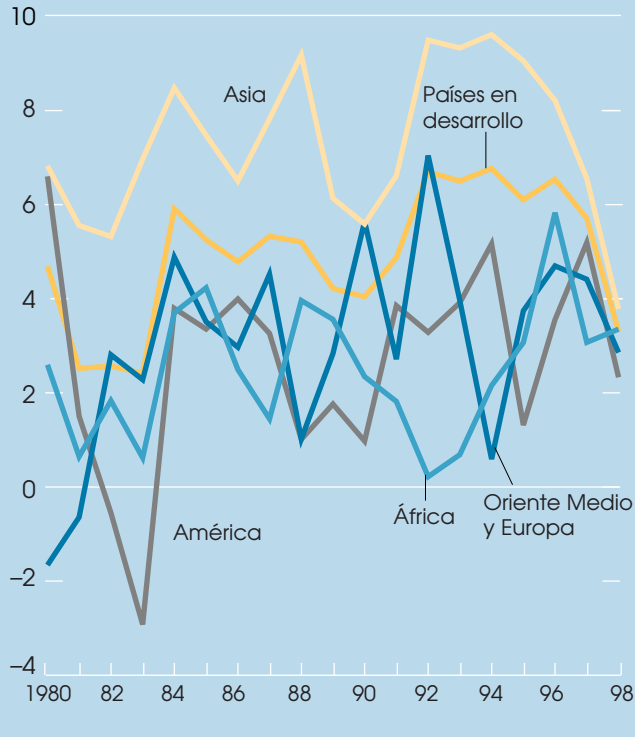
⁷Incluye Israel.

En los países asiáticos en crisis, los mercados financieros de *Corea* y *Tailandia* empezaron a estabilizarse en el segundo trimestre de 1998 y, más adelante, comenzaron a verse señales de que se había tocado fondo, si bien el crecimiento del producto resultó negativo para todo el año. En ambos países, la confianza de los inversionistas mejoró significativamente, lo que permitió que las monedas recuperaran parte de las pérdidas sufridas, que bajarán las tasas de interés y los mercados bursátiles se reanimaran. El carácter expansivo de la política fiscal también sirvió de apoyo a la demanda. A finales de 1998, Corea volvió a registrar un crecimiento positivo. En Tailandia, la actividad productiva se estabilizó en los últimos meses de 1998, antes de recuperar impulso a principios de 1999. Las posiciones en balanza corriente de ambos países mejoraron claramente en 1998, pasando a ser superavitarias en una magnitud entre el 12% y el 13% del PIB, en gran medida a consecuencia de la fuerte compresión de las importaciones. En *Indonesia*, donde la moneda se vio sometida a nuevas presiones a la baja a mediados de 1998 en un entorno de descontento político y de incertidumbre sobre la implementación de las medidas económicas, los niveles de confianza se mostraron más remisos, e hizo falta mantener durante más tiempo el alto nivel de las tasas de interés con objeto de estabilizar el tipo de cambio; el producto continuó descendiendo hasta finales de 1998 antes de dar muestras de recuperación a principios de 1999. En *Malasia*, tras un período en el que las autoridades tuvieron que hacer frente a las presiones de los mercados financieros restringiendo la política macroeconómica, se produjo en agosto de 1998 un

giro hacia medidas de expansión de la política monetaria y, en septiembre de 1998, se vinculó el tipo de cambio y se impusieron controles sobre el capital; algunos de estos últimos se moderaron a principios de 1999. A finales de abril de 1999, la caída de la actividad había tocado fondo y se observaban indicios de recuperación. *Filipinas* resultó menos afectada por la crisis pero, no obstante, el nivel del producto se redujo levemente en 1998, debido sobre todo a una caída de la producción agrícola por causas meteorológicas.

En otras economías de mercados emergentes en Asia, el PIB real de *China* creció un 7,4% en 1998, cerca de la meta oficial del 8%, apoyado por un fuerte incremento del gasto en inversiones públicas. Debido parcialmente a los bajos niveles de utilización de capacidad y a la caída del precio de las importaciones, los precios al consumidor descendieron en alrededor de un 1%. Sin embargo, la actividad en la *RAE de Hong Kong* resultó muy afectada por la crisis asiática, y el producto se contrajo en torno a un 5% en 1998. Durante los primeros meses de 1999, se mantuvo la atonía, en parte debido a tasas de interés reales elevadas, con una tasa negativa de inflación y demanda interna débil. La crisis en la región afectó también a *Singapur*, pese a la solidez de los factores fundamentales internos, a los ajustes del tipo de cambio a la baja y a una política monetaria flexible; la actividad económica se debilitó en el segundo semestre de 1998 pero, a principios de 1999, volvió a recuperar un ritmo de crecimiento positivo. Otras economías de mercados emergentes en Asia se mostraron más flexibles ante las sacudidas financieras registradas en la región. En ese grupo figura

Gráfico 2
Países en desarrollo:
Crecimiento del PIB real
(Variación porcentual anual)



India —una economía relativamente cerrada— si bien el crecimiento no se reactivó después de la desaceleración ocurrida en 1997, debido en parte a retrasos ocurridos en la aplicación de reformas estructurales y al deterioro sufrido en la situación de las cuentas públicas.

La crisis en la región de Asia oriental contribuyó a que se elevara el costo financiero y a que disminuyera el precio del petróleo y de otros productos básicos, con la consiguiente grave repercusión sobre las economías de mercados emergentes en otras regiones. En *Rusia*, la debilidad estructural de los sectores empresarial y bancario, un desequilibrio fiscal tenaz y la acumulación de deuda pública a corto plazo (comprendido el endeudamiento frente a inversionistas extranjeros) dejaron brechas de vulnerabilidad en la economía; la creciente tensión surgida en los mercados de divisas y de letras del Tesoro llevó, en agosto de 1998, a una devaluación de facto y a la reestructuración unilateral de la deuda interna. Como resultado de las graves presiones financieras que se manifestaron camino de la crisis surgida en agosto y del empeoramiento de la situación económica general tras la crisis, el producto sufrió un descenso del 4½% en todo 1998 y, a principios de 1999, la inflación interanual se situaba en más del 100%, continuando expuesto el rublo a presiones. La pérdida de acceso al

financiamiento privado después de la crisis condujo a una fuerte compresión de las importaciones y a que la balanza corriente pasara a ser superavitaria. No obstante, las autoridades se vieron obligadas a reestructurar el pago de la deuda dejada por la antigua Unión Soviética (véase el capítulo 4 en el que se examina la evolución de Rusia durante el período 1998/99).

La crisis rusa tuvo un importante efecto adverso sobre la actividad económica en los *países en transición* vecinos y contribuyó en gran medida a la depreciación de la moneda en varios países —entre ellos Ucrania— y también a efectos inflacionarios adicionales. Los *países bálticos* se vieron menos afectados; mantuvieron los vínculos cambiarios establecidos y no perdieron el acceso a los mercados internacionales de capital, si bien no pudieron evitar que el crecimiento se desacelerara debido en parte al menor volumen de comercio con Rusia y a los vínculos con el sector bancario ruso. En los países en transición de *Europa central y oriental*, la crisis rusa produjo efectos en gran medida temporales: la influencia negativa más importante se dejó sentir en el crecimiento a finales de 1998 y principios de 1999 y se debió a la caída de la demanda de los mercados de exportación en Europa occidental. En la República Checa, como consecuencia parcial del endurecimiento de la política en 1997 y principios de 1998 que era necesario para reducir desequilibrios externos, el producto descendió en el 2¼% en 1998. En Hungría y Polonia, el crecimiento se mantuvo relativamente firme, en alrededor del 5% en 1998, pese a la desaceleración surgida a finales de ese año. La inflación en los precios al consumidor en estos tres países disminuyó rápidamente a finales de 1998 y principios de 1999, situándose en valores de un solo dígito con carácter interanual, como consecuencia de la bajada del precio de los productos básicos, la restricción anterior de la política monetaria y la atonía del crecimiento económico.

En América Latina, la mayoría de los países superó bien las presiones financieras levantadas por la crisis asiática, en parte debido a las medidas que adoptaron para restringir la política macroeconómica. No obstante, se vieron muy afectados por la crisis rusa, pues las tasas de interés para la deuda externa se dispararon y la entrada de capital privado se detuvo prácticamente. *Brasil* se vio sometido a presiones especialmente fuertes debido a temores relacionados con el elevado déficit público del país y la sostenibilidad del vínculo cambiario. Ante esta situación, las autoridades brasileñas elevaron las tasas de interés oficiales y, a finales de octubre de 1998, anunciaron una serie de medidas fiscales con el objeto de conseguir un importante superávit primario, ligado al programa de política que estaba respaldado por el financiamiento del FMI. Sin embargo, el temor de los inversionistas a que las autoridades no pudieran poner en práctica las medidas fiscales previstas y a que las tasas de interés no fueran lo bastante elevadas

para poder detener la continua salida de capital condujo a crecientes presiones sobre la moneda, que llevaron al banco central en enero a abandonar la franja cambiaria móvil y a permitir que el real flotase. La moneda se depreció inicialmente más de un 40% frente al dólar de EE.UU. y, en un entorno de volatilidad generalizada del mercado financiero interno, la presión continuó hasta principios de marzo, cuando las medidas tomadas para reforzar el programa de ajuste fiscal comenzaron a restablecer ampliamente la confianza en los países de América Latina. (Véanse en el capítulo 4 más detalles sobre la evolución de Brasil en 1998/99.)

