

Primera parte

LA INESTABILIDAD INTERNACIONAL Y LA ECONOMÍA MUNDIAL

Capítulo I

LA ECONOMÍA MUNDIAL: RESULTADOS Y PERSPECTIVAS

A. Tendencias globales

1. Producción mundial

La crisis del Asia oriental se ha producido en un momento en que se manifestaban asimismo ciertos desequilibrios y debilidades en la economía mundial. Antes de la crisis, el crecimiento global dependía de la expansión económica en los Estados Unidos y el Asia oriental. Con las importantes excepciones de China y su Provincia de Taiwán, las economías en rápido crecimiento del Asia oriental eran, junto con la de los Estados Unidos, las principales impulsoras de la demanda global, con grandes déficit externos financiados por entradas de capital privado. En prácticamente todos los países industriales, excepto los Estados Unidos y el Reino Unido, eran las exportaciones las que impulsaban el crecimiento, en particular en el Japón y en Europa continental, donde la demanda interna era poco pujante como consecuencia de políticas fiscales restrictivas. Esas disparidades redundaban en una creciente inestabilidad cambiaria y en desequilibrios comerciales, dando lugar a grandes superávit comerciales en Europa Occidental y en el Japón.

En el Asia oriental, los esfuerzos por ajustar los tipos de cambio y reducir los déficit externos para sustentar un rápido crecimiento han tenido el efecto contrario: han eliminado o reducido los déficit, pero a costa de perturbar el crecimiento. La crisis del Asia oriental ha profundizado así los desequilibrios de la demanda a nivel mundial y ha agravado los desequilibrios comerciales y la inestabilidad monetaria. A su vez, las medidas de política económica adoptadas para responder a esa situación no han hecho nada por mitigar los riesgos que para el comercio y el crecimiento mundiales suponían esos desequilibrios, sino que han tendido más bien a acentuarlos.

El impacto directo de la crisis asiática en la economía mundial no fue muy pronunciado en 1997, aunque el crecimiento de los países del Asia oriental disminuyó abruptamente en el último trimestre del año. La disminución del crecimiento en Asia y África quedó compensada con creces por su aceleración en otros países y regiones. El crecimiento del producto mundial aumentó ligeramente en 1997, al 3,2 por ciento (cuadro 1), y en la mayoría de los países las tasas de inflación se mantuvieron bajas, a niveles no experimentados desde el decenio de 1950, en gran parte como consecuencia de la continuada disminución de los precios de los productos básicos, en particular del petróleo.

En las economías de mercado desarrolladas sólo se registró en 1997 un ligero aumento de la tasa de crecimiento, al 2,7 por ciento, imputable en gran medida a la aceleración del crecimiento en los Estados Unidos. Otro factor que contribuyó a esa tendencia fue la mejora de la situación económica de la Unión Europea, cuyos principales miembros se habían esforzado por impulsar una recuperación sostenida. Las exportaciones siguieron siendo la principal fuente de crecimiento de la demanda en la Unión Europea, aunque en diversos países había empezado a repuntar la demanda de inversión. En cambio, en el Japón el crecimiento siguió siendo inestable, pues pasó del 3,9 por ciento en 1996 a menos del 1 por ciento en 1997.

En cuanto a las economías en transición de Europa Central y Oriental, 1997 fue el primer año de crecimiento positivo para el conjunto de la región desde 1989, aunque los resultados económicos difirieron considerablemente de unos países a otros. En la Federación de Rusia, la contracción económica parecía llegar a su fin, aunque el contagio de la crisis asiática impedirá probablemente que se registre una expansión sustancial. En 1997, el crecimiento medio fue de poco más del 1 por ciento, lo que, sin embargo, representa una mejora importante respecto de la disminución de cerca del 2 por ciento registrada en 1996.

Cuadro 1

PRODUCCIÓN MUNDIAL, 1990-1998
(Variaciones porcentuales respecto del año anterior)

	1990-1995	1996	1997 ^a	1998 ^b
<i>Todo el mundo</i>	1,9	3,0	3,2	2,0
<i>Países desarrollados con economía de mercado</i>	1,7	2,5	2,7	1,8
<i>de los cuales:</i>				
Estados Unidos	2,3	2,8	3,8	2,3
Japón	1,4	3,9	0,9	-1,3
Unión Europea	1,3	1,7	2,5	2,6
<i>de la cual:</i>				
Alemania	1,7	1,4	2,2	2,3
Francia	1,1	1,5	2,4	2,5
Italia	1,1	0,7	1,5	2,2
Reino Unido	1,2	2,2	3,3	2,1
Economías en transición	-8,2	-1,6	1,4	2,2
Países en desarrollo	4,9	5,9	5,4	2,3
<i>de los cuales:</i>				
América Latina	3,3	3,6	5,2	3,1
África	1,1	4,6	3,3	3,7
Asia	6,4	7,1	5,9	1,8
<i>de la cual:</i>				
China	12,4	9,6	8,8	6,0
Otros países	5,1	6,4	5,0	0,5
Partida recordatoria:				
Países en desarrollo, excluida China	4,0	5,3	4,9	1,7

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos en dólares de 1990.

^a Estimación.

^b Pronóstico.

A diferencia de las economías desarrolladas y de las economías en transición, los países en desarrollo registraron en su conjunto una disminución del crecimiento en 1997, en parte como consecuencia de las perturbaciones financieras del Asia oriental. No obstante, la tasa media, del 5,4 por ciento, siguió siendo muy superior a las de esas otras economías. Se desaceleró el crecimiento en China, pero la disminución fue todavía más pronunciada en los países asiáticos afectados por la crisis financiera. También disminuyó pronunciadamente el crecimiento en África, hasta niveles apenas superiores al crecimiento de la población, como consecuencia de la baja de los precios de los productos básicos y de las condiciones meteorológicas adversas, así como por la persistencia de una situación de guerra civil en algunos países. A diferencia de las otras regiones en desarrollo, América Latina experimentó en 1997 sus mejores resultados económicos en un cuarto de siglo. El aumento continuado de las exportaciones y la fuerte recuperación de las inversiones dieron lugar a una aceleración del crecimiento, que llegó a ser del 5,2 por ciento en 1997, al tiempo que se consolidaba la estabilidad de los precios con la disminución de la tasa de inflación.

2. Comercio mundial

El volumen de las exportaciones mundiales registró en 1997 un aumento espectacular, del 9,5 por ciento, tras disminuir del 9,0 por ciento en 1995 al 5,0 por ciento en 1996 (cuadro 2); el aumento en valor fue menor, de sólo una tercera parte. Ese aumento ha profundizado la divergencia que se ha manifestado en los últimos años entre la evolución del comercio mundial y la de la producción. El crecimiento, mayor de lo esperado, del volumen de las exportaciones mundiales en 1997 ha sido el más rápido en más de dos decenios, aproximándose a la tasa del 10 por ciento registrada en 1994. Con la excepción de las exportaciones de África y las importaciones de China, se registró una aceleración generalizada, con diversas intensidades, del crecimiento del volumen de las exportaciones e importaciones de los distintos países y regiones. Las importaciones de América Latina, en particular, crecieron en más de un 21 por ciento, como consecuencia del fuerte crecimiento del PIB, y las exportaciones en un 12,5 por ciento. Por la misma razón, las tasas de crecimiento del volumen de las exportaciones y de las importaciones de los Estados Unidos rebasaron el 12 por ciento. También fueron destacables los resultados de la Unión Europea, donde las exportaciones crecieron más rápidamente que las importaciones, y los de las economías en transición, en las que ocurrió lo contrario.

Un dato importante fue en 1997 el repunte del crecimiento del volumen de las exportaciones del Japón y otros países de Asia, en particular de China, cuyas exportaciones aumentaron en más de un 20 por ciento, mientras que el año anterior habían disminuido en un 1 por ciento. En el Japón, en China y en toda el Asia meridional y oriental el crecimiento de las exportaciones fue superior al de las importaciones. A pesar de la desaceleración del crecimiento del PIB en el Japón y en los países afectados por la crisis financiera, la tasa de crecimiento de las importaciones aumentó ligeramente en todos los países en desarrollo de Asia, con la excepción de China.

Para 1998 se prevé una reducción de la tendencia expansiva del comercio mundial, aunque son muchos los factores de incertidumbre, en particular los relacionados con la posibilidad de una recuperación impulsada por las exportaciones en Asia. En el caso de las economías asiáticas más afectadas, el pronunciado descenso de los tipos de cambio reales efectivos y la existencia de capacidad de producción no utilizada, unidas a la solidez de los indicadores económicos básicos y a los resultados obtenidos en el pasado, permiten concebir expectativas de una recuperación relativamente pujante impulsada por las exportaciones. Por otra parte, existen factores que apuntan en la dirección contraria, como la elevación de los costos de las importaciones y una grave crisis de liquidez y restricciones crediticias. En la actualidad se observa en esos países una ulterior contracción de las importaciones, y no se registra un aumento sustancial de las exportaciones. La evolución de las importaciones era quizás previsible a la luz de la experiencia de importantes devaluaciones anteriores, en que las inversiones se redujeron primero para aumentar después. Sin embargo, el comportamiento de las exportaciones difiere de experiencias anteriores de rápida recuperación, que tendía a mantenerse hasta alrededor de tres años después de la devaluación.

Los efectos de la crisis han sido considerablemente diferentes en los distintos países más gravemente afectados, y es posible que se manifiesten de diversas maneras en otros países y en toda la economía mundial. Los cinco países más afectados (Filipinas, Indonesia, Malasia, la República de Corea y Tailandia) no representan en su conjunto sino una proporción relativamente modesta de la actividad económica mundial. En 1996, por ejemplo, representaron el 3,6 por ciento del producto, alrededor del 7 por ciento de las exportaciones y las importaciones, el 6 por ciento de las corrientes de inversión extranjera directa (IED), el 4 por ciento del capital total de IED y menos del 4 por ciento de los préstamos bancarios internacionales brutos. No les correspondió sino menos del 10 por ciento de las exportaciones e importaciones de los países de fuera de Asia, el 2,5 por ciento de las de la UE y alrededor del 8,5 por ciento de las de los Estados Unidos. Por consiguiente, no es probable que un cambio sustancial de los resultados económicos de esos países tenga repercusiones importantes en el comercio y el crecimiento de países de fuera de Asia.

