

## Evolución general de la economía mundial en 1997/98

**E**n 1997/98 el hecho más trascendente en la evolución de la economía mundial, y también para el FMI, fue la crisis financiera de Asia y sus repercusiones. La crisis estalló en julio de 1997 en Tailandia cuando, tras varios episodios de presiones sobre los tipos de cambio y de pérdida de reservas, las autoridades desvincularon el baht del dólar de EE.UU. A su vez, la desvinculación forzosa del baht puso en tela de juicio la viabilidad de los regímenes cambiarios de otros países. Pronto se sintieron los efectos secundarios en otros países de la región, sobre todo en Indonesia, Malasia y Filipinas, poniéndose de manifiesto deficiencias estructurales básicas en estas economías. Las medidas adoptadas para reducir la liquidez en Indonesia no lograron frenar las crecientes presiones sobre el mercado de divisas y las autoridades permitieron la flotación de la rupia a mediados de agosto. La situación se deterioró notablemente en los dos meses siguientes y los efectos secundarios se propagaron a otros países. En la RAE de Hong Kong, las fuertes presiones a que se vio sometido el dólar de Hong Kong en octubre dieron lugar a una fuerte subida de las tasas de interés, seguida de un acusado descenso del mercado bursátil. En Corea, las presiones a la baja sobre el won se intensificaron a finales de octubre, tras el ataque contra el dólar de Hong Kong, y los precios de las acciones sufrieron una fuerte caída, como consecuencia de la pérdida de confianza en el futuro de la economía y de las dificultades cada vez mayores que encontró el sector financiero para renovar los préstamos externos. Tras los esfuerzos desplegados para defender el won, las autoridades coreanas ampliaron la banda de fluctuación diaria del 4½% al 20% a finales de noviembre y, posteriormente, solicitaron respaldo financiero del FMI (véase el capítulo V).

La crisis que se estaba gestando, con un espectacular desplome de los tipos de cambio y los precios de las acciones (gráfico 1) fue una de las peores del período de posguerra. Afectó principalmente a países que durante mucho tiempo habían aplicado políticas fiscales prudentes y habían registrado altas tasas de ahorro. ¿Dónde estuvo el error? Los factores básicos, sobre todo en Tailandia, fueron la acumulación de presiones

inflacionarias que se manifestaron en los abultados déficit externos y los desmesurados precios vigentes en los mercados bursátiles y de bienes raíces; el mantenimiento durante demasiado tiempo de regímenes de tipo de cambio vinculado, que terminaron por considerarse como una garantía implícita del valor de cambio, alentó la obtención de préstamos externos sin la debida cobertura y, con frecuencia, a corto plazo; la falta de información y datos puntuales y relevantes; la falta de rigor en la aplicación de las normas de prudencia y las deficiencias en la estructura de supervisión de los sistemas financieros; la intervención estatal en la asignación del crédito, que dio lugar a un acusado deterioro de la calidad de la cartera de préstamos de los bancos que, a su vez, redujo el margen para elevar las tasas de interés, y una serie de problemas en la gestión de gobierno que, unidos a la incertidumbre política, agravaron la crisis de confianza. También entraron en juego varios elementos porque los inversionistas extranjeros subestimaron los riesgos que entrañaba la búsqueda de rendimientos más altos durante un período de atonía del crecimiento económico en Japón y Europa, caracterizado por el bajo nivel de las tasas de interés internacionales, y porque los efectos de contagio de la crisis provocaron una devaluación excesiva de las monedas afectadas.

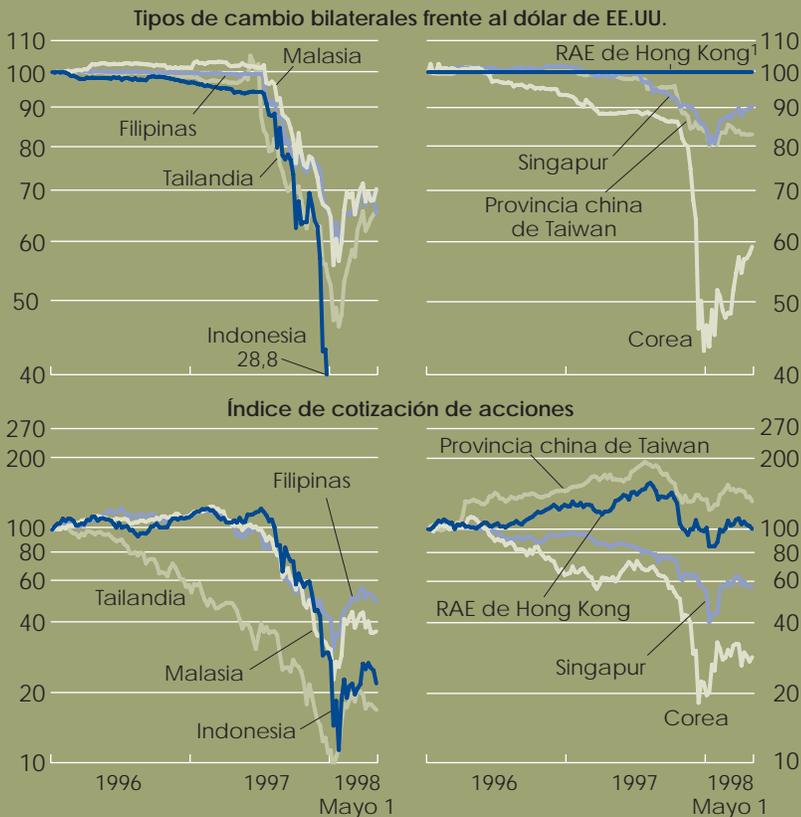
### Perspectiva mundial

La turbulencia financiera que hizo eclosión en el sureste asiático a mediados de 1997 pronto empezó a dejarse sentir en la demanda y la actividad económica en los países afectados. También comenzó a tener un efecto de atenuación sobre la tasa de crecimiento a escala mundial a finales de 1997 y principios de 1998. Sin embargo, para el conjunto de 1997, el producto mundial siguió creciendo a una tasa anual de alrededor del 4% (gráfico 2). El crecimiento más lento que registraron los países de África, Asia y el Oriente Medio se compensó con una expansión más rápida en los países industriales, en los países en desarrollo de América y en las economías en transición (cuadro 1). El volumen de comercio mundial repuntó en 1997 para situarse en el 9½%, igualando así la expansión de 1995, es decir, la

Gráfico 1

Algunas economías de Asia: Tipos de cambio bilaterales frente al dólar de EE.UU. e índice de cotización de acciones

(Dólares de EE.UU. por unidad de moneda; escala logarítmica; 5 de enero de 1996 = 100)



Fuentes: Bloomberg Financial Markets, LP; Corporación Financiera Internacional, y Reuters.  
<sup>1</sup>Vinculado al dólar de EE.UU.

tasa de crecimiento más alta de los veinte últimos años. Esta aceleración se distribuyó ampliamente entre los grupos de países más avanzados y en desarrollo, pero el crecimiento del comercio de las economías en transición sufrió una ligera desaceleración.

Como consecuencia de la crisis de Asia se produjo un acusado descenso de los flujos netos de capital privado hacia las economías de mercados emergentes (cuadro 2). Dichos flujos habían registrado un nivel récord de US\$240.000 millones en 1996, de los cuales Asia había recibido más del 40%. Tras una nueva subida en el primer semestre de 1997, los flujos netos se redujeron drásticamente a medida que la crisis cobraba mayores dimensiones y, para el conjunto del año, se situaron en unos US\$70.000 millones menos que

en 1996. Los flujos netos a los países en desarrollo de Asia se redujeron en más de US\$60.000 millones para situarse en torno a US\$40.000 millones, el menor nivel de afluencia desde 1992. Este nivel no descendió tanto en los países en desarrollo del Oriente Medio ni en Europa, mientras que en los países de África y América y las economías en transición se produjo efectivamente un aumento. En el primer trimestre de 1998, la entrada neta de capitales en los países de mercados emergentes se mantuvo en niveles próximos a los registrados a finales de 1997, que ya eran más bajos.

La notable disminución de los flujos de capital a las economías de mercados emergentes de Asia, aunque se vio amortiguada en cierta medida por un aumento del financiamiento de fuentes oficiales, obligó a realizar importantes ajustes en la balanza de pagos de estos países. Para el conjunto de los países en desarrollo de Asia, el déficit en cuenta corriente se redujo en casi US\$30.000 millones en 1997. Y, a principios de 1998, los países más afectados por la crisis —Corea, Indonesia y Tailandia— ya registraban superávit en cuenta corriente. En el año 1997, el aumento del déficit en cuenta corriente en varios países de América Latina, como consecuencia del incremento de la inversión extranjera directa, fue el principal contrapunto a las disminuciones de estos déficit en los mercados emergentes de Asia (cuadro 3). Sin embargo, a finales

de 1997 y principios de 1998, en varias economías avanzadas —entre las que destaca Estados Unidos— y los países exportadores de petróleo, la balanza en cuenta corriente comenzó a dar señales de deterioro.

La inflación de los precios al consumidor se redujo aún más en los principales grupos de países en 1997 (véase el gráfico 2). A este descenso contribuyó la debilidad de los precios de los productos básicos, incluidos los del petróleo. A principios de 1998, los precios del petróleo volvieron a bajar; de hecho, en abril de 1998 y medidos en DEG, dichos precios se situaban en niveles en torno a un 31% más bajos que el año anterior, mientras que los precios de otros productos básicos habían bajado un 20% durante el mismo período. En cierta medida, los descensos fueron consecuencia de la

disminución de la demanda de productos básicos en los países asiáticos sumidos en la crisis; la fuerte depreciación de las monedas de estos países puede haber dado lugar también a descensos de los precios en moneda extranjera de sus exportaciones de productos básicos.

El cambio de rumbo de los flujos financieros hacia mercados bien establecidos tras la eclosión de la crisis, unido a las perspectivas de una menor inflación, contribuyó a un descenso importante de las tasas de interés a mediano y largo plazo en los países industriales a finales de 1997 y principios de 1998, que registraron en algunos casos los niveles más bajos de los últimos 50 años. Estas mejores condiciones financieras, sobre todo en Estados Unidos y Canadá y Europa occidental, redundaron a su vez en un aumento de las ganancias en los mercados de acciones, en los que muchos índices volvieron a alcanzar niveles récord. Todo ello contribuyó a fomentar el crecimiento de la demanda interna en los países industriales al mismo tiempo que las exportaciones netas comenzaron a sentir los efectos adversos de la crisis asiática.