La devaluación brasileña tuvo un efecto relativamente limitado y sobre todo temporal en los mercados financieros de *otros países de América Latina*, pero está repercutiendo más en términos del comercio sobre los países socios de Brasil que forman el Mercosur (Argentina, Paraguay y Uruguay). El crecimiento de América Latina ya se había reducido mucho en el segundo semestre de 1998. La desaceleración obedeció en parte al entorno financiero externo menos favorable que se creó tras la crisis rusa, pero también a que descendió mucho el precio de los productos básicos y —en la mayoría de los casos— a una política monetaria y fiscal más estricta. En Argentina, transcurridos tres años de recuperación vigorosa a partir de la crisis mexicana, el crecimiento pasó a ser negativo a finales de 1998, y la desaceleración se vio agravada por el efecto sobre el comercio que produjo la recesión en Brasil. Venezuela, sacudida por el descenso del precio del petróleo, padeció una situación fiscal insostenible y la recesión se hizo más profunda a partir del último trimestre de 1998. En Ecuador, con una economía que depende en alto grado de la exportación de petróleo, surgió en febrero de 1999 una grave crisis bancaria y cambiaria. El crecimiento se mantuvo mejor en México que en la mayoría de los países sudamericanos, debido en parte a los estrechos lazos con una economía estadounidense que continuaba creciendo vigorosamente. En cuanto al resto del continente americano, en las economías de varios países de América Central, en especial las de Honduras y Nicaragua, se padecieron los estragos del huracán Mitch en octubre de 1998.

El crecimiento económico en *África* se mantuvo tenue durante el año 1998, alcanzando un valor aproximado del 3½%, como consecuencia principalmente del escaso vigor del precio de los productos básicos y, en Sudáfrica que registró poco crecimiento, de las condiciones desfavorables en los mercados financieros internacionales. Si bien el efecto del abaratamiento de los productos básicos, incluido el petróleo, en la relación de intercambio y el crecimiento del continente africano fue relativamente moderado en muchos casos, las posiciones fiscal y de pagos estuvieron sometidas a presiones, y el fuerte empeoramiento de la relación de intercambio significó que en muchos casos se registrase una

reducción del ingreso real considerable. Concretamente, la caída del precio del crudo produjo la desaceleración del crecimiento en los países productores de petróleo de *África* y de *Oriente Medio*. Turquía también registró un crecimiento más lento; el producto creció un 2¾% en 1998 frente al 7½% alcanzado en 1997, pues los efectos de la crisis rusa se dejaron sentir en tasas de interés real más elevadas y menor acceso a los mercados financieros internacionales. Como consecuencia principal de la situación en los países productores de petróleo y en Turquía, en el grupo de países en desarrollo de la región de Oriente Medio y Europa el crecimiento se atenuó hasta un 3% en 1998 frente al 4½% registrado un año antes.

Las economías avanzadas

En 1998 se amplió la divergencia de resultados entre las economías avanzadas a medida que la recesión en Japón se agravaba, que el crecimiento en la zona del euro perdía fuerza hacia finales de año y que, en Estados Unidos, el ritmo de crecimiento se mantenía firme.

La economía de *Japón* se contrajo en 1998 en un 2¾% pero, a principios de 1999, se registró un fuerte acelerón del producto hasta un nivel ligeramente superior al de los primeros meses de 1998, aunque todavía inferior a lo alcanzado en 1997. Los precios al consumidor se mantuvieron en gran medida invariables durante todo el período, si bien se registró una caída en el nivel mayorista que contribuyó a extender los temores sobre la deflación. La agudización de la recesión japonesa en 1998 obedeció sobre todo a la atonía de la demanda privada, basada a su vez en la menor confianza en la situación y en la debilidad de que dio muestra el sector financiero, además de los efectos derivados de la menor demanda en las economías de mercados emergentes de Asia oriental. Ante la situación, las autoridades adoptaron medidas adicionales de estímulo fiscal y flexibilizaron aún más la política monetaria, reduciendo la tasa de interés principal (la tasa día a día) a casi cero en marzo de 1999. Además, para corregir la debilidad persistente del sector financiero, en octubre de 1998 se tomaron medidas legislativas para establecer la estructura general que permitiera hacer frente a los problemas de la banca. Las medidas contribuyeron a impulsar la actividad y a mejorar el sentir del mercado financiero a principios de 1999.

En Europa, el 1 de enero de 1999 entró en vigor la tercera fase de la UEM. Once países de la UE adoptaron el euro como moneda propia, y el Banco Central Europeo (BCE) pasó a encargarse de la política monetaria de la *zona del euro*. Durante 1998, las tasas de interés a corto y largo plazo en la zona continuaron convergiendo hacia los niveles de Alemania, Francia y otros países del núcleo; en una decisión coordinada tomada a principios de diciembre, la tasa de interés oficial a corto plazo se redujo al 3%. El BCE mantuvo ese

nivel para las operaciones de recompra hasta principios de abril de 1999, bajándolo seguidamente al 2½%. El crecimiento de la zona del euro, que se había afianzado en 1997, manteniéndose la tendencia en gran medida hasta mediados de 1998, se redujo considerablemente a finales de ese año como consecuencia de una caída de la demanda externa y el deterioro consiguiente de la confianza de los empresarios, antes de una recuperación parcial a principios de 1999. La inflación estuvo bien controlada en toda la zona, situándose la tasa interanual de los precios al consumidor en el 1,1% al final del período, lo que reflejó parcialmente la atonía de los precios de los productos básicos. Las tasas de desempleo en la zona del euro continuaron siendo altas, un 10½% en abril de 1999, frente al 11% de un año antes.

En los países principales de la zona del euro, la desaceleración del crecimiento a finales de 1998 se dejó sentir sobre todo en *Alemania* e *Italia*, pero fue menos pronunciada en *Francia*. Este último país consiguió un crecimiento por encima del potencial en todo el año 1998, pero en Italia el producto creció en sólo un 1½% por segundo año consecutivo. En otros países de la zona, Irlanda (de nuevo la economía de crecimiento más rápido de Europa), España, Países Bajos y Portugal continuaron registrando un crecimiento vigoroso en 1998, aunque se observó cierta desaceleración hacia finales de año. En estos países, la tasa de inflación se mantuvo ligeramente por encima del promedio de la zona del euro debido a presiones de la demanda relativamente fuertes.

Fuera de la zona del euro, el crecimiento del *Reino Unido* disminuyó nuevamente en 1998 y principios de 1999, debido a una demanda externa más débil, a la firmeza de la libra esterlina y a la restricción pasada de la política fiscal y monetaria. En consecuencia, se evitó el recalentamiento de la economía. La inflación se mantuvo cerca de la meta del 2½% en el segundo semestre de 1998 y principios de 1999, y las tasas de interés oficiales británicas (recompras) pasaron del 7½% al 5¼% en el período de octubre a abril. El deterioro de las condiciones externas limitó también el crecimiento en algunos de los *países europeos más pequeños*, entre ellos Dinamarca, Noruega (especialmente afectada por la caída del precio del petróleo) y Suiza.

En *Estados Unidos*, la economía continuó creciendo con firmeza, a un ritmo de cerca del 4% en 1998, impulsada la demanda interna por un fuerte avance de los valores bursátiles y la bajada de las tasas de interés. El vigoroso crecimiento del empleo redujo la tasa de desempleo a su nivel más bajo en 29 años, un 4¼% a principios de 1999. Sin embargo, la demanda externa neta se debilitó en el transcurso de 1998 como consecuencia de la evolución en las economías de mercados emergentes de Asia oriental y América Latina, así como de la firmeza del dólar, dejándose sentir los efectos principalmente sobre el sector industrial. En septiembre–noviembre de 1998, se flexibilizó la política monetaria como

respuesta a las graves presiones en los mercados financieros tras la crisis rusa y el casi desplome de un importante fondo de alto riesgo. La inflación se mantuvo en gran medida estable, contenida por nuevas caídas de los precios de la importación y la ausencia de presiones salariales significativas en el frente laboral. Como resultado de los beneficios derivados de pasados ajustes fiscales y del fuerte crecimiento económico, el presupuesto federal pasó a ser superavitario en el equivalente de casi un 1% del PIB en 1998.

En *Canadá*, la actividad económica se desaceleró en el conjunto de 1998, pues el ingreso, el producto y la balanza de pagos se vieron afectados negativamente por la caída del precio de los productos básicos y la menor demanda en varios de los mercados de Canadá en el exterior. Sin embargo, el ritmo de crecimiento consiguió reanimarse hacia finales del año. La tasa fundamental de inflación se mantuvo estable, en el extremo inferior de la meta oficial fijada por la banda 1%–3%, pese a la depreciación que registró la moneda canadiense en el transcurso del año. El crecimiento económico en *Australia* se aceleró en 1998 pese a las situaciones de recesión en Asia oriental, viéndose impulsada la demanda por las condiciones monetarias más favorables, comprendida la depreciación del dólar australiano; a principios de 1999 continuaba registrándose un fuerte crecimiento. En *Nueva Zelanda*, en cambio, la economía entró en fase de recesión en el primer semestre de 1998, pero el crecimiento se restableció en el segundo semestre debido a que, con una política monetaria más flexible, se impulsó la confianza de empresarios y consumidores. En estos dos últimos países, la tasa anual de inflación se mantuvo bastante estable en alrededor del 1½%.