Sin embargo, los cinco países de Asia más afectados constituyen una parte fundamental de la red comercial y de inversiones en la región de Asia. Por ejemplo, su participación en las exportaciones del Japón, China y Singapur es considerablemente superior a la de los Estados Unidos, y también comercian

Cuadro 2

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES, POR PRINCIPALES REGIONES
Y AGRUPACIONES ECONÓMICAS, 1995-1997

(Variaciones porcentuales en volumen respecto del año anterior)

	1995	1996	1997
Exportaciones			
Todo el mundo	9,0	5,0	9,5
Países desarrollados con economía de mercado	7,6	4,2	8,8
<i>de los cuales:</i>			
Japón	4,0	-0,5	9,5
Estados Unidos	8,7	6,3	11,9
Unión Europea	8,5	4,0	8,0
Economías en transición	17,5	7,5	11,0
Países en desarrollo	11,5	6,0	11,5
<i>de los cuales:</i>			
África	5,0	7,0	5,5
América Latina	12,0	11,0	12,5
Asia meridional y oriental	13,0	6,5	10,5
China	17,5	-1,0	20,5
Partida recordatoria:			
Seis economías importantes del Asia oriental ^a	14,5	6,5	10,0
Importaciones	9,0	5,0	9,0
Todo el mundo	8,2	3,8	7,9
Países desarrollados con economía de mercado			
<i>de los cuales:</i>			
Japón	12,5	2,0	2,5
Estados Unidos	7,0	5,7	12,0
Unión Europea	7,5	2,5	6,5
Economías en transición	17,0	14,5	16,0
Países en desarrollo	11,0	6,5	10,0
<i>de los cuales:</i>			
África	6,5	0,5	11,5
América Latina	3,0	11,5	21,5
Asia meridional y oriental	15,5	5,5	6,5
China	9,0	7,0	5,0
Partida recordatoria:			
Seis economías importantes del Asia oriental ^a	15,5	4,5	5,5

Fuente: Comunicado de prensa de la OMC, 19 de marzo de 1998, cuadro 2; estimaciones de la secretaría de la UNCTAD.

^a Hong Kong, China; Malasia; Provincia china de Taiwán; República de Corea; Singapur; y Tailandia.

intensamente entre sí. La crisis está afectando gravemente a todos los países de la región, el conjunto de los cuales ha dado un impulso importante a la expansión de la producción y el comercio mundiales en los últimos años. Por consiguiente, como se explica más detalladamente en el capítulo II, las consecuencias de la crisis para el comercio mundial pueden ser mucho mayores de lo que cabría esperar atendiendo a la importancia relativa que tienen en la economía mundial los países afectados por la crisis financiera.

3. Mercados de productos básicos

En 1997, aunque los precios de los productos básicos distintos del petróleo se mantuvieron al mismo nivel que el año anterior, los del petróleo y los productos manufacturados disminuyeron en alrededor del 6 por ciento (cuadro 3). La aparente estabilidad de los precios de los productos básicos distintos del petróleo encubrió un pronunciado aumento de los precios de las bebidas tropicales y una baja de los precios de las materias primas agrícolas. Aunque aumentaron los precios de los productos afectados por las condiciones climáticas desfavorables causadas por El Niño, los de los productos básicos en general siguieron una tendencia descendente. De 1985 a 1997, el aumento de los precios de los productos básicos distintos del petróleo fue en conjunto de sólo un 2,2 por ciento anual en dólares corrientes, lo que representa una disminución del 0,5 anual en términos reales. Esa disminución en términos reales fue especialmente pronunciada en el caso de las principales bebidas tropicales (café, cacao y té) y algunos metales (en particular estaño y tungsteno). A pesar de la recuperación registrada durante el decenio de 1990 tanto en términos nominales como en términos reales, los precios de los productos básicos distintos del petróleo permanecieron a niveles relativamente bajos.

Es digna de mención la aparente falta de correspondencia entre los precios de los productos básicos y la demanda industrial durante el presente ciclo. Los precios de las materias primas agrícolas, por ejemplo, disminuyeron en alrededor del 10 por ciento en 1997 a pesar de que el PIB de los países desarrollados con economía de mercado aumentó en un 2,7 por ciento. En cambio, en 1994, año en el que el PIB de esas economías aumentó en un 3 por ciento, se registró un incremento del 14,6 por ciento en los precios de las materias primas agrícolas. Aunque es evidente que la oferta de algunos productos era muy considerable (así, por ejemplo, la de azúcar), la relativamente baja tasa de inflación de las economías desarrolladas constituyó un desincentivo a la compra especulativa de productos básicos, y el mismo efecto tuvo la pronunciada apreciación del dólar en 1996 y 1997 después de un período de relativa estabilidad durante la primera mitad del decenio de 1990.

En 1997 los precios del petróleo empezaron a disminuir más tarde que los de la mayoría de los otros productos básicos. A esa disminución contribuyeron diversos factores, además de la reducción del crecimiento de la demanda en diversos países afectados por la crisis asiática. Un invierno insólitamente suave en todo el hemisferio septentrional redujo la demanda de combustible para calefacción, al tiempo que aumentaba considerablemente la oferta, en particular en los países miembros de la OPEP a raíz del incremento de sus cuotas en un 10 por ciento aprobado en noviembre de 1997, y en todos los estadios de la cadena de comercialización se registraba un considerable aumento de las reservas de crudo y productos del petróleo con respecto al año anterior.

Aunque los precios de los productos básicos agrícolas parecían haberse más o menos estabilizado, aunque a niveles inferiores a los de mediados de 1997, los precios de la mayoría de los metales y del petróleo siguieron disminuyendo hasta abril de 1998. Los problemas de los mercados de productos básicos se han visto agravados por los efectos negativos de la crisis asiática. De junio de 1997 a abril de 1998 los precios de los productos básicos distintos del petróleo disminuyeron en promedio en un 10,6 por ciento, con bajas mayores entre las materias primas agrícolas (12,0 por ciento) y los metales (17,3 por ciento) que entre los productos alimenticios y las bebidas (10,1 por ciento). La disminución correspondiente del precio del petróleo fue del 24,6 por ciento. Esas bajadas de precios son imputables en gran medida a la crisis asiática, especialmente en el caso del cobre, el níquel y el caucho natural. Muchas de las economías en rápido crecimiento de Asia se han convertido en importantes mercados de una amplia gama de productos básicos, como productos alimenticios de valor elevado, materias primas agrícolas, metales y combustibles, que suministran otros países en desarrollo. Muchas de esas economías son también importantes proveedores de productos básicos. Los cinco países de Asia más afectados son exportadores importantes de una amplia gama de productos alimenticios y materias primas agrícolas, como aceites vegetales y semillas oleaginosas, café, bananas, té, cacao en grano, caucho natural, estaño y cobre.

Cuadro 3

PRECIOS MUNDIALES DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS, 1995-1998
(Variaciones porcentuales respecto del año anterior)

<i>Grupo de productos</i>	1995	1996	1997	<i>Abril de 1998^a</i>
Todos los productos^b	9,9	-4,2	0,0	-4,5
Productos alimenticios y bebidas tropicales	4,5	2,1	2,1	-6,9
<i>Bebidas tropicales</i>	1,1	-15,2	33,3	-11,5
Café	0,7	-19,1	54,7	-15,3
Cacao	2,7	1,2	11,2	-0,6
Té	-10,3	8,8	25,8	15,5
<i>Productos alimenticios</i>	5,9	6,8	-4,0	-6,1
Azúcar	10,8	-9,9	-4,9	-25,1
Carne de vacuno	-31,2	-6,4	4,0	-3,1
Maíz	15,5	25,0	-25,3	-9,5
Trigo	18,5	16,2	-22,6	-8,9
Arroz	-10,1	5,0	-10,7	17,8
Bananas	0,1	7,5	4,3	49,3
Aceites vegetales y semillas oleaginosas	10,3	-4,2	-0,9	9,7
Materias primas agropecuarias	15,0	-9,9	-10,3	-2,5
Cueros y pieles	4,3	-23,7	-19,8	-10,5
Algodón	22,3	-17,4	-1,5	-13,3
Tabaco	-11,2	15,6	15,5	-1,3
Caucho	38,6	-11,9	-28,3	1,0
Maderas tropicales en rollo	5,4	-20,1	-5,5	-2,0
Minerales y metales	20,2	-12,1	0,0	-1,7
Aluminio	22,3	-16,6	6,2	-7,3
Fosfato mineral	6,1	8,6	7,9	0,0
Mineral de hierro	5,8	6,0	1,1	2,8
Estaño	13,7	-0,8	-8,4	3,6
Cobre	27,2	-21,8	-0,8	2,2
Níquel	29,8	-8,8	-7,6	-9,3
Mineral de tungsteno	49,6	-17,9	-9,3	0,0
Petróleo crudo	9,3	20,8	-6,0	-21,4
Partida recordatoria:				
Manufacturas ^c	11,1	-3,6	-5,7	..

Fuente: UNCTAD, *Boletín mensual de precios de productos básicos*, varios números; Naciones Unidas, *Monthly Bulletin of Statistics*, varios números.

^a Variación desde diciembre de 1997.

^b Excluido el petróleo crudo.

^c Índice del valor unitario de las exportaciones de manufacturas de los países desarrollados con economía de mercado.

Aunque la baja del precio del petróleo beneficiará a los países en desarrollo importadores de ese producto, hay 25 países en desarrollo para los que el petróleo representa no menos del 20 por ciento de los ingresos en divisas. Asimismo, la baja de los precios de los productos básicos en general contribuirá al mantenimiento de bajas tasas de inflación en los países desarrollados, pero, como se explica más detalladamente en el capítulo III, afectará negativamente a numerosos países en desarrollo muy dependientes de los ingresos de exportación de productos básicos.

B. Resultados económicos regionales y perspectivas a corto plazo

El impacto de la crisis asiática es el principal factor determinante de la desaceleración prevista del crecimiento de la economía mundial en 1998. A medida que se manifestaban nuevos efectos de las perturbaciones asiáticas, las previsiones para 1998 formuladas por organizaciones nacionales e internacionales y otras instituciones eran objeto de constantes revisiones a la baja (véase asimismo el recuadro 1). Por ejemplo, el FMI redujo su previsión de crecimiento de la producción mundial para 1998 del 4,3 por ciento en sus *Perspectivas de la Economía Mundial* de octubre de 1997 al 3,5 por ciento en su evaluación provisional de diciembre del mismo año. En sus *Perspectivas de la Economía Mundial* de mayo de 1998, una ulterior revisión situó la tasa de crecimiento en el 3,1 por ciento. El hecho de que se haya procedido a continuas revisiones de tal magnitud en el espacio de pocos meses es un claro indicio de la influencia de la crisis asiática en el crecimiento mundial y de las incertidumbres sobre la profundidad de la crisis y los efectos de las políticas adoptadas para hacerle frente. Las revisiones a la baja de los pronósticos de crecimiento del PIB han sido mayores para los países en desarrollo que para los países desarrollados. En efecto, se prevé que los países en desarrollo resultarán más afectados que los desarrollados por la evolución negativa de los volúmenes y precios del comercio. Además, diversos países en desarrollo han respondido a la crisis adoptando precautoriamente medidas monetarias y fiscales restrictivas encaminadas a mantener la confianza en el mercado y a reducir la vulnerabilidad de esos países a una interrupción de las entradas de capital.