En los mercados de divisas, tras un cierto fortalecimiento inicial en 1997/98, el yen volvió a sufrir presiones de venta durante la mayor parte del período como consecuencia de la inquietud de los mercados con respecto al avance de la recuperación económica en Japón. Tras bajar a ¥127 por dólar de EE.UU. al final de abril de 1997, el yen repuntó con vigor en mayo y principios de junio para alcanzar un máximo de ¥110 por dólar de EE.UU. Posteriormente, a medida que la recuperación perdió impulso a mediados de año y la situación del sector financiero nacional comenzó a suscitar inquietud, el yen volvió a debilitarse; al final de abril de 1998 ya se había depreciado a ¥132 por dólar. Aunque el marco alemán siguió bajando frente al dólar en 1997 y principios de 1998, la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal fue moderada. La cotización de la libra esterlina registró un fuerte aumento en 1997 y principios de 1998 debido, sobre todo, a factores cíclicos de corto plazo.

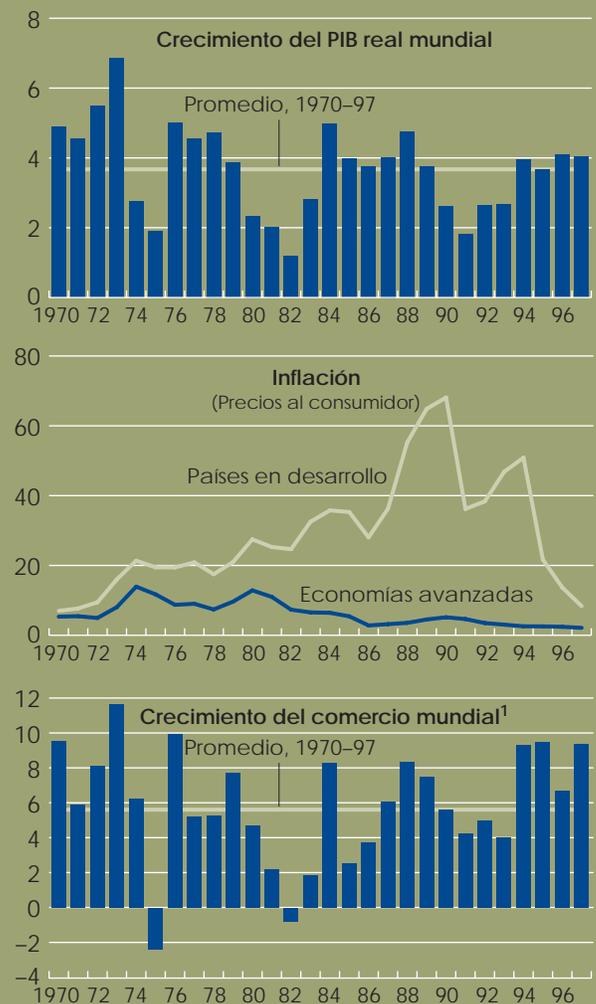
### Las economías avanzadas

En 1997, las divergencias cíclicas entre las economías avanzadas siguieron siendo considerables. La actividad económica fue vigorosa en Estados Unidos y el Reino Unido, operando ambas economías a niveles próximos a la plena capacidad y registrando las tasas de desempleo más bajas en muchos años. En las principales economías de Europa continental se observó un fortalecimiento del crecimiento en el segundo semestre de 1997 y a principios de 1998, pero en la mayoría de estos países los márgenes de capacidad no utilizada siguieron siendo bastante amplios. En Japón, la economía comenzó a dar señales de deterioro después del primer trimestre de 1997, entrando en una recesión en el último trimestre del año con una contracción del

Gráfico 2

### Indicadores mundiales

(Variación porcentual anual)



<sup>1</sup>Bienes y servicios, volumen.

producto en el primer trimestre de 1998 equivalente a un 5,3% en cifras anualizadas. El impacto de la crisis de Asia sobre las economías avanzadas varió sobre todo en función de dos factores. El primero, la importancia de los lazos comerciales y financieros con las economías en crisis, lazos que son en general más estrechos en la región de Asia y el Pacífico<sup>3</sup>. El segundo fue la situación

<sup>3</sup>Por ejemplo, en 1996, el comercio con las economías de reciente industrialización y las economías en desarrollo de Asia representó un 5% del PIB para Japón, frente al 1½% a 3% que representó en las principales economías industriales de Europa y América del Norte.

Cuadro 1

**Panorama de la economía mundial**

(Variación porcentual anual, salvo indicación contraria)

	1994	1995	1996	1997
<b>Producto mundial</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>
Economías avanzadas	3,1	2,5	2,7	3,0
Principales países industriales	2,8	2,0	2,5	2,8
Estados Unidos	3,5	2,0	2,8	3,8
Japón	0,6	1,5	3,9	0,9
Alemania	2,7	1,8	1,4	2,2
Francia	2,8	2,1	1,5	2,4
Italia	2,2	2,9	0,7	1,5
Reino Unido	4,3	2,7	2,2	3,3
Canadá	3,9	2,2	1,2	3,8
Otras economías avanzadas	4,5	4,3	3,8	4,0
<i>Partida informativa</i>				
Países industriales	2,9	2,1	2,5	2,9
Unión Europea	2,9	2,5	1,7	2,6
Economías asiáticas de reciente industrialización	7,6	7,3	6,4	6,1
Países en desarrollo	6,8	6,0	6,6	5,8
África	2,5	3,0	5,5	3,2
América	5,1	1,2	3,5	5,0
Asia	9,6	9,0	8,3	6,7
Cuatro países de la ASEAN <sup>1</sup>	7,7	8,1	7,1	3,9
Oriente Medio y Europa	0,7	3,6	4,9	4,4
Países en transición	-7,6	-1,3	-0,1	1,7
Europa central y oriental	-3,0	1,4	1,5	2,7
Excluidos Belarús y Ucrania	3,0	5,3	3,6	3,1
Rusia	-12,6	-4,0	-2,8	0,4
Región transcaucásica y Asia central	-10,2	-4,3	1,5	2,2
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>9,3</b>	<b>9,5</b>	<b>6,6</b>	<b>9,4</b>
Importación				
Economías avanzadas	9,7	8,9	6,4	8,6
Países en desarrollo	7,1	11,9	9,3	12,1
Países en transición	7,8	18,3	7,6	5,4
Exportación				
Economías avanzadas	8,8	8,8	5,9	9,8
Países en desarrollo	13,2	10,6	8,7	10,8
Países en transición	8,3	12,3	4,9	3,5
<b>Precios de los productos básicos</b>				
Petróleo <sup>2</sup>				
En DEG	-7,8	1,9	24,3	-0,9
En dólares de EE.UU.	-5,5	8,0	18,9	-6,0
Productos no combustibles <sup>3</sup>				
En DEG	10,8	2,1	3,1	1,6
En dólares de EE.UU.	13,6	8,2	-1,3	-3,7
<b>Precios al consumidor</b>				
Economías avanzadas	2,6	2,5	2,4	2,1
Países en desarrollo	50,7	21,7	13,7	8,5
Países en transición	268,4	124,1	41,4	27,8
<b>LIBOR a seis meses (porcentaje)<sup>4</sup></b>				
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	5,1	6,1	5,6	5,9
Sobre los depósitos en yenes japoneses	2,4	1,3	0,7	0,7
Sobre los depósitos en marcos alemanes	5,3	4,6	3,3	3,4

<sup>1</sup>Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

<sup>2</sup>Promedio simple de los precios al contado de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio medio del petróleo en dólares de EE.UU. era de US\$19,18 en 1997; el precio supuesto es de US\$14,59 en 1998 y de US\$15,94 en 1999.

<sup>3</sup>Promedio, basado en ponderaciones de la exportación mundial de productos básicos.

<sup>4</sup>Tasa interbancaria de oferta de Londres.

de partida de la economía. Los efectos de amortiguación de la crisis tuvieron un impacto negativo relativamente importante en Japón; en cambio, lo más probable es que contribuyeran a frenar las presiones inflacionarias en países en los que existía un riesgo de recalentamiento.

Tras un afianzamiento del crecimiento en 1996, después de cuatro años de precaria recuperación, parecía que en Japón se estaba consolidando un crecimiento autosostenido en los primeros meses de 1997, pero la actividad se redujo drásticamente en el segundo trimestre y sólo repuntó débilmente durante el resto del año. La pérdida de crecimiento antes de mediados de año fue atribuible, sobre todo, a factores internos, entre ellos, una subida del impuesto al consumo en abril de 1997, los recortes del gasto público y la falta de solidez del sector financiero. En los últimos meses del año, la inquietud suscitada por la crisis de Asia y la situación del sector financiero nacional, unida a un nuevo descenso de los precios de las acciones contribuyó a que se mantuvieran los bajos niveles de gasto interno. Para el conjunto del año, el crecimiento del PIB fue de sólo un 1%. Las autoridades japonesas reaccionaron anunciando un plan de estímulo fiscal de gran envergadura en abril de 1998 y adoptando medidas para hacer frente a los problemas del sector bancario, entre otras, aportando fondos públicos para reforzar la garantía de depósitos y recapitalizar las instituciones. No obstante, persistió la incertidumbre con respecto a la forma en que se adoptarían las medidas en el sector bancario. En julio de 1998, las autoridades japonesas anunciaron una serie de iniciativas adicionales para el sector bancario en un Plan global de revitalización financiera, entre ellas un servicio de "banco puente" que tenía por objeto facilitar la resolución de las instituciones en quiebra y medidas encaminadas a reforzar la supervisión bancaria y aumentar la transparencia.