En los *mercados de divisas*, los tipos de cambio entre las monedas principales estuvieron sujetos nuevamente a grandes fluctuaciones en 1998/99. A mediados de julio de 1998, el dólar de EE.UU. alcanzó su nivel nominal más alto desde diciembre de 1986, impulsado por la fuerte demanda interna, diferenciales de las tasas de interés favorables a los activos expresados en dólares de EE.UU. y el factor refugio de cara a la impresión de deterioro que daban los mercados emergentes. El tipo efectivo nominal del dólar de EE.UU. bajó mucho a principios de septiembre y de octubre, a medida que la situación de debilidad del yen se invertía como consecuencia del abandono en gran escala de posiciones expresadas en yenes. Sin embargo, el dólar se recuperó a finales de 1998 y principios de 1999 debido al continuo vigor relativo de la economía de Estados Unidos y a la consiguiente ampliación de los diferenciales de la tasa de interés en favor de los activos expresados en dólares. Tras alcanzar un mínimo en ocho años de más de ¥145 por dólar de EE.UU. a mediados de junio de 1998, el yen se apreció frente a la divisa estadounidense en alrededor de un 25% durante

los seis meses siguientes, y en un 20% en términos efectivos nominales. A raíz de la menor restricción de la política monetaria japonesa, el yen perdió terreno —aproximadamente un 5% en términos efectivos— en febrero-abril de 1999. En el período agosto-diciembre de 1998, las monedas de los países que preveían su entrada en la zona del euro se fortalecieron frente al dólar de EE.UU. y también en términos efectivos. El propio euro comenzó a depreciarse poco después de su entrada en escena; a finales de abril, se encontraba más de un 9% por debajo de su valor inicial en dólares de EE.UU. y se había depreciado en más de un 6% en términos efectivos. En otros lugares de Europa, las variaciones de la libra esterlina obedecieron parcialmente a cambios de expectativas sobre la política monetaria del Reino Unido. Así, la libra esterlina se negoció en 1998 dentro de una gama relativamente estrecha, pero tendió a depreciarse en términos efectivos en el segundo semestre del año. Sin embargo, a principios de 1999, la libra esterlina se apreció en términos efectivos a medida que el euro se debilitaba. La caída del precio de los productos básicos contribuyó a que el dólar canadiense se viera sujeto a presiones a la baja, y la divisa se depreció hasta niveles históricamente bajos frente al dólar de EE.UU. en agosto de 1998; sin embargo, experimentó luego una recuperación tras la subida de las tasas oficiales de interés en ese mismo mes y continuó apreciándose aunque luego bajaron las tasas de interés.

La *balanza en cuenta corriente de los países industriales* sufrió un deterioro de más de \$80.000 millones en 1998. El empeoramiento se distribuyó desigualmente entre los países industriales, lo que obedeció a diferencias en la situación de la demanda interna y en el grado en que dependen de la importación y exportación de productos básicos, y también a las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio entre sus monedas. El grueso del ajuste correspondió a Estados Unidos —donde se desaceleró mucho el crecimiento de la exportación, pero la demanda interna y de importación se mantuvo muy activa—, aumentando el déficit en cuenta corriente en unos \$75.000 millones en 1998, hasta un total de \$230.000 millones o el 2¾% del PIB. Japón, en cambio, consiguió un nuevo incremento de su superávit en cuenta corriente —por valor del 3½% de su PIB— atribuible en parte a la atonía de la demanda interna. En la zona del euro, varió poco en 1998 el superávit en cuenta corriente por valor del 1½% del PIB debido al debilitamiento de la demanda interna y de importación, al efecto de competitividad de las depreciaciones pasadas y a la caída de los precios de la importación que compensó el descenso del volumen de exportación hacia los mercados emergentes. La mayor parte del ajuste restante correspondió a otros países industriales, entre ellos Australia, Canadá y Noruega, en los que el producto obtenido de la exportación de productos básicos sufrió un descenso.



Perspectivas de la economía mundial

Como parte de la supervisión que ejerce sobre la política de tipo de cambio de los países miembros y el sistema monetario internacional, el Directorio Ejecutivo examina periódicamente la evolución de la economía mundial basándose en los informes para las *Perspectivas de la economía mundial* que prepara el personal del FMI. Estos informes, que se publican habitualmente dos veces al año —y con mayor frecuencia en los casos en que la rápida modificación de la situación económica lo hace necesario— ofrecen un análisis integral de las perspectivas de la economía mundial y de cada región y país en particular, así como un examen de diversos temas específicos.

En 1998/99, el Directorio se reunió en tres ocasiones para considerar los informes sobre las perspectivas de la economía mundial: en septiembre de 1998, diciembre de 1998 (para examinar una actualización de la evaluación realizada por el personal en septiembre) y abril de 1999³. Las deliberaciones se centraron en la turbulencia en los mercados financieros provocada por la recesión en Asia, la crisis de Rusia y, posteriormente, la conmoción financiera en Brasil.

En septiembre de 1998, los directores convinieron en que las perspectivas a corto plazo se habían deteriorado considerablemente debido a que la recesión se había profundizado en Asia y la crisis de Rusia había dado lugar a ventas en gran escala en los mercados de acciones de todo el mundo. Las crisis pusieron de manifiesto la vulnerabilidad de las economías deficientemente administradas ante un cambio abrupto de los flujos de capital. Aunque se observaban signos alentadores de que los programas de política económica que estaban aplicando Corea, Tailandia, e incluso Indonesia, habían comenzado a restablecer la confianza en los mercados financieros, las economías de mercados emergentes, tanto en Asia como en otras regiones, se veían frente al riesgo de retrocesos. Los

riesgos de deterioro de la situación económica mundial ponían de manifiesto la creciente prevalencia e intensidad del contagio, y su importancia como causa de crisis financieras en una economía cada vez más globalizada. Los directores señalaron que, si bien los efectos de contagio eran más ostensibles en los países con una política económica deficiente e instituciones inadecuadas, tampoco lograron eludirlos algunos países cuya gestión económica era relativamente acertada, cuyas variables económicas fundamentales eran más sólidas y que mantenían escasas vinculaciones comerciales o financieras con los países en crisis.

En las deliberaciones celebradas en diciembre de 1998, los directores coincidieron en que, en muchos sentidos, las turbulencias que habían afectado a los mercados maduros desde mediados de agosto hasta principios de octubre no tenían precedente. El Directorio observó, sin embargo, que desde mediados de octubre se había restablecido en cierto grado la calma en los mercados financieros. Contribuyeron a esta mejora en gran parte las oportunas medidas de política económica adoptadas, como la rebaja de las tasas de interés por la Reserva Federal de Estados Unidos, que fue imitada por otros bancos centrales de los países industriales, incluidos los de la —entonces— futura zona del euro; el fortalecimiento de las medidas de política en Japón para estimular la demanda; el compromiso de Brasil de corregir los desequilibrios fiscales y el posterior acuerdo sobre un programa respaldado por la comunidad internacional; el avance continuo de la estabilización y la reforma estructural en Asia; el progreso logrado con respecto al aumento de los recursos financieros del FMI y, por lo tanto, el fortalecimiento de la capacidad de la comunidad internacional para prestar asistencia a los países afectados por crisis financieras. Varios directores también hicieron hincapié en que, ante las medidas de ajuste aplicadas en respuesta a los acontecimientos, los países habían visto reducido su acceso a los mercados de capital y, en vista de los efectos de la tendencia descendente del precio de los productos básicos, se justificaba el respaldo de la comunidad internacional.

³Estos tres informes se publicaron como FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, octubre de 1998 y mayo de 1999) y FMI, *World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment* (Washington, diciembre de 1998).

Tras atenuarse la turbulencia en los mercados desde mediados de octubre, los anteriores temores de una recesión mundial disminuyeron. En general, los directores estuvieron de acuerdo con la proyección elaborada por el personal de la institución, que mostraba una moderada revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del producto mundial en 1999.

El Directorio Ejecutivo destacó que, desde el análisis de las perspectivas de la economía mundial realizado en septiembre, se habían producido muchos hechos positivos. Se esperaba que en 1999 se mantuviera un crecimiento vigoroso en Europa continental, aunque a un ritmo menor que en 1998. Los directores consideraron que la moderada desaceleración prevista para la economía estadounidense en 1999 indicaba un aterrizaje suave, que ayudaría a reducir el riesgo de una desaceleración más abrupta en una etapa posterior. Pese a estas circunstancias, los directores estimaron que era prematuro concluir que el peligro había pasado, pues la situación en los mercados financieros seguía siendo inestable y frágil, y la oferta de fondos en la mayoría de las economías de mercados emergentes aún era muy reducida. El riesgo neto de las proyecciones seguía inclinándose predominantemente hacia el deterioro. Si los flujos de capital privado no alcanzaban los niveles supuestos en las proyecciones, se necesitaría probablemente que las economías de mercados emergentes realizaran un mayor ajuste de los flujos comerciales mediante una compresión de la demanda y tal vez un ajuste de los tipos de cambio. Asimismo, los directores advirtieron que para algunos de estos países podría ser difícil atender sus obligaciones del servicio de la deuda si no se restablecía el financiamiento privado. También cuestionaron si las proyecciones habían incorporado plenamente el impacto del descenso de los precios de los productos básicos. El bajo nivel de estos precios, de mantenerse, sumado al menor acceso a los mercados internacionales de capital, exigiría mayores ajustes en muchos países exportadores de productos básicos.