1. Países desarrollados con economía de mercado

a) Estados Unidos

Puesto que la economía de los Estados Unidos se encuentra en su octavo año de crecimiento ininterrumpido, cabría suponer que ha llegado a las últimas etapas de una larga expansión cíclica, en las que debería estar reduciéndose el crecimiento de la producción. Sin embargo, la tasa de crecimiento aumentó en 1997 en un punto porcentual, al 3,8 por ciento, impulsada por la pujante demanda del sector privado. La demanda interna creció todavía más rápidamente, pero el deterioro de la balanza de pagos en cuenta corriente hizo que el crecimiento total del producto fuera inferior al de la demanda interna. En la balanza exterior influyó considerablemente el mantenimiento de la tendencia a la apreciación del dólar, cuyo tipo de cambio efectivo real alcanzó su nivel más elevado desde 1986. También contribuyó a frenar el crecimiento la continuación del aumento del superávit fiscal.

A pesar de un crecimiento muy superior a las estimaciones oficiales y de un incremento gradual de los salarios reales, la inflación siguió reduciéndose en 1997, gracias a la pujanza del dólar y a la disminución de los precios del petróleo y de otros productos básicos, así como al aumento de la productividad. Puesto que los tipos de interés nominales han permanecido estables desde la primavera de 1997, la disminución de la tasa de inflación ha conducido a un moderado incremento de los tipos de interés reales, que también ha contribuido a moderar la expansión. El fuerte crecimiento y la baja inflación han seguido sustentando el rápido aumento de los precios de los valores bursátiles, a pesar de las advertencias del Presidente de la Reserva Federal contra la exultación irracional de los inversores. La fuerte apreciación de los valores ha contribuido a mejorar la recaudación fiscal al incrementar los ingresos derivados del impuesto sobre plusvalías. Además, ha influido positivamente en el crecimiento al reducir

el costo del capital y estimular los gastos de consumo. Sin embargo, los precios de los valores han llegado a un nivel en que están expuestos a importantes correcciones a corto plazo o al contagio del deterioro de la situación económica en el Asia oriental. Ello podría conducir a una contracción de la demanda interna al reducir el poder adquisitivo de las unidades familiares y aumentar los costos financieros, pero esos efectos quedarían contrarrestados en parte por la reducción de los pagos por concepto de impuestos, que empeoraría la situación presupuestaria.

Se prevé que en 1998 el proceso de ajuste en el Asia oriental incrementará sustancialmente el déficit de pagos de los Estados Unidos. Un importante aumento de las existencias a comienzos de año, unido a la continuación del incremento del superávit fiscal, que se prevé que llegará a 40.000 millones de dólares durante el ejercicio fiscal en curso, conducirá a una desaceleración del crecimiento. No obstante, se prevé que el PIB estadounidense sólo disminuirá al 2,3 por ciento, pues parte de las repercusiones negativas de la crisis del Asia oriental han sido contrarrestadas por la baja de los precios del petróleo y de los productos básicos, que ha hecho que mejorara la relación de intercambio. Tras una expansión en el primer trimestre a una tasa anualizada del 5,4 por ciento, se prevé una rápida desaceleración del crecimiento en el segundo semestre del año. Una señal de inminente desaceleración económica fue la disminución en un 2,3 por ciento de las utilidades de las empresas en el último trimestre de 1997 en relación con el trimestre anterior. Esa disminución continuó a aproximadamente la misma tasa en el primer trimestre de 1998, y está empezando a reflejarse en la creciente inestabilidad de los precios de las acciones. Por consiguiente, aunque las fuerzas que sustentan el crecimiento siguen siendo relativamente pujantes, existen riesgos sustanciales, representados por los efectos negativos que en el crecimiento de la demanda interna tendría una posible corrección sustancial de los valores bursátiles, unida a los efectos restrictivos del superávit fiscal y del déficit exterior. De prevalecer esas fuerzas y coincidir con un empeoramiento de la deflación en el Asia oriental, la economía estadounidense puede encontrarse en dificultades mayores de las que actualmente se prevén.

b) Japón

Los esfuerzos por reducir el déficit fiscal, unidos a los efectos de la crisis del Asia oriental, constituyeron una carga excesiva para la frágil recuperación de la economía japonesa a finales de 1996 y principios de 1997. En el primer trimestre de 1997 se había registrado un fuerte crecimiento como resultado del incremento de los gastos de consumo ante la perspectiva de reintroducción del impuesto sobre el valor añadido. De ahí que en los trimestres subsiguientes se registrara una pronunciada disminución, agravada por la persistente debilidad del sistema financiero, que dio lugar al cierre de varios bancos e instituciones de corretaje importantes. La disminución del consumo es imputable asimismo a la desaceleración del crecimiento de la remuneración nominal del trabajo del 3,6 por ciento anualizado en el tercer trimestre de 1997 a sólo un 1,2 por ciento en el primer trimestre de 1998. Esa disminución fue probablemente consecuencia de la reducción de los pagos de primas vinculadas a los beneficios, que a su vez pone de manifiesto la escasa pujanza del sector manufacturero. A finales de años había disminuido tanto la inversión de las empresas como la inversión pública, como consecuencia en el segundo caso de la ausencia de medidas presupuestarias especiales por parte del Gobierno, que causó una pronunciada disminución de la actividad en el sector de la construcción y agudizó las presiones deflacionarias. A diferencia de lo ocurrido en 1996, la economía no experimentó una recuperación en el último trimestre, en el que empezaron a manifestarse los efectos de la crisis del Asia oriental. En la primavera de 1998, el desempleo había aumentado al 4,1 por ciento, y las importaciones disminuían más rápidamente que las exportaciones al entrar la economía en abierta recesión.

A finales de diciembre de 1997, las autoridades anunciaron diversas medidas encaminadas a restablecer la confianza, entre ellas una reducción temporal de impuestos por valor de 2 billones de yen y la aportación de fondos públicos equivalentes al 6 por ciento del PIB para proteger a los titulares de depósitos de instituciones en quiebra y recapitalizar a los bancos débiles pero solventes. Ante la posibilidad de que la introducción de requisitos más rigurosos en materia de coeficientes de capital, que debían anunciarse en abril, indujera a los bancos a reducir sus préstamos, se propuso que con cargo al Programa Fiscal de Inversiones y Préstamos se canalizara el 2,4 por ciento del PIB a través de instituciones financieras públicas hacia las empresas pequeñas y medianas que tuvieran dificultades para obtener créditos de bancos comerciales.

Recuadro 1

COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LAS ESTIMACIONES DEL PIB

Las dificultades y limitaciones conceptuales que entraña la utilización de estadísticas de las cuentas nacionales para medir el crecimiento económico son bien conocidas: esas estadísticas sólo recogen los costos o valores económicos, y no los sociales, por lo que revelan poco sobre la composición del producto, la distribución del ingreso o la calidad de vida. Al medir las *variaciones* del nivel de actividad económica a lo largo del tiempo surgen ulteriores complicaciones, como consecuencia de a) cambios de las definiciones utilizadas; b) variaciones de los precios de los productos y servicios; y c) variaciones de la calidad de los productos y servicios disponibles. Según el período de que se trate, también pueden resultar pertinentes los cambios tecnológicos, de los recursos, de los gustos y de la estructura institucional. Además, existen diversas fórmulas alternativas para calcular las tasas medias de crecimiento en un determinado período.

El PIB real se ha medido tradicionalmente utilizando los precios de un año determinado tomado como base para calcular el valor añadido de cada sector, obteniendo el PIB total por agregación. Ese método del año de base fijo es fácil de utilizar y permite obtener una medición del PIB real igual a la suma de sus componentes, por lo que permite determinar fácilmente la importancia relativa de cada sector en la economía. Esa medida del producto real agregado depende evidentemente de la distribución por sectores no sólo de la producción, sino también de los precios en el año de base, por lo que, especialmente en períodos de rápido cambio estructural, cualquier modificación del año de base hace que cambie toda la trayectoria de crecimiento del PIB real¹.

Para agregar los datos de diferentes países con el fin de obtener totales regionales o de un grupo de países, es necesario convertir a una moneda común el valor de la producción de los diferentes países. Para ello se han utilizado tradicionalmente los tipos de cambio del mercado. Los tipos de cambio utilizados afectan no sólo al coeficiente de ponderación relativo de cada país, sino también al valor en dólares de las cantidades agregadas y, por lo tanto, a la tasa de crecimiento. Al elegir el año de base deben evitarse períodos en que se registraran paridades anormalmente elevadas frente al dólar o grandes desequilibrios externos, por lo que en algunos casos se utilizan los promedios de un período.

Diversos estudios han demostrado que, por diversas razones, los tipos de cambio de mercado no siempre son un fiel reflejo del poder adquisitivo en productos nacionales de las distintas economías, incluso con tipos de cambio uniformes y estables. Entre los factores distorsionantes se cuentan burbujas especulativas, medidas de intervención en el mercado cambiario, asimetrías en la velocidad de ajuste de los mercados financieros y de mercancías, perturbaciones macroeconómicas, y diferencias considerables de los precios relativos de los productos que son objeto de comercio y de los que no lo son, rasgo que caracteriza a la mayoría de los países en desarrollo.

Según estudios realizados, los tipos de cambio oficiales tienen más tendencia a infravalorar el poder adquisitivo de las monedas nacionales en los países con bajo PIB por habitante que en aquellos con un PIB por habitante más elevado. Por consiguiente, la conversión de los PIB en dólares utilizando los tipos de cambio de mercado para agregar datos nacionales tendería a infraestimar el valor en dólares de la producción de los países de bajo ingreso en relación con la de los países de ingreso elevado. Un ejemplo notable es el de China. Aunque su crecimiento real medio durante el período 1970-1990 fue de más del

doble del de la economía mundial, su participación en la producción mundial en 1990, al tipo de cambio de mercado, era menor que en 1970 por la sustancial depreciación del yuan a lo largo de ese período².

Respondiendo a la necesidad de comparaciones internacionales de la producción más satisfactorias, el Proyecto de Comparaciones Internacionales³ elaboró una metodología para calcular índices de referencia que pudieran utilizarse para convertir series cronológicas de datos sobre el PIB en dólares constantes a "dólares internacionales", de manera que la producción de cada país en cada año se exprese en un conjunto común de precios internacionales que representan la paridad de poder adquisitivo en el año de base. Para obtener una medición más precisa de los tamaños relativos de las economías, el FMI decidió utilizar coeficientes de ponderación basados en la paridad de poder adquisitivo (PPA) para agregar los PIB de diferentes países a partir de sus *Perspectivas de la Economía Mundial* de mayo de 1993. Los coeficientes de ponderación basados en la PPA se obtenían a partir de estimaciones del PIB formuladas por el proyecto de comparaciones internacionales sobre la base de la PPA, suplementadas por estimaciones del personal del Banco Mundial y del FMI para los países no abarcados por ese proyecto.