Cuadro 2

**Flujos de capital a los países en desarrollo, los países en transición y las economías recientemente industrializadas<sup>1</sup>***(Miles de millones de dólares de EE.UU.)*

	1984-89 <sup>2</sup>	1990-96 <sup>2</sup>	1994	1995	1996	1997
<b>Total</b>						
Flujos netos de capital privado <sup>3</sup>	15,2	148,1	160,5	192,0	240,8	173,7
Inversión directa neta	12,9	63,1	84,3	96,0	114,9	138,2
Inversión de cartera neta	4,7	54,1	87,8	23,5	49,7	42,9
Otras inversiones netas	-2,5	30,9	-11,7	72,5	76,2	-7,3
Flujos oficiales netos	23,9	15,3	-2,5	34,9	-9,7	27,3
Variación de las reservas <sup>4</sup>	-13,8	-81,2	-77,2	-120,5	-115,9	-54,7
<b>Países en desarrollo</b>						
Flujos netos de capital privado <sup>3</sup>	18,2	131,2	136,6	156,1	207,9	154,7
Inversión directa neta	12,1	56,8	75,4	84,3	105,0	119,4
Inversión de cartera neta	4,2	49,3	85,0	20,6	42,9	40,6
Otras inversiones netas	1,9	25,1	-23,8	51,2	60,0	-5,3
Flujos oficiales netos	25,8	15,6	9,1	27,4	-3,4	15,8
Variación de las reservas <sup>4</sup>	5,8	-55,7	-42,4	-65,6	-103,4	-55,2
<b>África</b>						
Flujos netos de capital privado <sup>3</sup>	3,6	4,4	10,6	13,8	4,5	8,9
Inversión directa neta	1,1	2,9	3,6	4,2	5,3	7,7
Inversión de cartera neta	-0,8	-0,2	0,5	1,4	-0,3	2,6
Otras inversiones netas	3,3	1,6	6,5	8,1	-0,6	-1,3
Flujos oficiales netos	5,1	7,1	8,1	5,2	6,5	6,7
Variación de las reservas <sup>4</sup>	0,2	-1,9	-4,4	-1,4	-6,4	-11,3
<b>América</b>						
Flujos netos de capital privado <sup>3</sup>	-0,2	45,7	47,4	35,7	80,5	91,1
Inversión directa neta	5,3	18,7	24,3	25,3	36,9	51,2
Inversión de cartera neta	-0,9	29,9	60,6	-0,1	25,2	33,5
Otras inversiones netas	-4,6	-2,8	-37,5	10,5	18,5	6,5
Flujos oficiales netos	8,2	1,8	-4,0	22,0	-13,4	-7,3
Variación de las reservas <sup>4</sup>	0,5	-18,4	4,7	-25,9	-27,0	-12,3
<b>Asia</b>						
Flujos netos de capital privado <sup>3</sup>	13,0	55,9	63,1	91,8	102,2	38,5
Inversión directa neta	4,5	32,2	43,4	49,7	58,5	55,4
Inversión de cartera neta	1,5	6,8	11,3	10,8	10,2	-2,2
Otras inversiones netas	7,0	16,9	8,3	31,3	33,5	-14,7
Flujos oficiales netos	7,7	8,4	6,2	5,1	9,3	17,7
Variación de las reservas <sup>4</sup>	-2,1	-29,0	-39,7	-29,0	-48,9	-17,2
<b>Oriente Medio y Europa</b>						
Flujos netos de capital privado <sup>3</sup>	1,7	25,2	15,5	14,8	20,7	16,1
Inversión directa neta	1,1	3,0	4,2	5,1	4,3	5,1
Inversión de cartera neta	4,4	12,8	12,5	8,4	7,9	6,8
Otras inversiones netas	-3,8	9,4	-1,2	1,3	8,6	4,2
Flujos oficiales netos	4,8	-1,8	-1,2	-4,8	-5,8	-1,3
Variación de las reservas <sup>4</sup>	7,2	-6,4	-3,1	-9,4	-21,2	-14,3
<b>Países en transición</b>						
Flujos netos de capital privado <sup>3</sup>	-1,0	12,8	18,4	29,8	21,3	34,5
Inversión directa neta	-0,2	6,3	5,4	13,2	13,1	18,2
Inversión de cartera neta	—	2,0	4,1	2,9	2,2	7,3
Otras inversiones netas	-0,8	4,6	8,9	13,6	5,9	9,0
Flujos oficiales netos	0,2	0,5	-11,0	8,4	-5,5	0,8
Variación de las reservas <sup>4</sup>	-3,6	-7,8	-8,5	-35,9	0,4	-6,2
<b>Economías recientemente industrializadas<sup>5</sup></b>						
Flujos netos de capital privado <sup>3</sup>	-2,0	4,1	5,5	6,1	11,7	-15,4
Inversión directa neta	1,0	0,1	3,5	-1,5	-3,2	0,6
Inversión de cartera neta	0,5	2,8	-1,2	0,0	4,6	-5,0
Otras inversiones netas	-3,6	1,2	3,2	7,6	10,3	-11,1
Flujos oficiales netos	-2,0	-0,8	-0,6	-0,9	-0,8	10,7
Variación de las reservas <sup>4</sup>	-16,0	-17,7	-26,3	-19,0	-12,9	6,7

<sup>1</sup>Los 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.

<sup>2</sup>Promedios anuales.

<sup>3</sup>Debido a limitaciones de los datos, en otras inversiones netas pueden incluirse algunos flujos oficiales.

<sup>4</sup>El signo menos indica un aumento.

<sup>5</sup>Corea, Hong Kong (RAE), Israel, provincia china de Taiwan y Singapur.

Cuadro 3  
**Saldo en cuenta corriente de algunas economías**  
*(Porcentaje del PIB)*

	1995	1996	1997
<b>Economías avanzadas</b>			
<i>Principales países industriales</i>			
Estados Unidos	-1,8	-1,9	-2,1
Japón	2,2	1,4	2,2
Alemania	-1,0	-0,6	-0,3
Francia	0,7	1,3	2,7
Italia	2,3	3,2	2,9
Reino Unido	-0,5	-0,1	0,3
Canadá	-1,0	0,4	-2,0
<i>Otros países industriales</i>			
Australia	-5,6	-4,0	-3,4
Austria	-2,0	-1,8	-1,8
Corea	-2,0	-4,9	-2,0
España	0,2	0,3	0,5
Finlandia	4,1	3,8	5,3
Grecia	-2,1	-2,6	-2,9
Hong Kong, RAE <sup>1</sup>	-3,9	-1,3	-1,5
Irlanda	2,8	2,0	1,8
Israel	-5,6	-5,6	-3,4
Noruega	3,3	7,1	5,5
Nueva Zelandia	-3,7	-4,0	-7,0
Singapur	16,8	15,7	15,2
Suecia	2,1	2,5	3,1
Suiza	6,9	7,3	8,3
Taiwan, provincia china de	2,1	4,0	2,6
<i>Partida informativa</i>			
Unión Europea	0,6	1,1	1,4
<b>Países en desarrollo</b>			
Arabia Saudita	-4,2	0,2	0,2
Argelia	-5,3	2,7	6,7
Argentina	-1,5	-1,9	-3,8
Brasil	-2,5	-3,1	-4,1
Camerún	-0,4	-2,4	-1,3
Chile	-2,1	-5,4	-5,3
China	0,2	0,9	2,4
Côte d'Ivoire	-6,0	-4,8	-4,5
Egipto	2,3	-0,3	0,3
Filipinas	-4,4	-4,7	-5,2
India	-1,6	-1,2	-1,5
Indonesia	-3,3	-3,3	-2,6
Malasia	-10,0	-4,9	-4,8
México	-0,5	-0,6	-1,8
Nigeria	-3,7	2,4	0,4
Pakistán	-3,4	-6,5	-6,0
Sudáfrica	-2,0	-1,3	-1,5
Tailandia	-8,0	-7,9	-2,0
Turquía	-0,6	-1,5	-1,7
Uganda	-2,5	-1,8	-0,9
<b>Países en transición</b>			
Hungría	-5,7	-3,8	-2,2
Polonia <sup>2</sup>	3,3	-1,0	-3,2
República Checa	-2,7	-7,6	-6,3
Rusia	1,3	0,5	-0,3

<sup>1</sup>Incluye sólo los bienes y servicios no atribuibles a factores.

<sup>2</sup>Basado en datos de la balanza de pagos en cuenta corriente, incluido un superávit por transacciones de comercio exterior no registradas, según estimaciones de los funcionarios del FMI.

En las otras economías avanzadas de la región de Asia y el Pacífico, las posiciones cíclicas eran, en general, más sólidas que en Japón cuando se desencadenó la crisis. En Australia, el crecimiento se afianzó en 1997 en un contexto de inflación controlada, un presupuesto casi equilibrado y un menor déficit en cuenta corriente. Sin embargo, debido en parte a la crisis, el dólar australiano se depreció notablemente frente a las monedas de otros países industriales en los últimos meses del año. En cambio, en la RAE de Hong Kong, se produjo un deterioro de la competitividad como consecuencia de las depreciaciones de las monedas de la región, y las tasas de interés subieron esporádicamente a niveles relativamente altos ante las presiones intermitentes que sufrió la moneda. Estos factores, junto con los efectos de la crisis regional sobre el comercio y la confianza, redujeron rápidamente las presiones de recalentamiento que habían comenzado a surgir a principios de 1997 y dieron lugar a una pronunciada contracción de la actividad a principios de 1998. Como en la RAE de Hong Kong, la solidez del sector financiero ayudó a limitar el contagio de la crisis regional en Singapur y la provincia china de Taiwan, aunque en ambos casos se produjo una significativa depreciación de la moneda y una acusada subida de las tasas de interés internas.

La crisis asiática afectó en menor medida a las economías avanzadas de América del Norte y Europa. Estados Unidos registró un desempeño económico excepcionalmente vigoroso en 1997, con un crecimiento del PIB del 3¾%, la tasa más alta en nueve años. Además, la inflación medida por el deflactor del PIB fue la menor de los últimos 32 años, el desempleo se situó en el nivel más bajo en 24 años y el presupuesto federal alcanzó prácticamente el equilibrio por primera vez desde principios de los años setenta. El vigor de la economía estadounidense brindó un respaldo esencial al crecimiento de la economía mundial en el contexto de la crisis de Asia. El debilitamiento de la demanda externa asociado a la crisis asiática y la fortaleza del dólar atenuaron las posibles presiones inflacionistas en Estados Unidos e inclinaron la balanza en contra de la adopción de una política monetaria más restrictiva a finales de 1997 y principios de 1998. Canadá también registró un crecimiento dinámico en 1997, pero dado que los márgenes de capacidad ociosa seguían siendo grandes, la inflación se redujo aún más. Un considerable aumento del déficit en cuenta corriente, debido en parte al bajo nivel de precios vigente en los mercados mundiales de productos básicos, acentuó las presiones a la baja que sufrió el dólar canadiense. A finales de 1997 y en enero de 1998 se elevaron las tasas de interés oficiales, sobre todo para contrarrestar las consecuencias de la depreciación de la moneda para las condiciones monetarias.