En las deliberaciones de abril de 1999, los directores coincidieron en que, si bien era probable que en 1999 continuara la desaceleración económica mundial, el riesgo de una recesión mundial había cedido, y para el 2000 se esperaba una moderada reactivación del crecimiento. Destacaron que había indicios de un comienzo de recuperación económica en las economías asiáticas de mercados emergentes afectadas por la crisis, de distensión generalizada de las condiciones monetarias en los países industriales y de mantenimiento de un firme crecimiento de la economía estadounidense. También reconocieron que la proyección de referencia dependía de una serie de factores favorables, a saber: de que se produjera un aterrizaje suave en la economía de Estados Unidos, de que el crecimiento de la zona del euro repuntase, pese a un contexto externo algo desfavorable, y de que la recesión de Japón tocara fondo

en 1999. Los directores también opinaron que la crisis brasileña, pese a sus limitados efectos de contagio, ha impartido un nuevo impulso contractivo a la economía mundial, y que para muchos países de mercados emergentes las condiciones de financiamiento continuarán siendo probablemente muy difíciles.

La disparidad de la evolución del crecimiento entre Estados Unidos, la zona del euro y Japón desde comienzos de la década ha agravado los desequilibrios mundiales de pagos, lo cual, en opinión de muchos directores, plantea un grave riesgo para las perspectivas. Los directores sostuvieron que los desequilibrios —sobre todo el déficit externo de Estados Unidos que ha facilitado el ajuste mundial tras las crisis de los mercados emergentes— podrían dar lugar a fluctuaciones desestabilizadoras de los tipos de cambio entre las principales monedas y a un nuevo aumento de las presiones proteccionistas. Varios directores señalaron el desafío de restablecer el crecimiento mundial para que vuelva a situarse a un nivel cercano a su potencial en un período en que el crecimiento de la demanda interna en Estados Unidos probablemente tendrá que disminuir para permitir que el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se reduzca en cierta medida. Sostuvieron que esta situación pone de relieve que debe asignarse prioridad a las políticas orientadas a generar una pronta recuperación en Asia, incluido Japón, y a contrarrestar la desaceleración registrada recientemente en gran parte de Europa continental para lograr que la evolución cambie de signo.

Estados Unidos, Japón y Europa

El impulso que mantiene la actual expansión en Estados Unidos es destacable por su duración y por el hecho de que no haya inflación. Los directores atribuyeron la prolongada expansión al saneamiento de las finanzas públicas, la aplicación de medidas monetarias prudentes y ajustadas a las circunstancias y la flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos. La tendencia descendente de los precios de la energía y otros productos básicos ha contribuido a mantener un bajo nivel de inflación. No obstante, los directores también coincidieron en que la escalada de las cotizaciones en Bolsa, que refleja en parte las expectativas de una menor inflación y la reducción del rendimiento de los bonos, ha ayudado a sostener la demanda. La posibilidad de correcciones bruscas en los mercados bursátiles y en la tasa de ahorro excepcionalmente baja de las familias plantea importantes riesgos de que las perspectivas sean menos favorables de lo previsto.

La fortaleza de la economía de Estados Unidos está comenzando a plantear un dilema a las autoridades encargadas de la política económica de ese país, según muchos directores. Si el crecimiento de la demanda interna no se desacelera próximamente y adquiere un ritmo más moderado, varios directores consideraron

que será necesario adoptar con prontitud una política monetaria más restrictiva para evitar el riesgo de recalentamiento de la economía. Estos y otros directores expresaron el temor de que los desequilibrios actuales y proyectados en el sector privado y la balanza de pagos sean insostenibles a largo plazo, y opinaron que la experiencia indica que cuanto más se prolongan mayores son las posibilidades de una corrección brusca y difícil. Las abruptas reducciones de las importaciones de Estados Unidos y las oscilaciones, posiblemente desestabilizadoras, de los tipos de cambio, los mercados bursátiles y las condiciones monetarias, podrían transmitir a otros países las consecuencias adversas de una corrección de ese tipo. Sin embargo, la mayor parte de los demás directores prefirieron adoptar una actitud más expectante, sosteniendo que no es necesario restringir las condiciones monetarias con carácter preventivo debido a que en Estados Unidos estas condiciones ya son bastante restrictivas, teniendo en cuenta el bajo nivel de inflación y la fortaleza del dólar, y que una medida de este tipo podría poner en peligro la recuperación de otros países, sobre todo los que están saliendo de la crisis. En lo que respecta a la política fiscal, los directores instaron a Estados Unidos a resistir las presiones para gastar el superávit público actual, y los previstos para el futuro, a fin de atender las necesidades financieras a más largo plazo y crear el margen de maniobra necesario para utilizar temporalmente la política fiscal con fines de estabilización si surgiera la necesidad.

El mantenimiento de la atonía de la actividad en Japón fue motivo de especial inquietud para el Directorio. La mayor parte de los directores opinó que las posibilidades de un nuevo estímulo fiscal son limitadas dado que se estima que en el ejercicio cerrado en marzo de 1999 el déficit ha ascendido a más del 10% del PIB; no obstante, consideraron que es crucial que el estímulo planeado se ponga en práctica plenamente, tanto en el gobierno central como en los gobiernos locales, para respaldar la demanda. En lo que respecta a la política monetaria, muchos directores coincidieron en que las fuerzas deflacionarias que operan en la economía justifican que las tasas de interés a corto plazo se mantengan en los niveles más bajos posibles, y que se apliquen también medidas que aseguren un crecimiento suficiente de la liquidez mediante operaciones de mercado abierto.

Los directores ejecutivos también hicieron hincapié en la necesidad de reformas estructurales en esferas clave para revitalizar el crecimiento y la creación de empleo en el mediano plazo. Consideraron que la reforma bancaria es esencial y expresaron su satisfacción por la aportación de fondos públicos para recapitalizar el sistema bancario. Destacaron el avance logrado en el fortalecimiento de los principales bancos, la resolución del problema de las instituciones insolventes, la aprobación de la legislación que autoriza la enajenación de

los activos en situación de incumplimiento y el mejoramiento de la divulgación de información y la supervisión, e instaron a las autoridades japonesas a seguir adelante con la ejecución del programa de estabilización financiera, sobre todo en los casos en que subsisten problemas graves. Sin embargo, algunos cuestionaron si el alcance de las reformas en curso o planeadas sería suficiente. Estos directores destacaron en especial la creciente necesidad de reestructurar las empresas, necesidad que se pone de manifiesto en el excedente de capacidad productiva existente en algunos sectores y en los problemas creados por la carga de la deuda de las empresas, que complica la resolución de las dificultades del sector bancario. En términos más generales, los directores consideraron que es necesario seguir corrigiendo los aspectos ineficientes de la economía y eliminar los obstáculos a la creación de nuevas empresas. Las propuestas de desregulación en algunos sectores ya han ayudado a intensificar la competencia y a reducir los costos. Sin embargo, subsisten muchas restricciones en la agricultura, la distribución, el transporte y la construcción, que limitan el crecimiento y la creación de puestos de trabajo.

En lo que respecta a Europa, el Directorio Ejecutivo expresó su satisfacción por la auspiciosa puesta en marcha de la tercera fase de la UEM, pero advirtió que las autoridades de política económica de la zona del euro siguen encarando enormes desafíos. Desde fines de 1998 se han ido sumando cada vez más indicios de que el crecimiento en dicha zona se desacelera, debido principalmente al deterioro de las circunstancias externas, aunque también por efecto del debilitamiento de la confianza de las empresas. Se espera que este año el crecimiento en la zona del euro sea inferior a la tasa potencial y, si bien es de prever una recuperación el próximo año, los directores se mostraron preocupados por el riesgo de que la evolución sea más desfavorable de lo previsto. Aunque las necesidades a mediano plazo siguen siendo importantes, al mismo tiempo es esencial que las políticas se adapten adecuadamente para respaldar la demanda interna necesaria para estrechar la amplia brecha de producción y absorber el componente cíclico del desempleo. Muchos directores también subrayaron la importancia de que la zona del euro desempeñe un papel de mayor preponderancia en el respaldo del crecimiento mundial, no sólo a través de la demanda interna sino también mediante reformas estructurales. Dadas estas consideraciones, y en vista del limitado margen de maniobra de la política fiscal y de que en los últimos tiempos la inflación se ha mantenido por debajo del nivel medio de la banda fijada como objetivo, unos cuantos directores sostuvieron que existen razones de peso para una mayor distensión monetaria. La pronta adopción de medidas acarrea pocos riesgos, pero entraña importantes beneficios tanto para la zona del euro como para la economía mundial en términos

más generales. Sería importante que los países de la zona del euro que están registrando un crecimiento relativamente vigoroso reaccionen ante una mayor distensión monetaria adoptando medidas fiscales anticíclicas para prevenir el recalentamiento de la economía. Varios otros directores, sin embargo, no se mostraron convencidos de que se justificara una nueva distensión monetaria, destacando la firmeza de la confianza de los consumidores y la debilidad del euro. No obstante, todos los directores coincidieron en que el BCE debería proceder con decisión a bajar las tasas de interés si persistieran los indicios de desaceleración. (Poco después de este debate, a principios de abril, el BCE redujo sus principales tasas de interés.)