Esos coeficientes de ponderación basados en la PPA, calculados a partir de *estimaciones* de la PPA y no de datos sobre los tipos de cambio, se prestan a diversas críticas por motivos técnicos. Sin embargo, el FMI llegó a la conclusión de que el sesgo introducido por los coeficientes de ponderación basados en la PPA era inferior al de los coeficientes basados en los tipos de cambio de mercado. Las diferencias en la ponderación de los PIB de 1990 según se utilizaran tipos de cambio derivados del promedio trienal móvil de 1987-1989 o la PPA resultaron sorprendentes. Las participaciones respectivas de los países industriales y los países en desarrollo eran de 73,2 por ciento y 17,7 por ciento si se utilizaban los tipos de cambio de mercado, pero de 54,5 por ciento y 34,4 por ciento aplicando la PPA⁴. Entre los países industriales resultó especialmente pronunciada la reducción de la importancia relativa de la economía japonesa (del 14,6 por ciento al 7,6 por ciento) y, en menor medida, la de la economía estadounidense (del 26,7 por ciento al 22,5 por ciento). Entre las regiones en desarrollo es de destacar el aumento de la importancia relativa de Asia (del 7,3 por ciento al 17,7 por ciento), imputable en parte al mayor coeficiente de ponderación que correspondía a China cuando se aplicaba la PPA.

Los dos métodos también conducen a resultados diferentes al calcular el crecimiento del PIB. Como es lógico, la utilización de coeficientes de ponderación basados en la PPA dieron como resultado un crecimiento algo mayor de la economía mundial durante el período 1983-1992, según los cálculos del FMI, y en particular en lo que se refiere al conjunto de los países en desarrollo. En cambio, el resultado obtenido en relación con los países industriales en su conjunto fue algo menor. La extensión del procedimiento al período 1993-1995 dio lugar a tasas anuales medias de crecimiento del PIB considerablemente superiores no sólo para el conjunto de la economía mundial, sino también para el de los países en desarrollo y el de los países desarrollados⁵. En una comparación más reciente de las ponderaciones de los PIB de los distintos países sobre la base de la PPA con las derivadas de la conversión de los promedios de los PIB nominales del período 1992-1996 en dólares utilizando los promedios anuales de los tipos de cambio de mercado⁶, la importancia relativa del Japón disminuyó del 18,1 por ciento al 9,4 por ciento, mientras que la de China aumentó del 2,4 por ciento al 11,9 por ciento. Sin embargo, los coeficientes de ponderación basados en la PPA de cada país no son los mismos que les asignó el FMI, según se ha mencionado. No está claro si la discrepancia es el resultado de la aplicación de la PPA, o si obedece simplemente a una diferencia en el número de países incluidos.

Cada uno de los métodos de medición del PIB real presenta sus ventajas y desventajas. Quizás lo más sensato sea reconocer que ninguno es superior a los demás y que todos son medios de obtener diferentes percepciones

diferentes percepciones del funcionamiento de una economía o de un grupo de países. Ninguno de los métodos de agregación de datos de diferentes países puede resultar adecuado para todos los fines. Por ejemplo, la ponderación basada en la PPA no serviría para agregar el comercio internacional ni los movimientos de capitales, cuyas transacciones se realizan a los tipos de cambio de mercado. Por consiguiente, es recomendable ser prudentes al comparar el crecimiento del comercio mundial con el crecimiento de la producción aplicando ponderaciones basadas en la PPA.

También es obvio que las estimaciones del crecimiento del PIB real para una región y un período determinados formuladas por diferentes organismos pueden presentar discrepancias por razones tales como diferencias en los criterios de ponderación, el año de referencia o el número de países incluidos, aun en el supuesto de que la base de datos utilizada sea la misma. Es esencial tener presentes esas diferencias al comparar datos sobre el crecimiento del PIB a nivel regional o mundial procedentes de distintas fuentes.

¹ En el caso de la economía de los Estados Unidos, como consecuencia de la espectacular disminución de los precios de las computadoras, la adopción de un período de base más reciente hace que se reduzcan considerablemente la participación del sector informático en el PIB real y su aportación al crecimiento del PIB. Para evitar la sobrevaloración del crecimiento de los últimos años, la Oficina de Análisis Económico del Departamento de Comercio adoptó para la medición del crecimiento del PIB real un procedimiento de ponderación en cadena consistente en calcular un índice que es la media geométrica de los valores basados en los precios corrientes y los del año anterior. Al desplazar continuamente hacia adelante el período de base, en vez de utilizar como punto de referencia a un año ya remoto, ese procedimiento elimina los problemas que plantea el método del año de base fijo. En particular, los desplazamientos de la producción entre productos de precio similar dejan de distorsionar la medida del crecimiento, y la trayectoria histórica de crecimiento no resulta afectada por una modificación arbitraria del año de base. Sin embargo, el procedimiento de la ponderación en cadena también presenta limitaciones y desventajas. Los precios corrientes no siempre son fáciles de obtener, y están sujetos a revisiones. Además, los errores que surjan en cualesquiera elementos de la cadena no son corregidos, y tienden a acumularse con el tiempo. Otra dificultad, más grave, consiste en que el PIB total no es igual a la suma de sus componentes.

² Véase *The Economist*, 28 de noviembre de 1992.

³ El proyecto de comparaciones internacionales fue coordinado por las Naciones Unidas y contó con el apoyo del Banco Mundial, la OCDE y otros organismos internacionales.

⁴ FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, mayo de 1993, anexo IV, cuadro 33.

⁵ En lo que respecta a los países industriales, el crecimiento de producto en 1991 resultó el mismo por ambos métodos; véase Banco Asiático de Desarrollo, *Asian Development Outlook 1994* (Hong Kong, China: Oxford University Press, 1994), págs. 229 y 230.

⁶ Morgan Guaranty Trust Company, "Measuring the world economy", *World Financial Markets*, Nueva York, 2 de enero de 1998, pág. 114.

La creciente presión internacional sobre el Japón para que utilizara la política fiscal con el fin de estimular la demanda interior como respuesta a la recesión en que estaba entrando su economía, unida a la debilidad crónica del yen, condujo al anuncio, en junio de 1998, de un nuevo conjunto de medidas fiscales de estímulo, entre ellas reducciones temporales de impuestos por valor de otros 2 billones de yen y un aumento del gasto total en obras públicas a 7,7 billones de yen. Según las estimaciones oficiales, ese conjunto de medidas producirá un incremento del PIB en un 2 por ciento. Las reducciones de impuestos serán inmediatas, pero el aumento del gasto público tardará más en surtir efecto, pues lo hará a través de un incremento de los ingresos. Por consiguiente, la influencia de esas medidas en el crecimiento durante el año en curso será probablemente bastante menor. En última instancia, el éxito de esas medidas dependerá de su capacidad para invertir la tendencia descendente del gasto privado. Al mismo tiempo, se anunciaron planes tendentes a obligar a los bancos a cancelar en su totalidad o vender los préstamos incobrables pendientes.

La crisis del Asia oriental plantea especiales problemas para el Japón, puesto que a esa región corresponden la mayoría de los préstamos concedidos en el extranjero por los bancos japoneses, así como más del 40 por ciento de las exportaciones de mercancías y el 37 por ciento de las exportaciones de servicios del país. Los cinco países de Asia más afectados son el destino de casi un 20 por ciento de las exportaciones de mercancías del Japón y el origen del 16 por ciento de sus importaciones (véase asimismo el capítulo II). El riesgo de que se profundice la recesión es especialmente grave, porque se suma a la persistente debilidad del sector financiero. De profundizarse la recesión, resultará más difícil deshacerse de los activos que hayan de liquidarse, y se exacerbará el problema de los préstamos incobrables y la deuda pendiente, lo que debilitará ulteriormente a los bancos. Una grave contracción que pusiera a los bancos en dificultades conduciría sin duda a la repatriación de los activos en dólares de las instituciones financieras japonesas, ejerciendo presiones sobre los tipos de interés y los precios de las acciones en los Estados Unidos, dificultando ulteriormente el servicio de la deuda en el Asia oriental y creando perturbaciones de los tipos de cambio y los mercados financieros internacionales. Además, habida cuenta del papel desempeñado por el Japón como fuente de inversión directa y mercado de las exportaciones del resto de Asia, una recesión en ese país impediría la recuperación en toda la región. No hay seguridad de que las nuevas medidas del Gobierno para aumentar el gasto vayan a conseguir restablecer permanentemente el crecimiento en el Japón, pues las reducciones temporales de impuestos recientemente introducidas no parecen haber tenido sino un efecto marginal en el gasto de consumo.

En el estado actual de la economía mundial, el Japón no puede contar exclusivamente con la demanda externa para compensar la debilidad de la demanda interna. La estrategia de aumentar las exportaciones netas reduciendo a la vez las importaciones y las exportaciones está condenada al fracaso. La única alternativa consiste en tratar de aumentar las exportaciones permitiendo un ulterior debilitamiento del yen frente al dólar, pero también esa estrategia podría fracasar, al obligar al Japón a competir con el resto de Asia por los mercados de los Estados Unidos, lo que conduciría sin duda a nuevas devaluaciones competitivas en la región, quizás incluso en China. Además, existe el riesgo de que esa estrategia se interpretara como una medida puramente temporal, lo que generaría expectativas de su pronta supresión, con la consiguiente apreciación del yen, que a su vez provocaría el retorno al Japón de las corrientes de capital y redundaría en nuevas presiones para los mercados mundiales de valores.

El Japón, con su economía desarrollada y madura no puede seguir dependiendo del resto del mundo como fuente de crecimiento de la demanda de sus productos. Es evidente que necesita promover la demanda interna. En el *TDR 1996*, la secretaría de la UNCTAD recomendó que se estimulara la demanda reduciendo los costos internos mediante la liberalización de los sectores minorista y de servicios. Se trata de un primer paso necesario para el aprovechamiento de las nuevas tecnologías en los sectores del transporte y las telecomunicaciones, como se hizo en los Estados Unidos, donde la desreglamentación del transporte aéreo y por carretera y las medidas antitrust en el sector de la informática y las telecomunicaciones sirvieron para generar empleo y promover la innovación tecnológica. Además, esas medidas podrían modificar sustancialmente el funcionamiento de los sectores mayorista y minorista. En ese sentido, el Japón presenta semejanzas con las otras economías del Asia oriental que han

experimentado un empeoramiento de su relación de intercambio en relación con los productos basados en la información que han llegado a ocupar una posición dominante en el proceso de crecimiento de los Estados Unidos.