En los países de Europa, las posiciones cíclicas siguieron siendo considerablemente divergentes en 1997 y principios de 1998. En el Reino Unido, el producto

creció un 3¼% en 1997 y el desempleo se redujo al 5%, el valor más bajo de los últimos 17 años. En Alemania, Francia e Italia, el crecimiento aumentó moderadamente en 1997, tras el comportamiento vacilante de los dos años anteriores. Las tasas de desempleo siguieron siendo altas en los tres países, pero bajaron un poco en Francia a mediados de 1997 y en Alemania a principios de 1998. En Alemania, el principal motor del crecimiento fue el continuo auge de las exportaciones, sin embargo, se registró un repunte de la inversión en maquinaria y equipo y, posteriormente, de la demanda de bienes de consumo. En Francia, la recuperación, que también se había basado principalmente en las exportaciones, se tornó más equilibrada, produciéndose un repunte de la demanda interna en el segundo semestre de 1997. A pesar de la fuerte corrección fiscal, en Italia también se afianzó el crecimiento en 1997 gracias a una recuperación del consumo privado, un mayor crecimiento de las exportaciones y una reposición de las existencias. La inflación fue menor del 2% en Alemania, Francia e Italia en 1997.

En otros países de Europa continental —Dinamarca, España, Finlandia, Irlanda, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos y Portugal— el crecimiento económico siguió siendo sólido en 1997; en Austria, Bélgica y Suecia, tras ciertos períodos de atonía, comenzaron a perfilarse expansiones más convincentes. En algunos casos, el crecimiento se apoyó en las importantes reformas estructurales adoptadas en años anteriores, sobre todo las encaminadas a promover una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo. En Suiza, el moderado crecimiento prologó un período de estancamiento que ha durado ya casi cinco años, pero la actividad repuntó en el primer trimestre de 1998. En estos países la inflación se mantuvo en niveles bajos bastante uniformes.

En marzo de 1998, la Comisión Europea determinó que 11 de los 15 países miembros de la UE cumplieran los requisitos para participar en la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999. La Comisión basó su recomendación (que incluía como información de referencia el informe de convergencia del Instituto Monetario Europeo) en una evaluación de los países que habían cumplido en 1997 los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht con respecto a la inflación, las finanzas públicas, las tasas de interés y los tipos de cambio. De los cuatro países restantes de la UE, Dinamarca, Suecia y el Reino Unido habían manifestado que no deseaban participar inmediatamente en la UEM. El Gobierno griego tiene la intención de incorporarse a la UEM en el año 2001. En marzo de 1998, la dracma se incorporó al mecanismo de tipos de cambio (MTC) de la UE con una paridad central anunciada frente a la unidad de cuenta europea (ecu) que implicaba una depreciación del 12½%; al mismo tiempo, se revaluó en un 3% la paridad de la libra irlandesa.

## Los países en desarrollo

Varios países en desarrollo sufrieron en sus mercados financieros los efectos de contagio de la crisis asiática durante 1997 y muchos otros comenzaron a sentir otros efectos económicos de la crisis hacia el final del año, tales como un aumento general de las primas de riesgo de los créditos extranjeros. Estas influencias agravaron algunos otros problemas que limitan el crecimiento, entre ellos, las pérdidas de competitividad, el descenso de los precios de los productos básicos y los desequilibrios internos y externos. En el conjunto de los países en desarrollo, el crecimiento económico se redujo de un 6½% en 1996 a 5¾% en 1997. La desaceleración fue notable en Asia, pero donde más se acusó fue en África (gráfico 3). En cambio, en los países en desarrollo de América, el crecimiento fue más firme en 1997 que en los dos años anteriores, pero se debilitó en el primer trimestre de 1998. La desaceleración del crecimiento fue el resultado de los efectos secundarios de la crisis asiática y de las medidas de política adoptadas para reducir la vulnerabilidad ante los cambios adversos de actitud de los inversionistas y el aumento de los déficit en cuenta corriente.

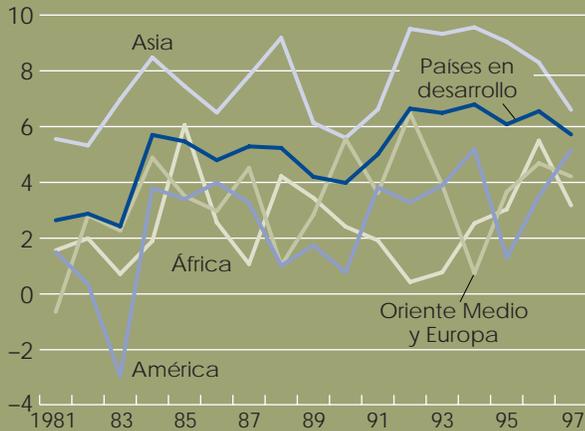
Por lo que respecta a Asia, los mercados financieros de China se mantuvieron relativamente inmunes a los efectos de contagio de la crisis, debido a las acertadas políticas macroeconómicas adoptadas desde 1993, al hecho de que las entradas de capital se compongan principalmente de inversión directa, a los limitados cauces para la especulación financiera y al gran volumen de sus reservas de divisas. Si bien el tipo de cambio real se apreció ligeramente como consecuencia de las depreciaciones de las monedas de los países asiáticos con los que comercia China, el país mantuvo la solidez de la balanza comercial y la balanza en cuenta corriente siguió registrando superávit. Las autoridades perseveraron en su decisión de no devaluar el renminbi, política crucial para restablecer la estabilidad en la región. La inflación siguió siendo baja tras la acusada caída de 1997. En India, el crecimiento del producto se redujo de alrededor del 7½% en 1996 a un 6% en 1997. La rupia se depreció frente al dólar a finales de 1997, debido en parte a los efectos secundarios de la crisis regional, pero su valor de cambio varió muy poco en términos reales multilaterales. En Pakistán, el gobierno adoptó un programa integral para mejorar las políticas macroeconómicas y emprender reformas estructurales tras el aumento de los desequilibrios macroeconómicos y el peligro de una crisis cambiaria a finales de 1996 y principios de 1997.

Con respecto a América Latina, en Brasil la inflación de los precios al consumidor se redujo al 4¼% en 1997, mientras que el crecimiento del producto se mantuvo en un nivel del 3% muy similar al del año anterior. Para hacer frente a los efectos secundarios de la crisis asiática, las autoridades adoptaron una política monetaria y

Gráfico 3

**Países en desarrollo:  
Crecimiento del PIB real**

(Variación porcentual anual)



una política fiscal mucho más restrictivas en octubre y noviembre de 1997, lo que permitió restablecer la confianza y frenar la sangría de las reservas de divisas. En Argentina, el crecimiento del producto fue robusto —un 8½%— y los precios se mantuvieron estables en general. Al igual que en Brasil, en octubre comenzaron a surgir presiones en los mercados financieros, produciéndose una notable corrección del mercado de valores y un aumento de los diferenciales de la deuda soberana. En México, la crisis asiática exacerbó notablemente la volatilidad del mercado de divisas y de las tasas de interés. Una subida significativa y temporal de estas últimas contribuyó a estabilizar el tipo de cambio, aunque el peso volvió a marcar nuevos mínimos frente al dólar de EE.UU. en febrero de 1998. En Chile, el peso comenzó a sufrir presiones en diciembre, pero se estabilizó a finales de enero, tras una moderada intervención en el mercado de divisas y una notable subida de las tasas de interés.

En la región del Oriente Medio y Europa, las repercusiones directas de la crisis de Asia fueron limitadas, produciéndose descensos temporales de las cotizaciones de las acciones en algunos países y un aumento de los diferenciales de interés de la deuda negociada en los mercados internacionales. En la República Islámica de Irán, el crecimiento del PIB real fue más lento (3¼% en 1997 frente a 4¾% en 1996) como consecuencia del estancamiento de las exportaciones no petroleras y los recortes en los gastos de capital del gobierno asociados a la disminución de los ingresos procedentes del petróleo y a los retrasos en las reformas estructurales. En Turquía, el crecimiento se mantuvo en torno al 7% en 1997, mientras que en Egipto, el éxito de las medidas

de estabilización macroeconómica y reforma estructural de los últimos años coadyuvó a un repunte del crecimiento que se situó en el 5%. Jordania siguió cosechando los frutos de la exitosa implementación de los planes de estabilización y reforma, manteniéndose un robusto crecimiento del producto; la inflación siguió reduciéndose y también disminuyó el déficit en cuenta corriente.

El crecimiento económico en África en 1997 fue de sólo un 3¼%. Este decepcionante resultado tuvo su origen principalmente en el impacto que produjeron en varios países el mal tiempo, el descenso de los precios de los productos básicos y, en algunos casos, los conflictos armados. Entre los países más grandes de la región, Sudáfrica registró una desaceleración del crecimiento que se situó en el 1¾% en 1997, debido a la falta de vigor de la demanda interna y externa. Nigeria también se vio afectada por la falta de vigor de la demanda interna, agravada por la pérdida de confianza de los inversionistas extranjeros. En Argelia, la desaceleración del crecimiento fue notable, debido sobre todo al impacto de la sequía sobre la agricultura y a nuevos retrasos en la recuperación de la actividad industrial. En Kenya, el debilitamiento del crecimiento se debió en parte a las presiones que sufrieron los mercados financieros como consecuencia de la incertidumbre política. La inflación siguió estando controlada en la mayor parte de la región.

**Las economías en transición**

En 1997, tanto Rusia como los países en transición en su conjunto registraron tasas de crecimiento positivas por primera vez en ocho años. En este grupo de países, el producto creció en torno a 1¾% y la inflación se redujo al 27% aproximadamente, señal de los avances logrados desde principios de la década en materia de estabilización y reforma en la mayoría de los países.