El Directorio Ejecutivo convino también en que el éxito de la reforma de los mercados de trabajo y de productos era crucial para mejorar las perspectivas de crecimiento y empleo en Europa, sobre todo a mediano plazo. De hecho, en los países que han logrado los mayores avances, un cúmulo considerable de datos evidencian los efectos positivos de la reforma del mercado de trabajo. La evolución desfavorable del mercado de trabajo ha impuesto una gravosa carga a muchos países europeos, que se traduce en penurias para los desempleados, en el impacto derivado del ingreso tributario no percibido y de los pagos de transferencia y, con criterio más general, en el efecto producido por pérdidas de producción y de bienestar.

Los directores reconocieron que, si bien las circunstancias difieren de un país a otro en lo que respecta al alcance y el carácter específico de los problemas que deben resolverse, el objetivo global que deben tener las medidas es claro: eliminar los obstáculos a la creación de puestos de trabajo y los desincentivos para que los desempleados busquen empleo. A tal efecto será necesario flexibilizar la legislación sobre protección laboral, aminorar la carga fiscal excesiva sobre el trabajo y reducir los desincentivos generados por las prestaciones de desempleo y otras transferencias sociales. Como muchas de las rigideces de los mercados laboral y de productos tienden a reforzarse mutuamente, es más probable lograr éxito con reformas integrales que aplicando medidas parciales o fragmentarias.

Economías afectadas por la crisis

El Directorio Ejecutivo convino en que los desequilibrios del sector público han sido la causa básica de la crisis en Brasil. El creciente desequilibrio fiscal también ha contribuido a un mayor déficit externo, lo que hizo que Brasil fuera muy vulnerable a los cambios de actitud de los inversionistas y generó la impresión generalizada de que la banda cambiaria establecida en el país era insostenible. Algunos directores observaron que lo sucedido recientemente en Brasil pone de relieve nuevamente la importancia de aplicar medidas macroeconómicas sólidas para respaldar la credibilidad de un

sistema de tipo de cambio vinculado. Asimismo, varios directores señalaron la necesidad de que en las primeras etapas de una crisis económica se proceda con determinación a aplicar una política monetaria más restrictiva, mientras que otros subrayaron la importancia de que haya suficiente flexibilidad cambiaria. De cara al futuro, los directores consideraron que la economía brasileña comenzaría a recuperarse ya en el 2000, dado que la crisis no parece estar enraizada en problemas estructurales no relacionados con el sector fiscal y el sistema financiero es relativamente sólido. El ritmo de la recuperación dependerá esencialmente de la velocidad con que las autoridades corrijan el déficit público y del éxito en la contención de las expectativas de inflación y la estabilización de los mercados de cambio. Los directores se mostraron alentados por los primeros signos de que la inflación se halla reprimida, pero hicieron hincapié en que, para restablecer la confianza y permitir una distensión gradual de las condiciones monetarias, es crucial que se aplique con decisión el programa aprobado recientemente.

Aunque los directores advirtieron que la recesión en Brasil podría tener un importante impacto en la región, se mostraron alentados por su moderado impacto en los mercados financieros de otros países de América Latina. La mayor parte de las economías de la región parecen estar en una situación adecuada para hacer frente a las repercusiones, lo cual refleja el hecho de que en la última década se ha logrado fortalecer mucho las variables fundamentales de las economías de la región. Sin embargo, los ajustes económicos que se requieren y el riesgo de un nuevo contagio exigen una férrea disciplina de política económica y una intensificación de los planes de reforma, sobre todo en los países en los cuales los desequilibrios fiscales y de pagos se han visto exacerbados por el deterioro del precio de los productos básicos y la situación desfavorable de los mercados financieros. En varios casos, las deficiencias del sector financiero exigen especial atención.

Los directores ejecutivos expresaron honda preocupación por el deterioro de los resultados económicos de Rusia desde la crisis financiera de agosto de 1998, ya que se ha producido un abrupto aumento de la tasa de inflación y ha surgido el peligro de una recesión prolongada que podría tener importantes repercusiones negativas en las economías vecinas. Destacaron los indicios recientes de que las autoridades rusas están desplegando esfuerzos por corregir los problemas fiscales y estructurales fundamentales, y subrayaron que se requiere una firme determinación de llevar a cabo las reformas para frenar y contrarrestar los graves problemas que enfrenta el país. Los directores destacaron en particular la necesidad de un enérgico programa de ajuste fiscal que limite la necesidad de que el banco central financie el presupuesto y que frene la acumulación de atrasos presupuestarios. También destacaron la importancia de intensificar

los planes de reforma estructural en las esferas en las cuales la ejecución de los planes ha sido insatisfactoria, de recuperar el terreno perdido desde agosto de 1998 y de resolver los problemas que han surgido en el sector financiero tras la crisis.

Los directores se mostraron alentados por los indicios de que la reactivación económica está a punto de iniciarse o ya está en marcha en las economías asiáticas de mercados emergentes que habían sufrido una profunda contracción después de las crisis financieras del segundo semestre de 1997. El cambio de coyuntura parece estar en una etapa más avanzada en Corea, seguida de Tailandia. En estos y otros países en crisis, la recuperación se está apoyando en el mejoramiento de la situación de la balanza de pagos y de la confianza de los inversionistas, el fortalecimiento de los tipos de cambio, la reanudación de los flujos de capital y la estabilización de la situación en los mercados financieros. El restablecimiento de la confianza facilitó la recuperación. En Indonesia podría comenzar a producirse un cambio de signo de la actividad económica en el segundo semestre de 1999, aunque las demoras en la reforma y la persistencia de la inestabilidad política han impedido que se restableciera la confianza. Al considerar las medidas necesarias para lograr que la incipiente recuperación en la región se transforme en un crecimiento sostenible, los directores resaltaron la necesidad de lograr avances en la reestructuración del sector bancario y el sector empresarial y en las reformas orientadas a promover mercados de correcto funcionamiento y una asignación más eficiente de los recursos.

Otras economías emergentes

En 1998, China, India y algunos países africanos parecen haber capeado relativamente bien las recientes crisis financieras. En diverso grado, la capacidad de resistencia de estos países obedeció a que sus lazos comerciales con los países en crisis son limitados, a que dependen relativamente poco de los flujos de capital privado o a que su integración en los mercados financieros internacionales es escasa. Era alentador que la economía china hubiera alcanzado un fuerte ritmo de crecimiento en 1998. Con todo, varios directores ejecutivos mencionaron los problemas que atravesaban los sectores financiero y de empresas públicas, y animaron a las autoridades a que continuaran adelante con la consolidación del sector financiero y la reforma de dichas empresas. Los directores se mostraron de acuerdo en que, en materia de política macroeconómica y política de tipos de cambio, China ha adoptado un curso apropiado para mantener la estabilidad del renminbi y estimular la economía, lo cual ha desempeñado un papel importante en el ajuste y la recuperación de la economía regional. En India, las repercusiones de la crisis asiática han sido relativamente moderadas, aunque las perspectivas de crecimiento económico a mediano

plazo de India siguen estando limitadas por graves deficiencias fiscales y estructurales.

En lo que respecta a África, las mejoras logradas en la ejecución de las medidas de política han ayudado a varios países a fortalecer sus resultados económicos y a reducir su vulnerabilidad ante las circunstancias externas adversas. Al mismo tiempo, sin embargo, el descenso que registraron recientemente el precio del petróleo y el de otros productos básicos ha provocado importantes disminuciones del ingreso real en muchos países africanos, aunque la expansión de la actividad económica se vio afectada sólo levemente. Varios directores ejecutivos consideraron que es necesario ofrecer más opciones de reducción de la deuda externa y mantener la asistencia financiera internacional para respaldar los planes de ajuste y reforma en estos países. Algunos directores también indicaron que los países industriales deben ampliar el acceso de las exportaciones de los países en desarrollo a sus mercados, sobre todo en lo que respecta a los productos agropecuarios. Los directores también expresaron su preocupación por el grave costo económico y social de los conflictos armados en varias partes del continente, e instaron a que se proporcione asistencia internacional adecuada a los países afectados.

La caída del precio del petróleo también ha entrainado cuantiosas mermas de los ingresos de exportación y tributarios en los países de Oriente Medio exportadores de petróleo. Estos países compensaron esta insuficiencia de ingresos utilizando en parte las reservas oficiales y recurriendo a nuevos empréstitos externos. Los directores alentaron a dichos países a llevar adelante los planes de ajuste ya en marcha para resguardar la estabilidad macroeconómica, sobre todo si el precio de sus exportaciones se mantiene en un nivel desfavorable.