También es necesario adoptar medidas para liquidar los activos inmovilizados como consecuencia de préstamos incobrables y quiebras, con el fin de restablecer las condiciones normales de mercado. No se ha procedido todavía a una rápida liquidación de activos para dar tiempo a que mejoraran las condiciones económicas y se fortaleciera la situación financiera de las empresas; sin embargo, no ha habido tal mejora ni fortalecimiento. Además, toda el Asia oriental entrará en un período de liquidación de activos. El Japón se encuentra en una posición similar a la de los países de Europa Oriental en su proceso de privatización: ante la inexistencia de suficientes compradores nacionales, los vendedores tienen que buscar compradores extranjeros. La reciente política de acelerar la cancelación de los préstamos incobrables de las cuentas de los bancos es sin duda un paso en la dirección adecuada. Sin embargo, es muy probable que sólo se recupere una pequeña proporción del valor de los activos, y la mayor parte de esos préstamos se convertirán en pérdidas que habrá de sufragar el sector público. Ese resultado no ha de utilizarse para justificar reducciones del gasto en otras esferas, como se ha hecho en Tailandia y en la República de Corea.

c) *Unión Europea*

El Reino Unido fue el primer país miembro de la UE que salió de la recesión en el decenio de 1990, y sigue disfrutando de una expansión económica. Durante 1997 algunas de las economías de menor tamaño, como Dinamarca, Finlandia, Irlanda, los Países Bajos, Noruega y Portugal, también experimentaron una expansión a sus tasas de crecimiento potenciales, cuando no muy por encima de ellas. Las grandes economías continentales, con la excepción de España, no han conseguido igualar la prolongada expansión del Reino Unido ni el rápido crecimiento registrado recientemente por las economías de menor tamaño, aunque parecían estar entrando en un período de crecimiento más sostenido al mejorar la situación en el cuarto trimestre.

Durante 1997, la inflación, medida por el aumento de los precios de consumo, fue uniformemente baja, del 2,2 por ciento como máximo, en todos los países, con la excepción del Reino Unido, donde la tasa fue del 3,1 por ciento, y de Grecia, donde llegó al 5,5 por ciento. A pesar del repunte de la actividad económica, el desempleo ha permanecido por encima del 11 por ciento en Francia, Alemania e Italia. Las políticas tendentes a reducir los déficit presupuestarios al 3 por ciento como máximo para cumplir los requisitos establecidos para la tercera etapa de la unión monetaria siguieron limitando el crecimiento de la demanda interna, y el elevado nivel de desempleo y el escaso crecimiento de los salarios reales tuvieron un efecto restrictivo sobre el consumo.

Como consecuencia de los estrechos vínculos comerciales y la creciente integración de los países de la Unión Europea, la recuperación de la demanda interna ha tenido un fuerte efecto multiplicador que ha conducido a un crecimiento sostenido de las exportaciones. Sin embargo, la demanda se ha sustentado fundamentalmente en fuentes externas a la región, como Norteamérica, las economías en transición y países en desarrollo de fuera del Asia oriental. El incremento de las exportaciones netas se concentró en los países cuyas monedas se han depreciado en los últimos tiempos con respecto al dólar, como Francia y Alemania. Los resultados de exportación fueron moderados en los países cuyas monedas se habían depreciado anteriormente, como Grecia, Italia, Suecia y el Reino Unido.

Se prevé que la crisis asiática reducirá en más de 0,5 puntos porcentuales el crecimiento del PIB y de las exportaciones en la Unión Europea. Es probable que los efectos de la crisis se distribuyan desigualmente en la región y difieran de un sector a otro. Sin embargo, para lograr en 1998 un crecimiento firme y más equilibrado será necesario reforzar la demanda interna para reducir la dependencia de las exportaciones. La introducción de la moneda única, el euro, en enero de 1999, contribuirá probablemente a estimular la demanda interna. Para entonces, los 11 países que entren en la tercera etapa de la unión monetaria tendrán un tipo de interés uniforme. Ya se ha logrado prácticamente la convergencia de los tipos a largo plazo, pero los tipos a corto plazo de algunos países, como Italia y España, tendrán que reducirse considerablemente para alcanzar el tipo uniforme, que será probablemente inferior al 4 por ciento.

Otros aspectos de la introducción de la moneda única pueden resultar menos positivos. El actual Sistema Monetario Europeo dejará de existir en enero de 1999 y será reemplazado por el nuevo Banco Central Europeo, que estará a cargo de la política monetaria en la zona del euro. Su principal objetivo será mantener la estabilidad de esa moneda. Habida cuenta de las importantes diferencias de estructura financiera y resultados económicos entre los 11 países en cuestión, es evidente que la política monetaria centralizada no podrá ser siempre exactamente la que de otra manera habrían aplicado los bancos centrales de los distintos países atendiendo a las condiciones y prioridades nacionales. Esa es, por supuesto, una de las razones por las que se ha exigido un nivel sustancial de convergencia económica antes de poner en marcha la unión monetaria. No obstante, las diferencias persisten, y se teme que la política monetaria que se adopte para el conjunto de la región pueda resultar excesivamente restrictiva o expansiva. Puesto que el nuevo Banco Central Europeo operará en territorios inexplorados, es probable que tienda a adoptar medidas más bien restrictivas. Aunque la política fiscal seguirá siendo en gran medida competencia de los gobiernos nacionales, las posibilidades de adoptar medidas fiscales nacionales independientes para contrarrestar una política monetaria centralizada que se considere inadecuada para un país concreto estará limitada en la práctica por las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de junio de 1997. Por consiguiente, hasta que se cuente con suficiente experiencia y se haya llegado a un nivel adecuado de convergencia, es probable que la política general siga siendo restrictiva y contrarreste muchas de las ventajas de los bajos tipos de interés a corto plazo resultantes de la política monetaria única. Es posible, pues, que los temores por la debilidad del euro sean exagerados.

Con la introducción de la moneda única, el comercio entre los miembros de la UE que la hayan adoptado ya no se verá afectado por las fluctuaciones de los tipos de cambio de las monedas nacionales, ni los movimientos de capitales dependerán de las diferencias de los tipos de interés, pero persistirán diferencias salariales, de productividad y de ingresos reales. Por consiguiente, el ajuste económico habrá de basarse en variaciones más pronunciadas de los niveles de producción y empleo, puesto que no podrá recurrirse a la modificación de los tipos de cambio y el margen para la adopción de medidas nacionales de política económica será reducido. Los resultados económicos dependerán de la competitividad y el poder adquisitivo relativos, determinados por el crecimiento de los salarios y la productividad relativos.

Por ejemplo, si, como ocurre actualmente, las tasas salariales nominales en Alemania crecen más lentamente que la productividad del trabajo, los productos alemanes resultarán cada vez más competitivos, lo que promoverá la rentabilidad de las empresas alemanas y las ventas de productos alemanes en el resto de la UE. La demanda se dirigirá así hacia los productores alemanes, lo que reducirá la producción y el empleo en el resto de la Unión. Puesto que ya no es posible reducir los tipos de interés en relación con Alemania, y puesto que cualquier incremento de la demanda por medio de gastos presupuestarios está necesariamente limitado por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y, además, se desviaría en gran medida hacia Alemania, la única política alternativa habría de basarse en la reducción de los costos unitarios de la mano de obra, por modificación de los salarios nominales o por aumento de la productividad. Puesto que puede procederse con mayor rapidez al ajuste de los salarios que al incremento de la productividad, es probable que las políticas que se adopten para defender a los productores nacionales redunden en la contención de los salarios y los precios, por lo que el riesgo de deflación es mayor que el de inflación. Por otra parte, si la resistencia social hace imposible reducir los salarios reales, se producirá un aumento del desempleo. Cualquiera de los dos resultados no sólo dificultará la expansión de la demanda interna, sino que, además, tenderá a reforzar el euro, reduciendo así la aportación de la demanda externa al crecimiento. Por lo tanto, la principal tarea del Banco Central Europeo no será probablemente la de evitar la inflación, sino más bien la de sostener la rentabilidad y la demanda nacionales a niveles compatibles con tasas de desempleo aceptables.

2. Países en desarrollo

a) América Latina

Desde la crisis de la deuda en el decenio de 1980, el principal problema que se ha planteado en América Latina ha sido el de conciliar un crecimiento suficientemente rápido para mantener el desempleo a niveles aceptables y reducir la pobreza con una posición sostenible de la balanza de pagos. La recuperación que ha tenido lugar desde la crisis mexicana parece indicar que ese dilema no ha desaparecido, pues la situación de las balanzas de pagos ha seguido empeorando, aunque los déficit actuales son imputables a una proporción más elevada de bienes de capital en las importaciones totales. Esas dificultades se han agravado por las repercusiones de la crisis del Asia oriental en los precios de los productos básicos y del petróleo. La fuerte dependencia de las entradas de capital privado para financiar los crecientes déficit de pagos significa que los países latinoamericanos siguen expuestos al riesgo de contagio.

En 1997 se registró una recuperación particularmente vigorosa en países tales como la Argentina, Chile, México, el Perú y el Uruguay, todos ellos con un crecimiento del PIB del 6,5 por ciento o más (cuadro 4). La economía chilena, en particular, experimentó su decimocuarto año consecutivo de crecimiento, a pesar de las políticas restrictivas impuestas para contener el sobrecalentamiento de la economía que se hizo evidente en 1996. El auge económico impulsado por el consumo que se registró en el Brasil en 1996 fue también moderado en 1997 mediante la aplicación de una política monetaria más restrictiva y la introducción de reducciones presupuestarias en respuesta a la crisis del Asia oriental. El PIB creció en un 3,5 por ciento, por debajo del promedio regional, pero más que el año anterior, y 1997 fue el quinto año de crecimiento ininterrumpido, con una tasa de inflación decreciente, pero con un déficit exterior en aumento.

La intensificación del crecimiento en América Latina fue posible por la fuerte recuperación de la inversión, unida a la expansión continuada de las exportaciones. Como consecuencia en gran medida de la crisis del Asia oriental, los precios de las exportaciones del conjunto de la región se mantuvieron prácticamente al mismo nivel del año anterior, y el aumento de los ingresos de exportación se debió en su totalidad al incremento de los volúmenes de exportación, que fue 2,5 veces superior al del PIB. La tendencia de los precios de exportación será descendente en 1998 al dejarse sentir en toda la economía mundial los efectos de la crisis del Asia oriental.

El comercio intrarregional siguió desempeñando un papel importante en la dinámica de crecimiento de la región, reforzando la interdependencia económica de los países, en particular de los más estrechamente relacionados con el Cono Sur. La implantación prácticamente total de las disposiciones del Mercado Común del Sur (MERCOSUR) condujo a una expansión del comercio interregional en general, y del comercio de cereales en particular. La Argentina ha seguido aprovechando las oportunidades de exportación, principalmente en el mercado brasileño, mientras que las exportaciones de México, principalmente de manufacturas a Norteamérica, siguieron beneficiándose de la depreciación del peso después de la crisis.

Por otra parte, como consecuencia del pronunciado aumento de las importaciones de bienes de capital resultante del incremento de la inversión, en 1997 el volumen de las importaciones aumentó a tasas muy superiores al de las exportaciones en prácticamente todos los países de la región, con las excepciones de Colombia y El Salvador. Por ejemplo, las importaciones de la Argentina crecieron en volumen a una tasa sin precedentes del 28 por ciento. En el Brasil y en México, la apreciación de la moneda y el aumento de las entradas de capital hicieron que el aumento de las importaciones fuera del 21 por ciento y del 25 por ciento, respectivamente, aunque el aumento de la demanda interna fue también importante en México. El hecho de que las importaciones crecieran más rápidamente que las exportaciones condujo a un aumento sustancial del déficit de la balanza de pagos en cuenta corriente de la región, que ascendió a 60.000 millones de dólares, frente a los 35.000 millones de dólares de 1996, y es imputable a los grandes déficit de la Argentina, el Brasil y México, unidos a la reducción del superávit de Venezuela.