Los efectos secundarios de la crisis de Asia fueron más evidentes en Rusia, Ucrania y, entre los países bálticos, en Estonia. En Rusia, donde el rublo comenzó a sufrir ataques especulativos a finales de octubre y noviembre, y de nuevo a finales de enero de 1998, las autoridades defendieron con éxito el tipo de cambio elevando notablemente las tasas de interés, tras lo cual el mercado de valores sufrió acusados descensos. Las presiones se produjeron a pesar de que la balanza en cuenta corriente se hallaba próxima al equilibrio, y se debieron a la persistente debilidad de la situación fiscal, caracterizada por la escasa recaudación de ingresos, la inquietud en torno a la forma en que podría evolucionar la balanza de pagos si no se ponía freno al desequilibrio fiscal, y un descenso de los precios del petróleo. En Ucrania, aunque 1997 parece haber puesto al alcance de la mano la posibilidad de reducir la inflación a un solo dígito y obtener tasas de crecimiento positivas, la insuficiencia del ajuste fiscal se tradujo en

una mayor dependencia de los préstamos externos a corto plazo de fuentes oficiales; esto, unido a la lentitud de las reformas estructurales, hizo que el país quedase en una situación de mayor vulnerabilidad frente a una evolución negativa del entorno. Así pues, al intensificarse la crisis de Asia a finales de 1997, las presiones sobre el mercado de divisas obligaron a las autoridades a adoptar condiciones monetarias mucho más restrictivas. En Estonia, los efectos de contagio de la crisis asiática exacerbaron las presiones internas sobre los mercados financieros asociadas al incipiente déficit en cuenta corriente. Las tasas de interés registraron una fuerte subida en octubre y noviembre de 1997, mientras que las cotizaciones de las acciones, que también habían subido mucho, sufrieron una acusada caída.

La crisis de Asia afectó poco a varias de las otras economías en transición: ni los mercados financieros ni el acceso al financiamiento externo se resintieron a pesar del grado de apertura a los mercados internacionales de capital. La República Checa sufrió una crisis cambiaria en mayo de 1997 provocada en parte por lo ocurrido en Tailandia, pero reaccionó aplicando una política fiscal y una política monetaria más restrictivas. El resultado fue una notable reducción del déficit en cuenta corriente, aunque a expensas de una desacele-

ración del crecimiento, y la ulterior agudización de la crisis de Asia sólo tuvo efectos limitados. En Hungría las presiones sobre el mercado de divisas como consecuencia de la crisis asiática tampoco fueron importantes, debido sobre todo a la significativa mejora de la situación fiscal y al aumento del crecimiento y del comercio exterior tras la adopción de firmes medidas de ajuste a partir de 1995. En Polonia, el producto creció en torno al 7% en 1997, manteniéndose así la sólida expansión de casi seis años.

La importancia crucial del ajuste y la reforma se puso especialmente de relieve en Albania y Bulgaria. En este último país, la crisis financiera que se inició en 1996 se extendió a 1997 y el producto se redujo por segundo año consecutivo. En Albania, la crisis que se exacerbó en marzo de 1997 con el colapso de las pirámides financieras también dio lugar a una caída del producto durante el año, pero en ambos casos, tras las notables mejoras en materia de política, se redujeron los desequilibrios macroeconómicos y se reanudó el crecimiento hacia el final de 1997 y principios de 1998. En Bulgaria también hubo un notable descenso de la inflación en 1997, descenso en el que el mecanismo de caja de conversión adoptado en el marco del programa respaldado por el FMI desempeñó un papel de primer orden.



## Perspectivas de la economía mundial

El Directorio Ejecutivo examina normalmente la evolución de la economía mundial y las políticas económicas basándose en los informes sobre las *Perspectivas de la economía mundial* que prepara el personal del FMI. Dichos informes, que se publican habitualmente dos veces al año, incluyen análisis pormenorizados tanto de las perspectivas económicas a escala mundial como de cada región y país en particular, y también de temas de actualidad.

En 1997/98, el Directorio Ejecutivo celebró tres deliberaciones sobre las perspectivas de la economía mundial: en agosto de 1997, diciembre de 1997 (basándose en la edición extraordinaria preparada por el personal) y marzo de 1998<sup>4</sup>. El principal punto de atención fue la crisis financiera de Asia<sup>5</sup>. En agosto de 1997 unos cuantos directores ya habían advertido que, aunque había muchos motivos para pensar que la expansión mundial podría sostenerse, no cabía complacencia alguna ante los riesgos y la fragilidad que enfrentaban algunos países, que podían afectar a la situación económica y financiera tanto a escala regional como mundial. Especialmente en el mundo en desarrollo, varios directores observaron que los grandes desequilibrios externos y la fragilidad de los sistemas bancarios habían influido negativamente en la confianza de los inversionistas y habían exacerbado los riesgos asociados con la volatilidad de los movimientos de capital. No se preveía que estos problemas afectasen a las perspectivas a largo plazo de estos países, que en general eran positivas, siempre y cuando se aplicaran oportunamente la disciplina macroeconómica y las reformas estructurales necesarias para eliminar los desequilibrios económicos insostenibles. Los directores subrayaron, sin embargo, que estas medidas de política tendrían que respaldarse

con una gama más amplia de reformas institucionales encaminadas a aumentar la eficiencia de la administración pública, desarrollar el capital humano, reforzar la gestión del sector financiero, instaurar sistemas normativos y jurídicos transparentes y mejorar la gestión de gobierno. Estas reformas ayudarían a crear y mantener la confianza del sector privado y de los inversionistas, que es uno de los pilares básicos de un crecimiento sostenido de alta calidad.

En sus deliberaciones de marzo de 1998, los directores ejecutivos convinieron en que si bien la turbulencia de los mercados financieros de Asia tendría repercusiones negativas importantes en las perspectivas de crecimiento a corto plazo, lo más probable es que la desaceleración fuese menos pronunciada que en episodios anteriores de debilitamiento de la economía mundial (en 1974-75, 1980-83 y 1990-91). Las medidas correctivas adoptadas por la mayoría de los países situados en el epicentro de la crisis o en un punto próximo, los robustos resultados económicos de la mayoría de los países industriales y las reformas económicas emprendidas en muchas economías en desarrollo y en transición en los diez últimos años han sido, a juicio de los directores, un elemento crucial para detener la crisis y sus repercusiones a escala mundial. Aunque las proyecciones de crecimiento para los países que se encuentran en el epicentro de la crisis se han rebajado considerablemente desde que, en agosto de 1997, el Directorio analizara las perspectivas de la economía mundial, en marzo de 1998 los directores estimaron que, por lo que respecta a otras economías en desarrollo y en transición, las perspectivas seguían siendo, en general, alentadoras.

Dicho esto, los directores observaron que aún se mantenía la incertidumbre con respecto a la resolución de la crisis, por lo que era esencial que los países afectados emprendieran con determinación las reformas necesarias. Además, los recientes descensos de los precios del petróleo y de otros productos básicos podrían prolongar el proceso de ajuste en algunos países afectados por la crisis y crear graves problemas a los países exportadores de petróleo y productos básicos en todas las regiones. Por otra parte, el hecho de que los prestamistas

<sup>4</sup>Los tres informes se publicaron como *Perspectivas de la economía mundial*, FMI, ediciones de octubre de 1997 y mayo de 1998, y *World Economic Outlook*, FMI, edición extraordinaria, diciembre de 1997 (esta última subtitulada *Interim Assessment*).

<sup>5</sup>En el capítulo V de este informe se presentan las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre las causas de la crisis y las medidas de política apropiadas para hacerle frente.

internacionales volvieron a evaluar los riesgos como resultado de la crisis, si bien no deja de ser positivo, podría reducir los flujos financieros que reciben las economías en desarrollo y en transición a niveles más bajos de los que justificarían los parámetros fundamentales de la economía. En forma más general, los directores manifestaron su preocupación porque algunas economías emergentes habían recurrido masivamente a los préstamos externos y a instrumentos a corto plazo para financiar el déficit público, aumentando así el riesgo de que surjan dificultades de financiamiento en el futuro.

### Economías avanzadas

Al examinar las perspectivas de las economías avanzadas en marzo de 1998, los directores observaron que los efectos derivados de la crisis de Asia resultaban particularmente negativos en Japón, considerando que la recuperación que había comenzado a materializarse ya se había estancado en el primer semestre de 1997; este estancamiento se debió tanto a una política fiscal que, desde la perspectiva actual, era excesivamente restrictiva, como a la persistencia de deficiencias en el sistema financiero. Habida cuenta de la importancia de la economía japonesa para la región y para el mundo, los directores subrayaron la imperiosa necesidad de estimular la confianza y promover un crecimiento sostenible más sólido adoptando medidas macroeconómicas, financieras y estructurales. La recuperación económica debería respaldarse con una política fiscal más expansiva en el corto plazo, manteniendo el objetivo de ajuste en el mediano plazo. Algunos directores observaron que una reducción permanente de los impuestos mejoraría las perspectivas con respecto a un aumento del consumo privado, pero advirtieron que no debe incurrirse en un excesivo gasto en obras públicas, ya que sus efectos sólo serían temporales y, como se ha demostrado en el pasado, tampoco ha sido una medida muy eficaz. En cambio, algunos otros directores manifestaron sus reservas respecto a la eficacia de los recortes de impuestos por temor a que el aumento de ingreso disponible pudiera sumarse al ahorro de los hogares sin que surtiera ningún efecto sobre el consumo y el crecimiento. Refiriéndose a la deuda pública acumulada en los últimos años y a las posibles presiones fiscales derivadas del envejecimiento de la población, algunos directores sostuvieron que cualquier retroceso en materia de ajuste fiscal entrañaría riesgos y tendría muy pocos efectos positivos sobre la actividad.

Los directores tomaron nota de las indicaciones de las autoridades japonesas en el sentido de que pronto se anunciaría un importante paquete de medidas de estímulo fiscal. Subrayaron que, para que sus efectos sean notables y duraderos, las medidas deberán ir acompañadas de reformas de amplio alcance, tanto del marco reglamentario como del sector financiero. La mayor parte de los directores manifestaron su satisfacción por la

decisión recientemente anunciada de comprometer fondos públicos para proteger a los depositantes de las instituciones en quiebra y recapitalizar las que sean viables. Estas medidas permitirían restablecer la confianza del público y estimularían a los bancos a otorgar préstamos. Sin embargo, los directores advirtieron que no se debe respaldar en forma indiscriminada a los bancos cuando sea más apropiado proceder a su cierre o consolidación. Propusieron que, en adelante, toda asignación de recursos públicos vaya acompañada de medidas claras para facilitar la cancelación en libros de los préstamos bancarios incobrables, a fin de repartir equitativamente la carga de la reestructuración y limitar el riesgo moral. El Comité Provisional, en su reunión de abril de 1998, expresó su satisfacción por las medidas económicas de las autoridades japonesas y por las iniciativas encaminadas a reforzar el sistema financiero.