Prevención del contagio

En algunos casos, las crisis financieras que sufrieron las economías de mercados emergentes en los últimos años se propagaron entre países que aparentemente mantienen pocos vínculos comerciales o financieros y en situaciones en que no hubo una perturbación común importante. Los directores coincidieron en que este fenómeno inusual bien puede deberse, en parte, a la mayor globalización de los mercados financieros, que, si bien entraña el beneficio de ampliar el acceso al financiamiento externo, ha hecho que las economías sean más vulnerables a los cambios drásticos y repentinos del sentir de los inversionistas. De hecho, la mayor globalización de los mercados financieros ha significado que las crisis de la balanza de pagos comprometan más que en el pasado a la cuenta de capital, lo cual tiende a que sea más difícil predecir las crisis. Si bien el contagio financiero ayuda a explicar la mayor incidencia de situaciones críticas, el contagio no parece manifestarse en forma indiscriminada. Las crisis suelen surgir en los casos en

que hay variables económicas fundamentales que presentan deficiencias comunes, sobre todo en lo que respecta a la balanza de pagos o a los aspectos vulnerables del sistema financiero, incluidos los resultantes de la acumulación excesiva de pasivos externos a corto plazo.

Si bien los esfuerzos por fortalecer la arquitectura financiera internacional son esenciales tanto para prevenir las crisis como para resolverlas, el problema del contagio debe abordarse también a nivel de los países. Por lo tanto, el Directorio Ejecutivo destacó que las medidas de política económica interna desempeñan un papel central en la prevención de las crisis, en primer lugar, y en la reducción de la vulnerabilidad de los países al contagio. Subrayaron la importancia de evitar un tipo de cambio muy sobrevalorado y, para ello, de implementar una política monetaria y fiscal coherente. Los directores también hicieron hincapié en que, en toda estrategia eficaz de prevención de crisis, las medidas orientadas a corregir las deficiencias de los sistemas financieros son cruciales. Para evitar crisis de liquidez, es importante que los gobiernos presten atención a la estructura de vencimientos y a la composición monetaria de la deuda de los bancos y del sector empresarial. También es necesario controlar cuidadosamente la estructura de vencimientos de la deuda pública, pues un cambio en el sentir de los inversionistas podría hacer difícil que el gobierno renovase un gran volumen de deuda a corto plazo. Los directores también hicieron hincapié en la necesidad de que la reglamentación prudencial y la supervisión de los bancos y de otras instituciones financieras sean más eficaces en muchos países. Algunos

directores se refirieron específicamente a la importancia de normas prudenciales sobre la obtención de préstamos a corto plazo en divisas por parte de los bancos. A este respecto, algunos directores señalaron que hacía falta mejorar la fiscalización, por el lado de la oferta, de las actividades muy apalancadas de las instituciones financieras.

Dado que muchas de las crisis que han afectado a los mercados emergentes en los últimos años han tenido lugar en países con tipos de cambio vinculados, varios directores cuestionaron la viabilidad de los sistemas de tipo de cambio vinculado pero ajustable en el contexto de una mayor globalización de los mercados financieros. Hicieron hincapié en que, en muchos casos, un mayor grado de flexibilidad cambiaria podría ayudar a que los inversionistas nacionales y extranjeros tomaran más conciencia de los riesgos cambiarios. Otros directores sostuvieron que un tipo de cambio vinculado puede ser especialmente útil como ancla nominal y como medio de evitar un aumento de la inflación. En particular, un régimen de caja de conversión podría ser una opción conveniente en algunos casos, pero los directores reconocieron que un régimen de este tipo impone muchas exigencias en lo que se refiere a la suficiencia de las reservas, la solidez del sistema financiero, la flexibilidad de los mercados y los resultados fiscales. Los directores coincidieron en que el sistema cambiario óptimo varía de un país a otro y que, independientemente del régimen escogido, las medidas económicas deben respaldar ese régimen y fomentar la estabilidad macroeconómica para garantizar su éxito.



Mercados internacionales de capital

A finales de julio de 1998, los directores ejecutivos llevaron a cabo la revisión anual de la evolución y perspectivas en los mercados internacionales de capital. En ese momento, la crisis financiera en los mercados emergentes se limitaba en gran medida a países de Asia. Poco después, el estallido de la crisis de la deuda en Rusia y, luego, el casi desplome de un fondo de alto riesgo, Long-Term Capital Management, abrió la puerta a un nuevo período de extraordinaria turbulencia financiera, avivando el temor de que la desaceleración económica pudiera continuar extendiéndose y agravándose en 1999.

En consecuencia, a mediados de diciembre de 1998, el Directorio Ejecutivo examinó la actualización de los parámetros elaborados ese otoño para las perspectivas de la economía mundial, además de la evolución actualizada de los mercados internacionales de capital y sus efectos y repercusiones en el sector financiero y en la política de estabilización⁴ (véanse también los capítulos 2 y 5).

Revisión anual

En el examen realizado en julio de 1998 sobre la situación de los mercados de capital, los directores ejecutivos hicieron particular hincapié en las enseñanzas que ofrece la crisis asiática, los riesgos y dificultades que tienen ante sí los responsables de la política económica y las cuestiones relacionadas con la entonces próxima introducción del euro.

La crisis en Asia y evolución en otros mercados emergentes

A juicio de los directores ejecutivos, los arraigados problemas que afectan a los sistemas bancarios y a los sectores financieros, incluidas las fallas de los sistemas de supervisión y regulación, una insatisfactoria gestión interna de los riesgos y una administración inadecuada, constituyen causas importantes —aunque no las únicas— de

la crisis asiática que sobrevino. Varios directores creen que la inadecuada disciplina de los mercados nacionales, determinada por las amplias redes de protección establecidas por los países, llevó a algunos de ellos a asumir riesgos excesivos. Las fallas del sector financiero hicieron que la gran afluencia de capital que precedió a la crisis no fuera objeto de una intermediación eficiente y, en conjunción con una utilización excesiva de sistemas —formales o informales— de paridades cambiarias, diera lugar a una considerable exposición a riesgos cambiarios y de tasas de interés carente de cobertura, descalces en materia de liquidez y poca calidad de los créditos.

En relación con el papel que cumplieron diferentes inversionistas durante la crisis, los intentos realizados por los agentes nacionales para cubrir o contrarrestar la exposición a riesgos cambiarios carentes de cobertura —así como, en algunos casos, la fuga de capitales— suscitaron considerable presión en los mercados de cambio; no obstante, hubo diversidad de opiniones en cuanto al papel que cumplieron en la crisis los inversionistas internacionales y los fondos de alto riesgo. El Directorio Ejecutivo señaló que las depreciaciones del tipo de cambio, de muy grandes proporciones, que tuvieron lugar durante la crisis se vieron exacerbadas por un conjunto especialmente perverso de factores de la dinámica del mercado vinculados con el agotamiento de la liquidez en los mercados de divisas, el creciente riesgo de las contrapartes y la interrelación con instituciones financieras nacionales poco sólidas. Varios directores ejecutivos señalaron que, al parecer, no se tuvieron plenamente en cuenta los efectos de propagación y contagio de un país a otro, dados los vínculos comerciales y financieros, cada vez más estrechos, que mantienen entre sí los países. Varios miembros del Directorio Ejecutivo señalaron que el contagio se vio agravado por deficiencias de información y falta de transparencia, que hicieron difícil que los inversionistas distinguieran entre diferentes mercados emergentes, y ello contribuyó a la gravedad de la reacción del mercado una vez que se inició la crisis.

Varios directores ejecutivos señalaron que la crisis asiática plantea preguntas básicas sobre el funcionamiento de los mercados internacionales de capital. La

⁴Los documentos de referencia han sido publicados como sigue: FMI, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues* (Washington, septiembre de 1998) y *World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment* (Washington, diciembre de 1998).

afluencia de capital antes de la crisis impuso grandes dificultades a los responsables de la política económica de los países de mercados emergentes, dados su escala y la posibilidad de un brusco cambio de sentido de esas corrientes en caso de que se modificara la actitud de los inversionistas. Algunos opinaron que la crisis asiática refleja tanto errores de proceder de los inversionistas internacionales como problemas de los mercados emergentes. Otros indicaron que la pronunciada disminución de las tasas de interés nominales en los mercados maduros ha estimulado la búsqueda de una mayor rentabilidad por parte de los inversionistas de todo el mundo.

A este respecto, varios miembros del Directorio Ejecutivo destacaron como atributo importante de la crisis el crédito interbancario transfronterizo, especialmente el de corto vencimiento, que facilitó la afluencia de capital y creó nuevas dificultades para la gestión del riesgo. Varios directores ejecutivos se manifestaron de acuerdo con una modificación del encaje legal de los bancos basada en los riesgos del crédito interbancario a corto plazo. Algunos subrayaron la necesidad de encontrar la manera de mejorar la determinación del precio del riesgo por parte de los acreedores externos y recomendaron, además, una mejor supervisión de los bancos acreedores.

Varios directores ejecutivos señalaron que las entidades internacionales clave de calificación de riesgos no previeron la crisis asiática, y luego la agravaron al reducir, en forma pronunciada, la calificación crediticia de los países en cuestión. Algunos señalaron, sin embargo, que esas entidades no fueron las únicas en no advertir que la crisis se aproximaba o en no percibir hasta qué punto eran vulnerables las economías asiáticas que entraron en crisis. Pese a esas preocupaciones, los directores ejecutivos señalaron que la tendencia hacia una mayor liberalización de la cuenta de capital era inevitable. La mayor parte de los directores ejecutivos afirmó que es imposible evitar cierta volatilidad, y que los responsables de la política económica deben tratar de que sus economías puedan resistir mejor las perturbaciones que se produzcan, y que debe procurarse con mucho mayor empeño que la liberalización de la cuenta de capital sea ordenada y se lleve a cabo en la secuencia adecuada.