Cuadro 4

AMÉRICA LATINA: PRODUCCIÓN Y COMERCIO, 1995-1997
(Variaciones porcentuales respecto del año anterior)

País	Producción ^a			Volumen de las exportaciones			Volumen de las importaciones		
	1995	1996	1997 ^b	1995	1996	1997 ^b	1995	1996	1997 ^b
Todos los países	0,6	3,6	5,2	12,0	11,0	12,5	3,0	11,5	21,5
<i>de los cuales:</i>									
Argentina	5,0	3,5	8,0	20,3	5,6	7,3	-14,4	19,7	27,6
Bolivia	3,8	3,9	4,0	5,2	9,4	5,5	13,2	-0,3	23,3
Brasil	3,9	3,1	3,5	-2,3	3,7	7,3	31,4	6,1	21,2
Chile	8,2	7,2	6,5	11,5	14,5	9,6	23,1	12,4	14,9
Colombia	5,9	2,2	3,0	2,2	5,0	12,3	6,8	0,4	11,1
Costa Rica	2,2	-0,6	2,5	8,7	10,8	7,2	-2,9	6,0	18,7
Ecuador	2,7	2,0	3,5	7,1	3,3	3,5	14,5	-8,0	20,4
El Salvador	6,3	2,5	4,0	15,3	5,8	21,2	21,6	-8,8	14,4
Guatemala	5,0	3,1	4,0	19,4	12,4	13,2	10,7	-1,5	17,9
México	-6,6	5,2	7,0	24,4	16,0	19,2	-13,8	18,8	24,6
Paraguay	4,5	1,0	2,5	19,7	-10,7	-1,6	20,2	-10,6	4,8
Perú	7,8	2,5	7,0	8,2	6,1	12,7	27,5	1,7	14,2
Uruguay	-2,3	4,8	6,5	-0,7	16,8	13,9	-5,3	15,7	17,1
Venezuela	3,5	-1,4	5,0	6,0	3,2	8,1	24,9	-22,0	34,4

Fuente: Comunicado de prensa de la OMC, 19 de marzo de 1998; CEPAL, *Panorama preliminar de la economía de América Latina y el Caribe en 1996*, Santiago de Chile, 1996 (Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.96.II.G.13), cuadros A.9 y A.10 (para el comercio en 1995); e *ibid.*, cuadros A.1, A.8 y A.9.

^a Cifras basadas en los valores a precios de 1990.

^b Cifras preliminares.

Aunque en 1997 el promedio de los precios de exportación del conjunto de la región permaneció estable, los precios del café, importantes para Colombia y los países de América Central, experimentaron una tendencia al alza. En cambio, los exportadores de petróleo, como Bolivia, el Ecuador, México y Venezuela, y los de materias primas industriales, como Chile, registraron en mayor o menor medida un empeoramiento de su relación de intercambio. La relación de intercambio de Chile se vio afectada asimismo por la baja de los precios de la harina de pescado y la fruta fresca.

Al tiempo que se aceleraba el crecimiento de la producción, continuó la pronunciada tendencia descendente de la inflación, que alcanzó su nivel más bajo en medio siglo. En 1997 la tasa de inflación fue más baja que en 1996 en 10 países y permaneció estabilizada en otros 11. La Argentina registró una de las tasas de inflación más bajas del mundo. En cambio, en Venezuela se registró una tasa inusualmente elevada como consecuencia de la liberalización de los precios y de una devaluación importante.

Tras la rápida inversión de la tendencia decreciente registrada en 1995 como consecuencia de la crisis del peso, las entradas de capital aumentaron en 1997 a la cifra sin precedentes de 73.000 millones de dólares, equivalente a alrededor del 4 por ciento del PIB de la región y más que suficiente para compensar el aumento

sustancial del déficit de la cuenta corriente. La composición de esas corrientes de capital se ha modificado desde principios del decenio de 1990, y ahora la inversión extranjera directa representa cerca de dos terceras partes del total, mientras que en 1994 no pasaba de la quinta parte. Las corrientes de capital bancario a corto plazo no representan actualmente sino una parte relativamente pequeña de las entradas totales de capital en la mayoría de los países (y están vinculadas principalmente a la financiación del comercio exterior). La magnitud de las entradas de capital condujo a una apreciación de las monedas, en particular durante el primer semestre de 1997, período de fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales. En promedio, las monedas de la región se apreciaron en un 4 por ciento frente al dólar, y la apreciación del peso venezolano fue de no menos del 20 por ciento. Tres países experimentaron depreciaciones: El Salvador, Nicaragua y Trinidad y Tabago.

En 1998 se prevé una desaceleración del crecimiento de la región a alrededor del 3 por ciento, principalmente como consecuencia de lo ocurrido en el Asia oriental. Al intensificarse la crisis financiera del Asia oriental a finales de 1997, se acusaron presiones en algunos de los mercados financieros emergentes de América Latina, en particular en el Brasil, pero también en la Argentina, Chile y México. En la mayoría de los países, esas presiones se mitigaron fundamentalmente mediante la adopción inmediata de políticas monetarias y fiscales restrictivas, cuyos efectos siguen apreciándose en toda la región.

El Banco Central del Brasil, enfrentado a un pronunciado descenso de los precios de los valores y a crecientes presiones sobre las reservas de divisas en octubre de 1997, subió los tipos de interés a más del 40 por ciento, y el Ministerio de Hacienda anunció un conjunto de recortes de gastos e incrementos de impuestos por valor de 18.000 millones de dólares con el objetivo de reducir el déficit del sector público en el equivalente de casi 2,5 por ciento del PIB. Aunque en los meses siguientes se suavizó la política monetaria y el déficit del sector público siguió aumentando, a alrededor del 6-7 por ciento del PIB, la tasa de crecimiento económico ha vuelto a disminuir, y se prevé que será inferior al 2 por ciento en 1998. Sin embargo, los diferenciales de tipos de interés siguen siendo elevados, y la oferta de rendimientos vinculados al dólar ha causado un pronunciado aumento de las entradas de capital, que sobrepasaron los 10.000 millones de dólares en marzo de 1998.

En la Argentina también bajaron los precios del mercado de valores como respuesta a la crisis de octubre de 1997 y subieron los tipos de interés. El principal motivo de preocupación fue el impacto potencial de la extensión de la crisis del Asia oriental al Brasil, pues la Argentina se ha vuelto cada vez más dependiente de las exportaciones a su principal interlocutor en MERCOSUR. En Chile, a pesar de que los tipos de interés reales aumentaron del 6,5 por ciento al 8,5 por ciento entre octubre de 1997 y enero de 1998, el Banco Central tuvo que permitir que se apreciara el dólar frente al peso, y es de suponer que mantendrá condiciones monetarias restrictivas para evitar una ulterior depreciación del peso.

En 1998 se prevé una desaceleración del crecimiento de las exportaciones latinoamericanas al seguir debilitándose la demanda del Asia oriental. Además, es probable que los países de la región pierdan competitividad en mayor o menor medida como consecuencia de la depreciación de varias monedas asiáticas. Por ejemplo, para mantener su competitividad, el Brasil amplió a principios de 1998 las bandas de fluctuación de su moneda frente al dólar. La disminución prevista de los precios internacionales del petróleo y los productos básicos distintos del petróleo también tenderá a reducir los ingresos de exportación de muchos países de la región, y el hundimiento de los precios del cobre ya ha causado una grave disminución de los ingresos de Chile.

Aunque las preocupaciones dimanantes de la crisis del Asia oriental ya no se centran en las corrientes de capital, sino en el comercio, la región seguirá siendo probablemente vulnerable a la variabilidad de las entradas de capital, a pesar de los progresos logrados en cuanto a la composición de esas corrientes y al fortalecimiento del sector bancario en los últimos años. La deuda exterior a corto plazo del conjunto de la región equivale actualmente al 35 por ciento de los ingresos de exportación (las proporciones correspondientes a los países de mayor tamaño abarcan del 11 por ciento de Venezuela al 78 por ciento del Perú) y al 70 por ciento de las reservas totales (del 33 por ciento

en Venezuela al 154 por ciento en México). Las perspectivas para el conjunto de 1998 dependerán en medida fundamental de lo que ocurra en los Estados Unidos y el Japón.

b) *Asia*

La propagación de la crisis financiera por las economías de Asia durante el segundo semestre de 1997 afectó en medidas diferentes a los países de la región (cuadro 5) y alcanzó su mayor intensidad en el Asia sudoriental, donde las tasas de crecimiento disminuyeron casi a la mitad de los niveles de 1996. También se desaceleró el crecimiento del Asia meridional, aunque por primera vez en el presente decenio fue superior al del Asia sudoriental. Las tasas de crecimiento de las exportaciones e importaciones fueron comparables a las del año anterior, pero muy inferiores a las de 1995.

En octubre de 1997, la crisis financiera llegó a Hong Kong, China, cuya bolsa sufrió la bajada más importante jamás registrada, y posteriormente a las otras NEI de la primera oleada (Provincia china de Taiwán, República de Corea y Singapur). La desaceleración del crecimiento del PIB en esas economías en 1997 (6,0 por ciento, frente al 6,4 por ciento de 1996) es imputable a la pronunciada reducción de la demanda y los precios mundiales de productos tales como los electrónicos, los semiconductores, el acero y los petroquímicos.

La economía de China mantuvo su fuerte impulso de crecimiento en 1997, aunque no alcanzó el objetivo oficial del 10 por ciento. La debilidad de la demanda interna fue contrarrestada en parte por un aumento de las exportaciones. Se redujeron los precios de una amplia gama de productos de consumo por una combinación de medidas administrativas y políticas macroeconómicas. Las empresas municipales y de aldea aportaron en 1997 casi la mitad de la producción industrial del país y una tercera parte de sus exportaciones, y lograron un aumento del PIB a una tasa equivalente aproximadamente al doble de la del conjunto de la economía. La crisis de Asia ha puesto más crudamente de manifiesto la necesidad de que el Gobierno preste mayor atención a los problemas del sector financiero y adopte medidas para aumentar la eficacia de la política monetaria y reestructurar los activos de los bancos estatales.

El crecimiento del PIB en el Asia sudoriental en 1997, de menos del 4 por ciento, fue el más bajo en dos decenios. Las dificultades financieras de los países de la región se agravaron por las condiciones meteorológicas anómalas creadas por El Niño, causante de la sequía más grave de los últimos 50 años en Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. En los tres primeros de esos países, los más gravemente afectados, los efectos económicos seguirán dejándose sentir en 1998.