Los directores coincidieron en que, a diferencia de Japón, la negativa evolución de los acontecimientos en Asia no afectaría mucho a la economía estadounidense, debido en gran medida a la solidez de su posición cíclica antes de la crisis y a la positiva evolución de los mercados de bonos que, a juicio de muchos directores, reflejaba una “búsqueda de calidad” de las inversiones internacionales. Los directores consideraron acertada la orientación actual de la política monetaria y señalaron que los efectos de moderación de la crisis de Asia —unidos a la apreciación del dólar de EE.UU. y al descenso de los precios de los productos básicos en los mercados mundiales— hacían menos necesaria una subida de las tasas de interés oficiales. No obstante, habida cuenta de las tensiones que se observan en el mercado de trabajo, las autoridades deberían mantenerse muy alertas ante la eventual aparición de señales que inclinen la balanza de la evaluación de la política monetaria en uno u otro sentido.

Los directores coincidieron en que los riesgos que planteaba la crisis asiática para las economías avanzadas de Europa también eran relativamente reducidos. Por lo que respecta a las economías que operan casi a plena capacidad, los directores consideraron que, en el Reino Unido, las medidas de austeridad monetaria del año anterior y la perseverancia en el ajuste fiscal probablemente mantendrían la demanda en niveles próximos a los límites de capacidad productiva y la inflación cercana a los valores establecidos como meta. Con todo, se justificaría adoptar otras medidas ante un eventual aumento de la inflación. En esta misma línea, el Comité Provisional subrayó, en su reunión de abril de 1998, la necesidad de que las autoridades británicas se mantengan alertas como siempre a los riesgos de inflación. En Alemania, Francia e Italia, donde el producto —pese a seguir siendo inferior al potencial— se había recuperado bastante desde el comienzo de 1997, los directores estimaron que el impacto general de la crisis asiática sería, igualmente, poco importante. Sin embargo, algunos

directores advirtieron del peligro de un exceso de optimismo señalando que las exportaciones habían sido la fuente principal de aumento de la demanda en algunos de estos países. Un debilitamiento de los mercados de exportación podría desacelerar e incluso frenar la recuperación de no producirse un repunte de la demanda interna. En Europa continental, en general, con el inicio de la unión monetaria de un gran número de países programada para dentro de nueve meses, se recomendaba prestar atención a la política monetaria durante el período de transición, a las reformas de los mercados de trabajo y de productos y a la continuación del ajuste fiscal.

### Países en desarrollo y en transición

Los directores observaron que la crisis de Asia estaba afectando a la mayoría de las economías en desarrollo y en transición, aunque en distinto grado. Los efectos se estaban sintiendo, por ejemplo, en los aumentos de las primas de riesgo en el costo de los empréstitos, el descenso de los precios de los productos básicos, las pérdidas de competitividad en los países situados en el epicentro de la crisis o en un punto próximo a éste, o en la desaceleración de la demanda en dichos países. Varios países —como Brasil, Chile, México y la República Checa— que habían sufrido presiones en los mercados cambiarios como consecuencia de la crisis de Asia, pudieron evitar que los efectos de contagio se propagasen en toda su extensión procediendo a los oportunos ajustes en las políticas. Aunque, en términos generales, estos países habían capeado bien la crisis, los directores consideraron prudente que siguieran reforzando sus políticas para evitar otros problemas más adelante. A este respecto, sería especialmente importante frenar los desequilibrios externos, evitar el recalentamiento y, al igual que otros países, mejorar la calidad y la puntualidad de la información económica y financiera en general. Otro elemento crucial es contar con una sólida infraestructura en el sector financiero, incluidas las adecuadas normas de prudencia, normas contables aceptadas internacionalmente y, en algunos casos, políticas de salida preestablecidas para pasar de un régimen de tipo de cambio fijo a uno de cambio flexible (véase el capítulo VI). Varios directores expresaron su satisfacción por la decisión de China de no devaluar la moneda y de fortalecer su sistema bancario.

Muchos directores se mostraron preocupados por las recientes tendencias de los precios de los productos básicos y las posibles repercusiones negativas que para los

países exportadores de estos productos tendrían el deterioro de la relación de intercambio y un aumento de la volatilidad de los precios. Por lo que respecta a África, el impacto de estas fuerzas, unido a las malas condiciones climáticas y a la persistencia de una pesada carga de deuda, constituía un motivo de especial preocupación. Con todo, los directores mantuvieron un optimismo no exento de prudencia con respecto a las perspectivas de crecimiento de estos países, a condición de que perseveren en las medidas de ajuste macroeconómico y reforma estructural y reciban un flujo adecuado de asistencia externa. Los directores subrayaron la necesidad de que estos países creen un entorno propicio para la inversión extranjera directa, incluso mediante una mayor apertura de sus economías.

Con respecto a las economías en transición, los directores expresaron su satisfacción por el hecho de que, tanto Rusia como este grupo de economías, hubieran registrado tasas de crecimiento positivas en 1997 por primera vez desde que se inició la transición. Observaron, no obstante, que aunque se estaban logrando progresos considerables en materia de estabilización macroeconómica prácticamente en todos los países, las diferencias en el ritmo de la reforma y los avances en la transformación parecían haberse acentuado. La mayoría de los países habían avanzado notablemente hacia un equilibrio fiscal razonable, pero en algunos casos —incluidos los de Rusia y Ucrania—, seguían registrándose abultados déficits. Los directores indicaron que el financiamiento de dichos déficits por medio de préstamos en divisas y a corto plazo, ponía en peligro la viabilidad de las políticas fiscales, amenazaba indirectamente con socavar la solidez de los sectores bancarios y hacía peligrar los avances tan arduamente logrados en materia de estabilización económica. Además, en unos pocos países en transición, las autoridades no podían desempeñar las funciones que les corresponden, debido a los graves problemas en la recaudación de ingresos. Los directores consideraron improbable que las nuevas reformas de la política impositiva y las mejoras de la administración tributaria surtan todos sus efectos a menos que se refuerce también la voluntad política para recaudar los impuestos. Asimismo, los directores aconsejaron a los países en transición de Europa central y oriental que aumenten la eficacia, en función de los costos, de sus sistemas de bienestar y seguridad social y, por ende, reduzcan el nivel general de gasto público.



## Mercados internacionales de capital

**E**n el examen anual de la evolución de los mercados internacionales de capital, que se llevó a cabo en julio de 1997 poco después de que se desencadenara la crisis financiera en Tailandia, los directores ejecutivos sostuvieron un debate de amplio alcance sobre los mercados de capital maduros y emergentes y los sistemas bancarios, y examinaron las consecuencias que para los mercados internacionales de capital tendrá la Unión Económica y Monetaria europea (UEM). Los directores comentaron en forma extensa la evolución de los mercados emergentes, las estrategias para hacer frente a los ataques especulativos y distintos enfoques que permitan una gestión más eficaz de los pasivos externos soberanos. Más adelante, en marzo de 1998, el Directorio Ejecutivo examinó el papel de los fondos de cobertura y los inversionistas institucionales en relación con la crisis asiática y, en forma más general, en un entorno de creciente integración de los mercados de capital<sup>6</sup>.

### Mercados de capital maduros

Los directores tomaron nota de la reducción de los diferenciales de las tasas de interés en las economías más maduras y atribuyeron el hecho a varios factores, entre ellos el ajuste fiscal, la reducción de las tasas de inflación y el aumento de la competencia en los mercados bancarios internacionales. A juicio de los directores, la continua convergencia de las tasas de interés es además una señal de que los mercados esperan que la UEM se inicie el 1 de enero de 1999. Con respecto a otra tendencia importante de los mercados maduros, a saber, los avances claros y continuos que se han producido en los mercados bursátiles, sobre todo en Estados Unidos, muchos directores señalaron que las valoraciones relativamente altas se deben a las expectativas de los inversionistas de que se mantendrán el firme crecimiento de las utilidades de las empresas y las tasas de inflación

relativamente bajas. Aunque hubo diversidad de opiniones con respecto a la información que proporcionan los indicadores de mercado convencionales, muchos directores manifestaron su inquietud por la posibilidad de que se produzcan correcciones en algunos mercados bursátiles y por el impacto negativo que dichas correcciones podrían tener, sobre todo, en los mercados bursátiles emergentes. Los directores instaron a mantenerse alertas ante la evolución de los mercados de valores de Estados Unidos y otros países.

### Sistemas bancarios de los mercados maduros

Los directores observaron que los sistemas bancarios de algunos mercados maduros han sido sumamente rentables en los últimos doce meses, mientras que otros se han visto afectados por la persistencia de un elevado nivel de préstamos no redituables. Los directores examinaron las dificultades que entrañan para una eficaz supervisión financiera la desreglamentación y la globalización de los mercados financieros. Señalaron que, a medida que se han ido desdibujando las diferencias entre los bancos y otras instituciones financieras, es cada vez mayor el número de países que adoptan medidas para consolidar la supervisión de una amplia gama de instituciones de este tipo en un solo organismo.

### Aspectos estructurales de la UEM

En opinión de los directores, la creación de la UEM es un importante acontecimiento financiero a escala internacional. Señalaron que la UEM probablemente estimulará la creación de mercados financieros a nivel de la Unión, producirá cambios positivos en los sistemas bancarios europeos y llevará a la instauración de un sistema europeo de pagos más eficiente. Con respecto al sistema bancario, si bien la opinión generalizada fue que inevitablemente se produciría cierto grado de consolidación y reestructuración, varios directores destacaron la diversidad que se observa en la situación de los países europeos. Algunos directores subrayaron la importancia de tener en cuenta el desempeño de todos los tipos de instituciones financieras, como las cajas de ahorro, las cajas postales de ahorro y las cooperativas de

<sup>6</sup>Los documentos de información básica se publicaron con los títulos de *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues* (1997) y *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, Occasional Paper 166 (FMI, 1998).

crédito, al evaluar la eficiencia del sistema bancario europeo. A juicio de los directores, las soluciones basadas en el mercado representan una opción deseable para hacer frente a los problemas del sector bancario. Algunos directores advirtieron que la reglamentación, el poder de los mercados locales, la rigidez de las prácticas laborales y las estructuras de propiedad pública podrían retrasar los ajustes necesarios. Varios directores advirtieron del peligro de los costos fiscales y el riesgo moral que podría entrañar una intervención del Estado para hacer frente a los problemas de las instituciones financieras que se encuentran en una situación más precaria.