El Directorio Ejecutivo señaló varias enseñanzas que las autoridades nacionales deben extraer de la crisis asiática. Como aspecto más importante estaba que el desacierto de las medidas y los sistemas financieros puede dar por tierra con una política macroeconómica bien concebida. Algunos directores sugirieron que una política cambiaria flexible puede ayudar decisivamente a adaptar la economía a la afluencia de capitales y promover una cobertura adecuada. Otros directores manifestaron una vez más que es decisivo elegir con acierto el momento en que debe abandonarse el vínculo cambiario. En especial, el riesgo que representa introducir un sistema flexible en medio de una crisis se agrava cuando

los sectores bancario, financiero y empresarial presentan fallas. Unos pocos directores mencionaron otras alternativas que habrían sido posibles en el contexto de la crisis asiática: reajustar el nivel del tipo de cambio sin abandonar el vínculo existente, o adoptar un nuevo vínculo nominal.

Los directores ejecutivos convinieron en que una medida clave para evitar futuras crisis consistía en reforzar la supervisión del sector bancario y su infraestructura, inclusive a través de la adopción de los principios enunciados por el Comité de Basilea. Algunos directores se pronunciaron por la utilización de impuestos sobre la afluencia de capital a corto plazo, como los establecidos en Chile, como medida de prudencia que recaería sobre los sectores bancario y no bancario. Varios otros directores ejecutivos, en cambio, consideraron que si bien en algunos casos esos controles han tenido un efecto disuasivo sobre los flujos a corto plazo, potencialmente desestabilizadores, al cabo de cierto tiempo tienden a perder eficacia. Esos mecanismos, no obstante, ayudan a ganar tiempo a los países que inician el proceso de creación de sus propios marcos de supervisión y vigorización de la disciplina del mercado, pero no son sustitutos de elementos económicos fundamentales sólidos, incluida la necesaria reforma del sector bancario. Algunos directores se refirieron a la importancia de la inversión directa del exterior, por ser una fuente de financiamiento más estable. Y varios directores elogiaron la labor realizada por diversos países para facilitar el desarrollo de los mercados locales de capital, especialmente los mercados de bonos, a fin de reducir la importancia de los bancos en la intermediación de los flujos de capital.

Con respecto al tema del riesgo moral, algunos directores ejecutivos estuvieron de acuerdo en que, antes de la crisis asiática, los prestamistas y los prestatarios probablemente no basaron sus decisiones en la posibilidad de respaldo por parte del FMI. No obstante, varios directores señalaron que el respaldo del FMI, junto con las garantías concedidas por los gobiernos a los pasivos externos, pueden haber afectado al comportamiento de los participantes en el mercado. En ese contexto, recomendaron la adopción de medidas que reduzcan al mínimo el riesgo moral, comprendida la participación del sector privado lo antes posible, a los efectos de un adecuado reparto de la carga entre el sector privado y el sector público.

En cuanto a la evolución entonces reciente de los mercados emergentes, los directores ejecutivos hicieron referencia con preocupación a la pronunciada disminución del producto en los países asiáticos afectados por la crisis, y al hecho de que el financiamiento de mercado privado otorgado a los mercados emergentes sigue siendo frágil. Estuvieron de acuerdo en que el objetivo primordial para los países asiáticos en crisis consiste en acelerar la reestructuración financiera y empresarial, inclusive con el establecimiento de un adecuado régimen

de quiebras, lo que en algunos casos podría facilitarse mediante el uso prudente de fondos públicos para recapitalizar las instituciones financieras débiles pero viables. En forma más general, el Directorio Ejecutivo instó a los responsables de la política económica de los países con mercados emergentes a proseguir los esfuerzos encaminados a reducir la vulnerabilidad frente a las perturbaciones externas, inclusive tratando de corregir las fallas macroeconómicas y financieras internas y, en el caso de los exportadores de productos básicos, adaptando la economía, en la medida en que sea necesario, a la disminución del precio de esos productos.

Países con mercados maduros

La continua fragilidad en varios países con mercados emergentes, sobre todo en Asia, marcaba un señalado contraste con los resultados, relativamente favorables, logrados por muchos países industriales. La mayor parte de los directores opinó que los resultados favorables logrados por los países industriales de América del Norte y Europa —en el momento de las deliberaciones en julio de 1998— reflejaban la situación y la política macroeconómicas sólidas de muchos de esos países, niveles de inflación en general estables y bajos, y el hecho de que muchos sistemas bancarios mantienen una exposición crediticia manejable frente a los mercados emergentes asiáticos en crisis. Además, en cierta medida, varios países industriales se habían beneficiado de las repercusiones favorables que la caída del precio de los productos básicos y la atonía de la actividad económica en Asia habían tenido en la tasa de inflación. En cambio, las crecientes dificultades internas de Japón se vieron exacerbadas por la crisis asiática —a la que además contribuyeron— dada su estrecha relación comercial y financiera tradicional con los mercados emergentes de Asia.

El Directorio Ejecutivo celebró la creciente confianza en la entonces próxima introducción del euro a principios de 1999, llevada a cabo con éxito, y la estrecha convergencia macroeconómica lograda por los 11 países que luego constituirían la zona inicial de esa moneda, factor que, según se estima, promoverá de manera importante la estabilidad cambiaria intraeuropea y la convergencia efectiva —a un nivel bajo— de las tasas de interés a largo plazo.

No obstante, las economías maduras presentan varios riesgos no insignificantes, que hacen inciertas las perspectivas actuales. Destacaron el hecho de que Japón no haya enfrentado enérgicamente unos problemas en su sector financiero que han sido parcialmente responsables del deterioro de la economía de ese país, la presión a la baja sobre el yen japonés, y de los desfavorables efectos de propagación, en especial a los mercados emergentes vecinos y a la economía mundial. En consecuencia, los directores ejecutivos instaron categóricamente al gobierno japonés a hacer frente sin

dilación a las deficiencias que desde hacía mucho tiempo presentaba el sistema bancario, contabilizando estrictamente el volumen de los préstamos incobrables, recapitalizando y reestructurando los bancos viables, y mejorando el marco prudencial, a fin de que todo recurso eventual a los fondos públicos para ayudar al sector bancario dé lugar a un aumento sostenido de la seguridad y la rentabilidad del sistema bancario. Algunos directores ejecutivos señalaron que las reformas en gran escala adoptadas por Japón han dado más urgencia a la adopción de medidas, ya que esas reformas ejercen una presión adicional sobre los bancos y dan lugar a una nueva presión a la baja sobre el yen, pues facilitan la inversión del ahorro japonés en el exterior.

Algunos directores expresaron preocupación por el riesgo de una corrección considerable de la cotización, a la sazón alta, de las acciones en Estados Unidos, especialmente teniendo en cuenta la evidente desaceleración del ritmo de aumento de los rendimientos en ese país, la probabilidad de nuevas secuelas de la crisis en Asia y un posible aumento de las tasas de interés en Estados Unidos. A juicio de la mayor parte de los directores, la solidez de los fundamentos de la economía estadounidense —aunada a la mejora de la infraestructura de los mercados financieros tras el desplome del mercado bursátil en 1987— hace que una corrección de moderadas proporciones pueda manejarse desde una perspectiva interna. Expresaron preocupación, en cambio, ante la posible propagación, especialmente hacia los mercados bursátiles emergentes, y un posible deterioro de la confianza en el entorno inestable reinante entonces.

El proceso de la UEM ha puesto de manifiesto los diversos problemas de supervisión y regulación que experimentan los países europeos, y que además, en diversos grados, afectan también a otros países. La aceleración de la reestructuración del sector financiero —que probablemente facilita la introducción del euro— planteará dificultades a los responsables de la política económica en Europa. Los directores ejecutivos expresaron diversas opiniones sobre los preparativos para el manejo de las crisis dentro de la UEM, y en especial sobre el respaldo a cargo de fuentes prestamistas de última instancia. Algunos directores señalaron que ese respaldo debe estar a cargo de las autoridades nacionales. Otros creen esencial que un banco central —en especial el BCE— sea el prestamista de última instancia y cumpla un papel cardinal en la coordinación de la supervisión de las instituciones y mercados paneuropeos. Algunos directores ejecutivos hicieron referencia también a la importancia de las redes de protección financiera, como los sistemas de seguro de depósitos y los consorcios de liquidez. Algunos directores admitieron, haciendo referencia a los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que ese sistema está dotado de los instrumentos necesarios para cumplir una función de respaldo en materia de liquidez, y que podría aportar

liquidez cuando fuera necesaria. Algunos se manifestaron de acuerdo con la recomendación del personal de que debe aclararse mejor la distribución de competencias entre el BCE y los bancos centrales nacionales y también el flujo de información entre los órganos nacionales de supervisión y el BCE.