La tasa de crecimiento económico del Asia meridional disminuyó en 1997 a menos del 5 por ciento (frente al 6,8 por ciento en 1996). Los resultados fueron muy diferentes de un país a otro, como consecuencia del desempeño relativo de los sectores agropecuarios y manufactureros. La importante desaceleración del crecimiento del producto en la India y el Pakistán se explica en parte por las repercusiones en la agricultura de las condiciones meteorológicas desfavorables. En el Pakistán también influyeron los virus que atacaron al algodón. Bangladesh registró el crecimiento más rápido del decenio de 1990, principalmente por la espectacular expansión de la producción agrícola, en particular de arroz. En cambio, la desaceleración del crecimiento en Sri Lanka fue el resultado conjunto de la recuperación de la agricultura y de un crecimiento sostenido del sector manufacturero, que siguió siendo el más dinámico.

En el Asia meridional las repercusiones de la crisis financiera de Asia han sido menos graves como consecuencia de las restricciones a la convertibilidad en cuenta corriente y del menor endeudamiento exterior a corto plazo. Las monedas de la India y del Pakistán se depreciaron en alrededor del 10 por ciento en el segundo semestre de 1997. Las economías de la subregión siguen estando menos estrechamente integradas en la economía mundial que las del Asia sudoriental, debido al enfoque gradual adoptado para la liberalización del comercio, la desreglamentación financiera y la privatización. La creación de nuevos mecanismos regionales, como el Acuerdo Comercial Preferencial del Asia Meridional, es un paso hacia una integración más estrecha dentro de la región y en la economía mundial.

Cuadro 5

**ASIA EN DESARROLLO: PRODUCCIÓN Y COMERCIO EN ALGUNAS
SUBREGIONES Y PAÍSES, 1995-1997**

(Variaciones porcentuales respecto del año anterior)

<i>Región/país</i>	<i>Producción^a</i>			<i>Volumen de las exportaciones</i>			<i>Volumen de las importaciones</i>		
	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>
Nuevas economías industrializadas	7,4	6,4	6,0	20,9	4,5	3,4	22,9	5,2	3,0
<i>de las cuales:</i>									
Hong Kong, China	3,9	5,0	5,2	14,8	4,0	4,0	19,1	3,0	5,1
República de Corea	8,9	7,1	5,5	31,5	4,1	7,2	32,1	12,2	-2,3
Singapur	8,7	6,9	7,8	21,0	6,4	-3,1	21,6	5,4	0,1
Provincia china de Taiwán	6,0	5,7	6,8	20,0	3,8	5,2	21,2	-0,1	10,1
Asia sudoriental	8,2	7,1	3,9	24,3	6,0	8,7	29,7	6,3	2,4
<i>de la cual:</i>									
Indonesia	8,2	8,0	4,6	18,0	5,8	11,2	26,6	8,1	4,8
Malasia	9,5	8,6	7,5	26,6	7,3	6,0	30,4	1,7	7,0
Filipinas	4,8	5,7	5,1	29,4	17,7	22,8	23,7	20,8	14,0
Tailandia	8,8	5,5	-0,4	24,8	-1,9	3,2	31,9	0,6	-9,3
Asia meridional	6,6	6,8	4,8	20,5	5,5	5,1	25,7	7,7	5,6
<i>de la cual:</i>									
Bangladesh	4,4	5,4	5,7	37,2	12,2	13,7	39,4	17,8	3,0
India	7,2	7,5	5,0	20,8	4,1	5,0	28,0	5,1	8,2
Nepal	2,8	6,1	4,3	-9,6	1,7	10,3	21,9	9,0	10,3
Pakistán	5,2	4,6	3,1	16,1	7,1	-2,7	18,5	16,7	-5,0
Sri Lanka	5,5	3,8	6,3	18,7	7,9	13,0	11,6	2,5	7,0
China	10,5	9,6	8,8	24,9	17,9	20,0	15,5	19,5	2,5

Fuente: Asian Development Outlook 1998 (Hong Kong, China: Oxford University Press para el Banco Asiático de Desarrollo, 1998), cuadros A.1, A.11 y A.13.

^a Cifras basadas en datos a precios constantes.

En el Asia occidental, los resultados económicos siguieron condicionados por la evolución del sector petrolero y por la situación política en la subregión. El PIB creció en 1997 en un 7,6 por ciento, frente al 10,4 por ciento del año anterior, principalmente por el aumento de la producción de petróleo, que compensó con creces la disminución del precio de ese producto. Los gobiernos de la región otorgaron creciente importancia al sector privado y a la inversión extranjera, y siguieron aplicando políticas tendentes a corregir los desequilibrios internos y externos y a promover la eficiencia y la productividad. Sin embargo, los progresos logrados variaron considerablemente de un país a otro, y, con la excepción de Jordania, el Líbano, la República Árabe Siria y el Yemen, persiste la fuerte

dependencia del petróleo. Teniendo en cuenta las perspectivas poco alentadoras de los precios del petróleo, se prevé que en 1998 el crecimiento de la región sufra una nueva desaceleración, a menos del 6 por ciento.

Se prevé que todas las NEI de la primera oleada crecerán a una tasa menor que la de 1997, en particular la República de Corea, en la que se pronostica que la producción se contraerá en un 6 por ciento. Se estima que la menor desaceleración corresponderá a la Provincia china de Taiwán, donde el crecimiento disminuirá a alrededor del 4-5 por ciento. Singapur y Hong Kong, China, sufrirán probablemente disminuciones más sustanciales como resultado del debilitamiento de la demanda de sus exportaciones en el Asia sudoriental, la reducción de los ingresos derivados del turismo y los efectos de una política monetaria más restrictiva. En Singapur es poco probable que la economía crezca en más de un 1 por ciento, y Hong Kong, China, entrará probablemente en recesión, con una contracción de la economía del 2-3 por ciento. También es de prever que se desacelere en 1998, a alrededor del 6 por ciento, el crecimiento de China. Se pronostica un recrudecimiento del desempleo, con nuevos despidos de las empresas públicas durante los tres años de la reforma que se inició en 1997, y también es probable que se reduzca el crecimiento de las exportaciones como consecuencia de la pérdida de competitividad.

Las perspectivas económicas del Asia sudoriental en 1998 son muy inciertas y dependerán, entre otros factores, de cómo y en qué medida cumplan los gobiernos las condiciones de los préstamos del FMI. Particularmente preocupante es el caso de Indonesia, donde los despidos masivos y el fuerte aumento de los precios de productos alimenticios esenciales han incrementado dramáticamente el desempleo y los niveles de pobreza y generado agitación social. Otros países gravemente afectados por la crisis en su tejido social son Tailandia y la República de Corea. (En el capítulo III se describen las repercusiones sociales de la crisis en los países más afectados.)

Las exportaciones del Asia sudoriental todavía no han respondido a las drásticas depreciaciones de las monedas. La mejora de la balanza comercial de las economías más afectadas se ha debido principalmente hasta el momento a una pronunciada disminución de las importaciones. Como consecuencia de la onerosa carga que representa la deuda del sector privado, Tailandia registrará en 1998, según todos los pronósticos, un crecimiento negativo del 8 por ciento, y en Indonesia la contracción puede pasar del 12 por ciento. También Malasia experimentará probablemente una recesión, y Filipinas podría seguir registrando un crecimiento positivo, pero a niveles sustancialmente reducidos.

En el Asia meridional se prevé que, con la recuperación del Pakistán y la India, el crecimiento será en 1998 similar al de 1996, pero en la mayoría de los países seguirá limitado por las deficiencias de la infraestructura y la inestabilidad política. Sin ulteriores ajustes de los tipos de cambio, los principales sectores de exportación, como los del vestido, los textiles, los productos plásticos y las fibras sintéticas, que compiten con las exportaciones de otra economías de Asia, se verán negativamente afectados. El Pakistán, en particular, que exporta principalmente textiles y prendas de vestir, se enfrentará a una competencia más intensa. A raíz de sus pruebas nucleares, la India y el Pakistán han sido objeto de sanciones económicas por parte de algunos de sus principales interlocutores comerciales. De intensificarse tales sanciones, ambas economías podrían enfrentar dificultades de pagos y una desaceleración del crecimiento aunque consigan evitar una grave crisis financiera y las turbulencias monetarias resultantes de la fuga de capitales.

c) *África*

África siguió registrando un crecimiento económico en 1997, aunque a un ritmo mucho menor que en 1996. La tasa, del 3,3 por ciento, fue apenas superior a la de crecimiento de la población, y muy inferior al 4,6 por ciento logrado en 1996. Los resultados variaron considerablemente de una subregión a otra y de un país a otro, dependiendo en gran medida de las condiciones meteorológicas, la evolución de los precios de los productos básicos y la existencia o ausencia de conflictos armados y disturbios sociales (cuadro 6).

A pesar de los progresos logrados en la diversificación de la actividad exportadora, las exportaciones de la región siguieron dominadas por los minerales en Sudáfrica, el petróleo y el gas en Argelia, el petróleo

Cuadro 6

CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN DE LOS PAÍSES AFRICANOS, 1990-1997
(Variaciones porcentuales respecto del año anterior)

<i>País</i>	<i>1990-1995^a</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>País</i>	<i>1990-1995^a</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>
Argelia	0,4	4,5	4,0	4,5	Lesotho	6,0	9,3	12,6	7,2
Angola	-2,4	6,2	7,2	8,0	Libia	-1,0	-1,1	2,0	2,0
Benin	4,3	4,8	5,6	5,9	Madagascar	-0,3	1,8	2,0	3,5
Botswana	4,7	4,5	6,2	4,9	Malawi	1,2	9,0	16,1	5,6
Burkina Faso	3,3	4,5	5,5	6,6	Malí	2,7	6,3	4,0	6,6
Burundi	-1,7	-3,4	-12,9	4,3	Mauritania	3,9	4,6	4,5	4,3
Camerún	-1,4	4,4	5,0	5,1	Mauricio	4,9	4,4	6,1	5,6
Cabo Verde	4,3	4,7	4,2	4,5	Marruecos	1,0	-7,2	11,8	-1,1
Rep. Centrafricana	1,1	4,1	-3,9	-3,3	Mozambique	5,8	1,5	6,4	6,6
Chad	2,7	5,5	2,8	6,3	Namibia	4,1	2,5	5,0	4,0
Comoras	0,2	-2,4	-0,4	0,0	Níger	0,8	3,2	3,3	4,5
Congo	-0,4	0,8	5,9	-17,6	Nigeria	2,7	2,6	2,4	3,2
Côte d'Ivoire	1,1	6,9	6,8	6,1	Rwanda	-10,0	23,2	11,4	12,7
R. Dem. del Congo	-7,6	1,6	1,3	-5,0	S. Tomé y Príncipe	1,7	1,9	1,9	1,8
Djibouti	-2,0	-3,1	-5,0	0,8	Senegal	2,3	9,8	5,1	4,7
Egipto	1,4	2,3	4,3	5,0	Seychelles	2,8	-1,8	1,7	2,1
Guinea Ecuatorial	8,2	14,9	38,9	96,7	Sudáfrica	0,8	3,4	3,1	2,2
Eritrea	2,0	5,5	6,9	4,4	Sudán	5,9	4,5	4,3	5,0
Etiopía	2,0	5,4	11,9	5,3	Swazilandia	2,0	3,5	2,5	2,5
Gabón	2,4	3,7	3,2	4,5	Togo	-0,6	8,4	6,2	5,8
Gambia	0,6	-6,5	2,8	2,2	Túnez	3,9	2,9	6,9	5,1
Ghana	4,3	4,0	5,2	3,0	Uganda	7,5	9,6	9,4	4,2
Guinea	3,6	4,4	4,5	4,8	Tanzanía	4,1	3,8	4,2	4,1
Guinea-Bissau	3,3	1,6	5,8	5,2	Zambia	-0,5	-3,1	6,4	4,6
Kenya	1,6	4,4	4,3	2,0	Zimbabwe	0,8	0,1	7,4	4,5

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos en dólares de 1990.