### **Mercados emergentes**

Los directores tomaron nota de la creciente integración de muchos mercados emergentes en el sistema financiero mundial, que se puso de manifiesto en el nivel sin precedentes de capital privado que afluyó a esos países en 1996. La magnitud de los flujos refleja la mejora de las variables económicas fundamentales en muchos mercados emergentes, la creciente diversificación internacional de las carteras de los inversionistas institucionales y la mayor capacidad de los inversionistas para buscar rendimientos más altos. No obstante, los directores manifestaron su preocupación por la posibilidad de que los márgenes de interés de los préstamos de consorcios y los bonos de los mercados emergentes hayan llegado a niveles excesivamente bajos y de que muchos de estos inversionistas quizá no sean plenamente conscientes del riesgo crediticio a que se exponen. Algunos directores observaron también que el bajo nivel de los márgenes que registran los mercados emergentes podría obedecer a las expectativas de los inversionistas en el sentido de que los mercados emergentes importantes desde el punto de vista sistémico, recibirían asistencia oficial que les permitiría evitar interrupciones en el pago del servicio de su deuda. Para evitar el riesgo moral, varios directores observaron que no hay que dar la impresión de que el FMI intervendría para sacar de apuros a los acreedores.

### **Ataques especulativos y regímenes cambiarios**

Los directores ejecutivos observaron que los hechos acaecidos en Tailandia y en otros mercados cambiarios del sudeste asiático han demostrado una vez más, al igual que ocurrió durante la crisis de México y la crisis del mecanismo europeo de ajuste de cambios, que la creciente integración de los mercados financieros significa una mayor probabilidad de que las percepciones de incertidumbre con respecto a la política macroeconómica y las deficiencias estructurales generen presiones especulativas de gran escala si los mecanismos cambiarios son poco flexibles. Muchos directores argumentaron que un sistema cambiario inflexible sólo puede mantenerse si se respalda activamente con una enérgica

política macroeconómica y con un sistema financiero sólido que pueda resistir los aumentos súbitos y a veces sostenidos de las tasas de interés para defenderse de las presiones especulativas.

Los directores hicieron hincapié en que la primera línea de defensa frente a los ataques especulativos debe ser una sólida política macroeconómica. Cuando las variables fundamentales de la economía son en general correctas, las autoridades podrían adoptar una estrategia gradual de defensa, comenzando por una intervención esterilizada en el mercado cambiario para proceder después, si fuera necesario, a una intervención no esterilizada permitiendo una subida de las tasas de interés internas a corto plazo. Aún en los casos en que los costos que entraña el mantenimiento de las altas tasas de interés internas por períodos prolongados puedan resultar excesivos, los directores consideraron que los controles de capital que tienen por objeto limitar el acceso de los especuladores al crédito interno sólo pueden aplicarse en forma limitada y por un período muy breve. A su juicio, sólo se debe recurrir a esas medidas en situaciones de crisis para que las autoridades tengan tiempo de aplicar medidas correctivas, y no deben considerarse como un sustituto de las reformas necesarias. Algunos directores también hicieron hincapié en que no sería apropiado recurrir a controles de cambios que no se aplican por igual a los residentes nacionales y extranjeros.

Al considerar hasta qué punto son adecuados los tipos de cambio fijos, unos pocos directores se refirieron a la selección de la moneda que se elige como vínculo y al hecho de si dicha selección debe basarse en la composición por monedas del comercio exterior del país o en la de sus empréstitos externos. Muchos directores subrayaron la importancia de adoptar progresivamente regímenes cambiarios más flexibles ante la persistencia de las presiones en los mercados. Algunos consideraron también que un tipo de cambio más flexible reduciría la necesidad de acumular reservas de divisas y las dificultades que conlleva la esterilización de las grandes entradas de capital y los consiguientes costos (véase también el capítulo VI).

### **Sistemas bancarios de los mercados emergentes**

Los directores manifestaron su satisfacción por los progresos alcanzados para sanear los sistemas bancarios en varios países de mercados emergentes, pero señalaron que algunos otros siguen teniendo problemas importantes. Varios directores indicaron que las inquietudes de los inversionistas con respecto a la posible vulnerabilidad del sistema bancario de algunos mercados emergentes de Asia había contribuido a la reciente inestabilidad de los mercados cambiarios. Existe un paralelismo entre la preocupación por el impacto de la devaluación de la moneda tailandesa y la que se

observó en 1995 en el contexto de la crisis financiera de México. En ambos casos se ha demostrado la importancia que tienen la reglamentación prudencial y una gestión acertada del riesgo en los sistemas bancarios de los mercados emergentes.

### ***Gestión de los pasivos externos soberanos***

Los directores subrayaron la importancia de mejorar la gestión de los pasivos externos soberanos (tanto brutos como netos) en los mercados emergentes. Aunque los directores consideran en general la obtención de préstamos en moneda extranjera como un elemento necesario para complementar los instrumentos de deuda nacionales, ampliar la base de inversionistas y establecer indicadores de referencia internacionales, advirtieron que la obtención de dichos préstamos debe guiarse por consideraciones estratégicas de gestión de la deuda —a saber, la capacidad de generar ingresos en moneda extranjera— y no por un afán de ahorro fiscal a corto plazo. Al considerar los costos, debe tenerse en cuenta el costo de la cobertura. Es importante que en la estrategia de gestión de la deuda externa se incorporen orientaciones claras sobre la composición por monedas y la estructura de vencimientos y que se tengan en cuenta los préstamos del sector privado, sobre todo de los bancos comerciales. Los directores tomaron nota de los riesgos y las limitaciones que entrañaría para la política macroeconómica un gran volumen de deuda a corto plazo en moneda extranjera, y citaron la crisis de los países de Asia como un ejemplo de lo que podría ocurrir.

Los directores consideraron, en general, que una mayor transparencia y una mayor responsabilidad por parte de los administradores en la gestión de los activos y pasivos externos permite controlar mejor el riesgo de perturbaciones externas. Muchos directores destacaron al respecto las posibles ventajas que tendría contar con un organismo independiente, con la experiencia y los conocimientos necesarios en materia de técnicas de gestión del riesgo, que se ocupara de la gestión de la deuda. También subrayaron la necesidad de que existan la coordinación y la congruencia apropiadas entre un organismo de esa naturaleza y las autoridades monetarias y fiscales.

### ***Los fondos de cobertura y la dinámica de los mercados financieros***

Como punto de partida del debate sobre los fondos de cobertura, celebrado en marzo de 1998, los directores observaron que la información detallada de que se dispone sobre estos fondos es limitada. Dado que constituyen un conjunto de inversiones privadas, dichos fondos no están sujetos a la mayoría de las normas sobre presentación de informes y divulgación de información que se aplican a los bancos y a los fondos comunes de inversión. Esencialmente, es difícil intentar delimitar

claramente las características del sector de los fondos de cobertura o extraer conclusiones generales sobre las actividades de dichos fondos, dada la gran variedad de estrategias de inversión que pueden adoptar los administradores. No obstante, varios servicios comerciales recopilan información sobre este sector. Si se excluyen los “fondos de fondos” (fondos integrados por otros fondos más pequeños), las estimaciones disponibles indican que al final del tercer trimestre de 1997 el capital de los fondos de cobertura ascendía a unos US\$100.000 millones. De esta cifra, unos US\$25.000 millones estaban en manos de los denominados fondos de cobertura de riesgos macroeconómicos —fondos que asumen grandes posiciones sin cobertura contra el riesgo de variaciones de la situación económica mundial— que, por lo general, aprovechan al máximo el capital propio endeudándose a una razón de 4 a 7. La cifra restante corresponde a los denominados fondos de valor relativo que apuestan a los precios relativos de efectos estrechamente vinculados y están menos expuestos a fluctuaciones macroeconómicas. Estos fondos suelen estar más apalancados que los fondos de cobertura de riesgos macroeconómicos. En cambio, el capital de otros inversionistas institucionales, como los bancos de inversión y los bancos comerciales sólo en los mercados maduros, excede de US\$20 billones.

En este contexto, los directores expresaron opiniones divergentes con respecto al efecto de los fondos de cobertura en la dinámica de los mercados. Si bien coincidieron en que el capital de los fondos de cobertura representa sólo una pequeña fracción de la liquidez de los mercados financieros mundiales, varios directores subrayaron que las posiciones asumidas por los fondos de cobertura con un alto grado de apalancamiento pueden ser considerables en relación con la magnitud de algunos de los mercados emergentes más pequeños. Asimismo, los directores señalaron la relativa libertad y flexibilidad que caracteriza las actividades de los fondos de cobertura. Algunos directores sostuvieron también que los fondos de cobertura pueden ejercer una función importante al incentivar una actitud imitativa entre los inversionistas, mientras que otros consideraron que la evidencia de que contribuyen significativamente a esa actitud entre los inversionistas es limitada, y señalaron que podrían asumir una actitud contraria a la tendencia o realizar operaciones especulativas que tengan efectos desestabilizadores.

### ***Los fondos de cobertura y la crisis de Asia***

Los directores expresaron distintas opiniones con respecto al grado de influencia que tuvieron los fondos de cobertura en la crisis de Asia. Varios directores consideraron que no hay pruebas claras para concluir que los fondos de cobertura se adelantaron a otros inversionistas en asumir posiciones en descubierto con respecto a las monedas asiáticas, o que las operaciones

que efectuaron fueron necesariamente una señal para que otros inversionistas siguieran el ejemplo. Estos directores observaron que, si bien los fondos de cobertura asumieron importantes posiciones en descubierto con respecto al baht tailandés, en general no parece que haya sucedido lo mismo con las otras monedas asiáticas. Como algunos gobiernos y bancos centrales limitan la capacidad de las contrapartes extraterritoriales para obtener empréstitos en moneda nacional de bancos del país en cuestión, es posible que otros inversionistas con mayor acceso a los corredores del mercado interno hayan podido ejercer influencia en el mercado. En opinión del Directorio, todo el conjunto de inversionistas institucionales, y no únicamente los fondos de cobertura, han incidido en las fluctuaciones registradas en los mercados en 1997.