El Directorio Ejecutivo celebró la labor que se está llevando a cabo en foros multilaterales y en muchos países con mercados maduros para mejorar la supervisión y regulación perfeccionando los sistemas contables y de divulgación de datos, procurando comprender más claramente las obligaciones de los supervisores del país de origen y del país anfitrión receptor, y centrando la atención en mayor medida en una supervisión consolidada, basada en los riesgos, como la prevista en las recientes directrices del Comité de Basilea, emitidas el 1 de enero de 1998, sobre los requisitos de capital que deben satisfacer los bancos para hacer frente al riesgo en el mercado.

El Directorio Ejecutivo concluyó sus deliberaciones señalando que los acontecimientos registrados con posterioridad al anterior estudio de los mercados internacionales de capital han puesto de manifiesto la importancia de una supervisión oportuna y general de los mercados financieros internacionales.

Examen provisional

En el examen provisional efectuado por el Directorio Ejecutivo en diciembre de 1998 —una actualización de la evaluación realizada en el verano sobre evolución de los mercados internacionales de capital y en el otoño sobre perspectivas de la economía mundial— los directores ejecutivos analizaron las causas posibles de la turbulencia surgida en los mercados financieros, su impacto probable sobre la economía mundial y las repercusiones en el sector financiero y la política de estabilización. Subrayaron que la reestructuración unilateral de la deuda por parte de Rusia había tenido un efecto detonante, seguido de una serie de correcciones abruptas del mercado mundial, de reconsideración del riesgo que entrañaba la inversión en los mercados emergentes y de un reequilibrio de carteras a gran escala en toda la gama de mercados financieros. El Directorio Ejecutivo centró su atención en las sacudidas registradas en los mercados maduros, la subida de las tasas de interés tras un período de caída poco habitual, los efectos en las posiciones de inversión muy apalancadas, el creciente temor a que hubiera falta de liquidez en algunos de los mercados financieros más activos del mundo y la fuerte corrección en el tipo de cambio yen/dólar a principios de octubre de 1998.

Si bien desde mediados de octubre los mercados financieros habían vuelto a registrar una cierta calma, el Directorio Ejecutivo hizo hincapié en el amplio margen de incertidumbre sobre los efectos reales de la turbulencia, sobre todo en relación con la actividad económica. Según varios directores ejecutivos, había motivo para

suponer que las sacudidas tendrían únicamente un impacto económico limitado. Subrayaron la rápida recuperación de las bolsas en la mayoría de los países industriales, la reducción en las tasas de interés de los bonos para prestatarios de primera calidad, más la capacidad de los prestatarios empresariales para utilizar las líneas bancarias de crédito tras la contracción del mercado estadounidense de efectos comerciales y la falta de pruebas que indicasen una contracción del crédito en Europa. Los directores ejecutivos se manifestaron alentados por un nuevo descenso de las tasas de interés en los países de Asia que sufrieron la crisis y por los indicios de que se había recuperado algo el acceso de las economías de mercados emergentes con situación fundamental más firme a los mercados financieros mundiales.

Por otra parte, muchos directores ejecutivos se mostraron muy preocupados por las señales de que la crisis podría tener repercusiones más duraderas, sobre todo en las economías de mercados emergentes. Entre las más importantes en ese sentido estaban los márgenes de rendimiento mayores, las presiones bajistas en los mercados bursátiles y el indicio de una nueva salida de capital. Algunas de ellas se vieron como una reacción ante la tardanza para la entrada en vigor de la reforma fiscal que hacía falta en Brasil.

Factores que explican la reacción de los mercados

A la luz de la gravedad de la turbulencia que entonces se sentía, el Directorio Ejecutivo identificó varios elementos que ayudaban a explicar la revaluación de riesgos llevada a cabo por los mercados y, unida al reequilibrio de carteras en los mercados maduros, la reacción desproporcionada de los mercados ante perturbaciones de alcance relativamente limitado:

- La reestructuración unilateral de la deuda de Rusia cuestionó los supuestos fundamentales de muchos inversionistas sobre el riesgo de una quiebra estatal. Varios directores comentaron que el caso de Rusia había servido para cambiar las percepciones de riesgo, demostrando a los mercados que no se desembolsaría el respaldo oficial si no se cumplían ciertos requisitos de política económica.
- Al volver a evaluarse el riesgo, se tuvieron que liquidar o cubrir las posiciones de inversión muy apalancadas en mercados emergentes y maduros. La rapidez de la liquidación en condiciones de mercado a la baja contribuyó a intensificar las presiones de venta.
- Un gran número de importantes bancos comerciales y de inversión en todo el mundo —y no sólo fondos de alto riesgo— participó en posiciones de inversión muy apalancadas que eran vulnerables ante una subida inesperada de las tasas de interés.
- Los modelos de gestión del riesgo utilizados por esas instituciones no evitaron la acumulación de posiciones muy apalancadas, mientras que la gestión moderna de

las carteras parece que produjo un empeoramiento a la hora de liquidarlas. La liquidación y desapalancamiento apresurados de la cartera de Long-Term Capital Management pudo plantear riesgos sistémicos adicionales en los mercados financieros internacionales, lo que justificó el papel desempeñado por las autoridades de Estados Unidos ayudando a organizar una operación de rescate en el sector privado. Varios directores ejecutivos observaron que con la nueva evaluación del riesgo y el ajuste de las carteras se tomaban, de por sí, acciones apropiadas que obedecían en gran medida a una corrección de la subestimación previa del riesgo ofrecido por ciertas inversiones en los mercados tanto maduros como emergentes. La preocupación se centraba más bien en la rapidez y amplitud con que se habían producido los ajustes y en el riesgo sistémico a que los mercados financieros y el crecimiento económico habían estado sometidos.

Los directores ejecutivos hicieron hincapié en las limitaciones que se observaban en la gestión del riesgo y las carteras del sector privado, en la supervisión bancaria y en la vigilancia de los mercados financieros ante la rápida globalización de los mercados financieros y la creciente innovación financiera. Señalaron, como fuente de preocupación sistémica, la falta de entendimiento por parte de los participantes en el mercado, tanto privados como oficiales, del creciente nivel de desequilibrio y vulnerabilidad financieros que había precedido a los hechos ocurridos en agosto–octubre de 1998. Varios directores ejecutivos se preguntaron si los modelos de gestión del riesgo podían ofrecer aviso y protección suficientes frente a hechos de baja probabilidad pero de elevado costo, como los que habían sacudido a los mercados mundiales en 1998. Manifestaron que el propio sistema financiero internacional, incluido el carácter altamente integrado de las instituciones y de los mercados, más los vínculos dentro y entre países, habían contribuido a la turbulencia y a que los riesgos del mercado financiero resultaran impredecibles. Algunos directores ejecutivos llegaron a la conclusión de que hacía falta evaluar nuevamente los sistemas y prácticas de control de la gestión de las instituciones financieras y someter los modelos de riesgo a pruebas más duras con objeto de poder hacer frente a los riesgos inherentes a un mercado financiero moderno.

Medidas de política

El Directorio Ejecutivo examinó también el papel que correspondía a las autoridades en la elaboración de medidas de política, en vista sobre todo de que se había permitido que la vulnerabilidad financiera se acumulase

hasta que era demasiado tarde para poder evitar las consecuencias adversas. Como elemento vital del refuerzo de la arquitectura del sistema financiero internacional de los sectores financieros internos, se pidió el estudio urgente de posibles medidas para reducir el riesgo sistémico relacionado con la turbulencia en los mercados financieros. En esas medidas se incluye elevar el capital mínimo exigible para poder realizar operaciones fuera del balance, reexamen de la suficiencia de la supervisión prudencial actualmente en vigor y regulación de la industria de fondos de alto riesgo y de otros inversionistas institucionales muy apalancados sujetos ahora a escasa normativa, además de una supervisión más firme del crédito bancario concedido a los fondos de alto riesgo.

Varios directores ejecutivos solicitaron que se estudiase más el impacto sistémico de las instituciones financieras con posiciones muy apalancadas. Para reducir el peligro sistémico que producen las operaciones de alto riesgo de los fondos y de otras instituciones financieras importantes, se necesitan también medidas firmes del lado de la oferta. Con ayuda de las autoridades reguladoras, las instituciones financieras privadas tienen que tener en cuenta las limitaciones del análisis y la gestión del riesgo y la cartera privados, y la comunidad internacional tiene que reforzar la supervisión y normativa financieras y la vigilancia de los mercados financieros de las economías maduras para identificar el brote de riesgos sistémicos y evitarlos. Los directores ejecutivos consideraron en términos generales que la supervisión y normativa financieras podrían reforzarse únicamente si los supervisores nacionales disponen de más información y análisis sobre la toma de posiciones en el balance y fuera del balance, apalancamiento y alcance global y distribución del riesgo que asumen en los mercados nacionales e internacionales.

Algunos directores ejecutivos subrayaron también que el episodio de turbulencia en los mercados ocurrido en agosto–octubre de 1998 pone de manifiesto una vez más que la liberalización de la cuenta de capital tiene que ser ordenada y seguir unos pasos bien establecidos, además de ir precedida o acompañada de la entrada en vigor de normas y de supervisión prudenciales eficaces. Puede que la liberalización aconseje también tomar medidas basadas en el mercado para desalentar la entrada excesiva de capital a muy corto plazo y alentar en cambio la inversión directa. De cara a los riesgos que plantea el carácter crecientemente volátil de unos flujos de capital que cada vez son mayores, los directores ejecutivos pidieron un sistema eficaz que permita gestionar y seguir de cerca esos flujos.