Unos pocos directores consideraron que el papel desempeñado por los fondos de cobertura en la crisis fue más importante de lo que se indica en el informe del personal<sup>7</sup>, y sostuvieron que en ciertas ocasiones los fondos de cobertura tuvieron un fuerte efecto en los precios de los activos, sobre todo teniendo en cuenta el tamaño relativo de sus posiciones en algunos mercados. No obstante, los directores coincidieron en general en que lo ocurrido en Asia pone de manifiesto la necesidad de que las autoridades apliquen una política macroeconómica acertada y prudente que resulte transparente para los mercados, a fin de proteger la economía del país de una excesiva volatilidad y especulación en los mercados. Concretamente, los directores recomendaron no crear, a través de la aplicación de medidas de política incoherentes y la adopción de un tipo de cambio fijo insostenible, una situación de especulación segura para los inversionistas; mantener sistemas financieros sólidos, bien reglamentados y competitivos, y publicar información puntual y completa sobre la polí-

tica oficial y la situación financiera del sector privado. Aunque reconocieron que una mejor información puede ayudar a controlar el comportamiento imitativo de los inversionistas, varios directores advirtieron que la divulgación de información “delicada” puede desencadenar o exacerbar la volatilidad del mercado.

### *¿Hay que intensificar la reglamentación?*

Los directores expresaron opiniones diversas al considerar si los fondos de cobertura deben estar sujetos a normas reglamentarias y de divulgación suplementarias. Algunos directores sostuvieron que, dada la evidencia relativamente escasa de que el mal funcionamiento del mercado pueda atribuirse específicamente a los fondos de cobertura, son muy pocas las razones que justificarían adoptar nueva reglamentación. No obstante, algunos otros directores indicaron que deben examinarse otras opciones para aumentar la transparencia de los fondos de cobertura y convencer a las autoridades y los agentes del mercado de que estos fondos no están dominando ni manipulando los mercados.

Unos cuantos directores advirtieron que los fondos de cobertura son sólo un elemento del conjunto más amplio de inversionistas institucionales y, por consiguiente, cualquier sistema pormenorizado de declaración de datos sobre las carteras y las posiciones que se contemple para proporcionar información útil tiene que abarcar, entre otras entidades, a los bancos comerciales, los bancos de inversión, las compañías de seguros y los fondos de pensiones. Los directores señalaron además que los sistemas de declaración son más difíciles de poner en práctica en un entorno extrabursátil, como el mercado de divisas, que en mercados organizados. Además, para ser totalmente eficaces, las normas sobre declaración de información deberían aplicarse en todos los países. De lo contrario, los agentes del mercado que estiman que la declaración de esta información impone un costo excesivo simplemente podrían optar por registrar sus transacciones a través de centros extraterritoriales.

<sup>7</sup>Ibid.



## La Unión Económica y Monetaria de Europa

**D**urante el ejercicio 1997/98, el Directorio Ejecutivo celebró una serie de deliberaciones sobre cuestiones relacionadas con la Unión Económica y Monetaria (UEM). A principios del ejercicio, los directores examinaron las consecuencias de la UEM para los mercados financieros (véase el capítulo III). En las deliberaciones de mayo y agosto de 1997 y en marzo de 1998 se analizaron los preparativos para la UEM, así como la UEM en el marco del estudio de las perspectivas de la economía mundial.

En su reunión de mayo de 1997, los directores observaron que la culminación de la UEM representaría un hito en la integración económica de Europa y, al mismo tiempo, tendría gran importancia para el sistema monetario internacional. Destacaron la conveniencia de finalizar este proyecto oportunamente y observaron que ya se ha avanzado mucho en la preparación de las economías de la UE para el establecimiento de la UEM y en la instauración del marco en el que se ejecutarán las políticas económicas una vez establecida la unión monetaria. Los directores observaron que las autoridades de la UE tendrían que seguir trabajando en los acuerdos relativos a las políticas y colaborando estrechamente para afianzar los cimientos de la unión monetaria y asegurar una transición sin contratiempos.

Los directores observaron que, si bien la mayoría de los países de la UE ya han logrado un alto grado de convergencia en las esferas estipuladas en el Tratado de Maastricht —convergencia que ha sido en especial notable en materia de inflación—, es menester seguir avanzando en la esfera fiscal en 1997. Los directores subrayaron que en la mayoría de los países habría que tomar también otras medidas fiscales en 1998 para reducir aún más los déficit en consonancia con los requisitos que, a mediano plazo, establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El nivel alto y persistente del desempleo estructural en Europa fue motivo de inquietud entre los directores que destacaron la urgencia que reviste la adopción de medidas orientadas a reducir las rigideces del mercado laboral en casi todos los países de la UE. En el contexto de una política monetaria y cambiaria común, la falta

de flexibilidad de los mercados laborales menoscabaría la capacidad de cada uno de los países para hacer frente a perturbaciones asimétricas. Los directores manifestaron su preocupación por la posibilidad de que, si no se corrigen esas rigideces, el desempleo alcance niveles altos y persistentes que, con el paso del tiempo, puedan desgastar el apoyo del público a las políticas macroeconómicas encaminadas a mantener baja la inflación. Además, los directores destacaron la importancia de liberalizar los mercados de productos y factores para asegurar un crecimiento sostenible y la creación de empleo en la UE.

Al establecer el marco macroeconómico de la unión monetaria, es importante lograr un equilibrio entre la flexibilidad que necesitan las autoridades y el deseo de fijar reglas que ayuden a afianzar la credibilidad de las políticas en el nuevo contexto. En opinión de los directores, en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento se ha logrado un equilibrio adecuado entre ambas consideraciones. A su juicio, la supervisión que ejercería el Consejo de la UE —para advertir con antelación sobre la aparición de déficit excesivos— sumada a la amenaza que suponen las sanciones financieras, debería servir para frenar con firmeza la indisciplina fiscal.

En general, los directores coincidieron en que, con el tiempo, el euro llegaría a ser una moneda de reserva atractiva, capaz de rivalizar con el dólar. La función del euro y del dólar dependería en grado sumo de la evolución de los mercados financieros europeos, incluidas la situación en materia de reglamentación y la diversidad de instrumentos disponibles, así como las variables económicas fundamentales.

En sus deliberaciones sobre la UEM en el marco del examen de las perspectivas de la economía mundial realizado en agosto de 1997, el Directorio Ejecutivo tomó nota una vez más del notable grado de convergencia económica alcanzado en Europa, y se refirió, entre otros aspectos, a la situación más sólida de las finanzas públicas, al descenso de la inflación y las tasas de interés, y a la relativa estabilidad de los tipos de cambio. Algunos directores opinaron que los progresos alcanzados en materia de convergencia económica y el firme

compromiso de que la UEM comience en la fecha prevista han contribuido a reducir considerablemente los riesgos e incertidumbres en las últimas etapas preparatorias de la UEM.

Unos cuantos directores subrayaron que la mejor forma de reducir al mínimo toda incertidumbre que pueda seguir existiendo en torno al comienzo de la UEM y sentar una base sólida y viable para que ésta se inicie en la fecha prevista sería que los países adoptaran medidas fiscales en lo que resta de 1997 y en 1998, para seguir poniendo de manifiesto su determinación de cumplir las condiciones establecidas en el Tratado de Maastricht y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Varios directores observaron que existe el riesgo de que algunos países candidatos a la UEM sobrepasen ligeramente el límite establecido para el déficit. Sin embargo, coincidieron con la opinión del personal de la institución —sobre todo, en vista de las reducciones logradas en los déficit ajustados en función del ciclo hasta la fecha y del marco a más largo plazo establecido con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento relativo a la disciplina fiscal— de que la existencia de déficit que sobrepasen ligeramente el valor de referencia fijado no debería considerarse como un obstáculo que impida llevar a cabo el proceso de la UEM conforme al calendario previsto. En cambio, otros pocos directores destacaron la importancia de cumplir estrictamente el criterio de referencia establecido en Maastricht con respecto al déficit fiscal a fin de no debilitar la credibilidad de la UEM.

Los directores se refirieron a otras dificultades a las que aún deberán hacer frente los países durante el proceso de transición a la moneda única para que la unión monetaria tenga éxito. En general, convinieron en que, además de aplicar políticas financieras acertadas, la mejora de la situación del mercado de trabajo en Europa será un factor fundamental para el éxito de la UEM. Los directores hicieron hincapié en que la aplicación de reformas del mercado de trabajo de amplio alcance para reducir el desempleo estructural no sólo favorecerá el crecimiento a mediano plazo y mejorará los resultados en el ámbito fiscal, sino que también contribuirá a que Europa pueda hacer frente con mayor rapidez a las perturbaciones económicas desfavorables que puedan surgir cuando se haya establecido la unión monetaria y a intensificar el respaldo del público al proyecto. Los directores coincidieron, en general, en que las disposiciones sancionadas con respecto al funciona-

miento del Sistema Europeo de Bancos Centrales pueden juzgarse adecuadas para preservar la independencia del Sistema y su capacidad de cumplir la misión encomendada de lograr la estabilidad de los precios. Los directores estimaron, en general, que el tipo de cambio no sería un ancla nominal adecuada para la política monetaria en la zona del euro. Señalaron que la introducción del euro traerá consigo una importante reestructuración de los mercados financieros y posible inestabilidad en las relaciones asociadas a la demanda de dinero. Los directores consideraron que es probable que el Banco Central Europeo (BCE) utilice una amplia gama de indicadores en la ejecución de la política monetaria, especialmente en las primeras etapas de la UEM. Se destacó la importancia de la transparencia de la política monetaria para asegurar y mantener la credibilidad del Banco Central Europeo.

Unos cuantos directores observaron que, a pesar de los grandes progresos alcanzados en materia de ajuste fiscal, en muchos países miembros de la UE la situación presupuestaria podría empeorar entre el mediano y largo plazo como resultado de los cambios demográficos. Son problemas a los que se deberá hacer frente, independientemente de la UEM.

En sus deliberaciones sobre las perspectivas de la economía mundial en marzo de 1998, los directores observaron que el objetivo de establecer una unión monetaria entre un gran número de países miembros de la UE está ahora al alcance de la mano, conforme al calendario previsto. El progreso logrado en materia de ajuste fiscal y la convergencia de las tasas de inflación y de interés ha sido extraordinario. No obstante, sería deseable avanzar aún más en el saneamiento de las finanzas públicas en el corto plazo a fin de aumentar el potencial de crecimiento a mediano plazo y lograr cierta flexibilidad en materia de política económica dentro del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Sin embargo, los directores expresaron especial inquietud ante el retraso de las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos.

En su reunión de abril de 1998, el Comité Provisional solicitó al Directorio Ejecutivo que continúe examinando las repercusiones de la UEM en las operaciones del FMI y en la supervisión que ejerce la institución, y que informe sobre sus conclusiones antes de la próxima reunión del Comité que se celebrará en octubre de 1998.