^a Promedio anual.

en Nigeria, el petróleo crudo y refinado en Egipto, los fosfatos y el ácido fosfórico y los cítricos en Marruecos, el cacao y el café en Côte d'Ivoire, el petróleo y los diamantes en Angola, los diamantes en Botswana, el cobre en Zambia, el petróleo, la madera y el manganeso en el Gabón, los metales, el tabaco y el algodón en Zimbabwe, y el té y el café en Kenya. Los países exportadores de productos primarios se vieron afectados negativamente por la inversión de la tendencia favorable de los precios, en particular de los del petróleo.

Además, la sequía y las inundaciones causadas por el fenómeno meteorológico de El Niño mermaron la producción agropecuaria de países tan diversos como Marruecos en el África septentrional, Etiopía, Kenya, la República Unida de Tanzania y Somalia en el África oriental, Zambia y Zimbabwe en el África meridional y varios países de la región saheliana. La agricultura de secano de diversos países (Eritrea, Etiopía, Kenya, la República

Unida de Tanzania, Somalia y Uganda) fue devastada por las perturbaciones causadas por El Niño, que se tradujeron en un exceso de lluvias en algunas partes del África oriental y sequía en partes del África meridional y septentrional. Los daños a las cosechas y la pérdida de gran número de cabezas de ganado condujeron al derrumbe de la producción alimentaria. La escasez de alimentos fue especialmente grave en los países del África meridional y oriental. Además, los daños sufridos por la infraestructura (carreteras, puentes y líneas ferroviarias) perturbaron gravemente la circulación de productos entre países y dentro de cada uno de ellos.

Aunque numerosos países de la región registraron en 1997 tasas de crecimiento de más del 4 por ciento, algunas economías de gran tamaño, como Marruecos, Nigeria, la República Democrática del Congo y Sudáfrica, experimentaron un crecimiento bajo o negativo. En muchos países, la aplicación sostenida de determinadas medidas y la estabilidad macroeconómica han creado un entorno propicio a la inversión y al incremento de la producción. Aunque en las exportaciones totales siguen ocupando un lugar predominante los productos básicos tradicionales, varios países del África septentrional y meridional, como Egipto, Túnez y Botswana, han ido avanzando en la diversificación hacia exportaciones no tradicionales. También es de destacar la extensión y el fortalecimiento del crecimiento económico entre los países de la región, a diferencia de los primeros años del decenio de 1990, en que la tercera parte de los países registraba un descenso de la producción. Los países de la zona del franco (CFA), como Côte d'Ivoire, Malí y el Senegal, continuaron su recuperación tras los ajustes del tipo de cambio introducidos en 1994. Sin embargo, en Uganda el crecimiento se redujo a menos de la mitad en comparación con los dos años anteriores, y siguieron siendo decepcionantes los resultados económicos de Nigeria y Sudáfrica.

Por subregiones, sólo el África central registró en 1997 un crecimiento del producto inferior al 3 por ciento. El del África meridional fue del 3,4 por ciento, y el del África oriental, occidental y septentrional ligeramente inferior al 4 por ciento. Sin embargo, con la excepción del África occidental, que consiguió mantener la tasa del año anterior, todas las subregiones registraron tasas considerablemente inferiores a las de 1996. En el África oriental disminuyó el crecimiento no sólo en Etiopía y en Uganda, sino también en Kenya, el mayor país de la subregión, por las repercusiones de la sequía en la producción agropecuaria, aunque también influyeron factores de incertidumbre en cuanto a la política económica. En el África occidental, la baja de los precios del petróleo y el clima de incertidumbre empresarial reinante debilitaron la recuperación en los sectores no petroleros de Nigeria. En Ghana se redujo la actividad minera por la disminución del precio del oro a su nivel más bajo en 18 años, aunque el país se benefició del aumento de la producción y de los precios del cacao. El enorme incremento de la producción en Guinea Ecuatorial se debió al descubrimiento de un nuevo yacimiento de petróleo. El impulso de crecimiento de las economías de la subregión del área del CFA, como Benin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Malí, el Senegal y Togo, fue sostenido por el incremento de las exportaciones. En el África septentrional, la disminución del producto en Marruecos contrastó vivamente con la aceleración del crecimiento en Egipto o los resultados relativamente satisfactorios de Túnez. En el África central la producción disminuyó en un 5 por ciento en la República Democrática del Congo, la mayor economía de la subregión, mientras que el Camerún, el Gabón y otros países de la CFA mantuvieron su crecimiento. En Sudáfrica las perturbaciones causadas por El Niño afectaron gravemente a la producción agropecuaria. En Zimbabwe, la desaceleración de los sectores agrícola y minero, así como de la inversión y las exportaciones, redundó en una merma considerable del crecimiento del PIB. En cambio, la pujanza de las exportaciones de petróleo y el restablecimiento de la estabilidad en algunas partes del país condujeron a una aceleración del crecimiento en Angola. En Sudáfrica, la mayor economía del continente, el crecimiento del producto se vio afectado por la evolución negativa de la minería del oro como resultado de la pronunciada baja del precio de ese producto.

La financiación del déficit de la balanza en cuenta corriente sigue siendo el principal problema de los países africanos. El déficit global aumentó ligeramente, de 7.000 millones de dólares en 1996 a 7.200 en 1997. Sin embargo, expresado como proporción del PIB, disminuyó del 2,6 por ciento al 2,0 por ciento, a diferencia de los elevados y persistentes desequilibrios de la balanza por cuenta corriente registrados en el pasado. Sólo unos pocos países, como Guinea Ecuatorial, Lesotho, Mozambique y el Sudán, registraron déficit en cuenta corriente superiores al 20 por ciento del PIB. En alrededor de una decena de países, entre los que se cuentan Burundi, el Camerún, Marruecos, Sudáfrica, Túnez, Uganda y Zimbabwe, el déficit fue de menos del 3 por ciento, y en otros, como Argelia, Botswana, el Gabón, Namibia y Nigeria, se registró un superávit. Los déficit en cuenta corriente se financian cada

vez en mayor medida mediante corrientes de capital que no generan endeudamiento. Sin embargo, la IED está muy concentrada en algunos países. En 1996, por ejemplo, más de dos terceras partes de las corrientes de IED recibidas por África se concentraron en Argelia, Angola, Côte d'Ivoire, Egipto, Ghana, Marruecos, Nigeria, Sudáfrica y Túnez, y Nigeria absorbió por sí sola alrededor de un tercio del total. Las corrientes de IED también están muy concentradas en lo que respecta a los países de origen y las ramas de actividad económica. Los principales inversores son Francia, el Reino Unido, Alemania y los Estados Unidos, y los principales sectores beneficiados son los del petróleo, el gas, los metales y otras industrias extractivas. Puesto que algunos países en desarrollo de Asia, en particular Malasia, se han convertido en los últimos años en inversores importantes en la región, es probable que esas corrientes de inversión se vean afectadas por la crisis asiática.

Se prevé que en 1998 el crecimiento del conjunto de África no será mucho mayor que en 1997. La crisis de Asia afectará directamente a diversos países que tienen vínculos comerciales más intensos con esa región. También puede debilitarse la expansión de las exportaciones por los efectos indirectos de la crisis en los principales interlocutores comerciales del continente en Europa y Norteamérica. Los precios de los productos básicos de interés para África se mantendrán probablemente a niveles bajos. Las escasas perspectivas de aumento de los precios del petróleo no propiciarán el crecimiento económico de países importantes tales como Argelia, Angola, Egipto, la Jamahiriya Árabe Libia, Nigeria y Túnez. La crisis se traducirá en alguna disminución de los ingresos de exportación de materias primas, como los minerales, y la intensificación de la competencia para algunos productos, como el caucho y el cobre. Esa situación afectará, entre otros, a Ghana, la República Democrática del Congo, Sudáfrica y Zambia. Además, no es seguro que se hayan manifestado todavía todos los efectos perturbadores de El Niño.

3. Economías en transición

El principal acontecimiento económico de 1997 fue la inversión de la tendencia en el conjunto de las economías en transición, y en particular las economías de la Comunidad de Estados Independientes (CEI), tras el prolongado descenso de la producción desde el desmembramiento de la Unión Soviética. Ese cambio de tendencia es imputable al fortalecimiento de la incipiente recuperación de diversos países, unido al fin del persistente declive de la actividad económica en la Federación de Rusia. Siguieron manifestándose importantes divergencias entre los países, como demuestra el hecho de que el PIB de Bulgaria disminuyera en más de un 7 por ciento al tiempo que aumentaba en más del 11 por ciento el de Estonia (cuadro 7). A nivel subregional, la pronunciada desaceleración del crecimiento en Europa Central y Oriental contrasta vivamente con la espectacular aceleración registrada en los Países Bálticos y, en cierta medida, también en la CEI.

La evolución favorable observada en 1997 es el resultado del éxito de las reformas económicas y de la gradual consolidación económica en un número cada vez mayor de países, que les permitió aprovechar el crecimiento mayor de lo esperado en la demanda de importaciones de Europa Occidental. Fuera de la CEI, con las excepciones de Albania, Bulgaria, la República Checa y Rumania, el crecimiento se mantuvo pujante o se aceleró en 1997, en particular en Croacia, Eslovaquia, Polonia y los tres Estados Bálticos. La marcada desaceleración que siguió al ajuste monetario en la República Checa, considerada en general como uno de los abanderados de la reforma, constituyó una gran decepción. La economía checa se vio sacudida por una grave crisis monetaria que afectó a la actividad económica y perturbó los mercados financieros.

El retroceso fue todavía mayor en Albania, Bulgaria y Rumania, que registraron un considerable descenso de la producción. Albania siguió sufriendo los efectos de la crisis financiera que estalló en marzo de 1997 con el desplome de numerosas pirámides financieras en gran escala. Hasta el momento el país más afectado ha sido Bulgaria. El ataque especulativo contra su moneda en 1996 fue acompañado de retiradas masivas de depósitos del sistema bancario y de una crisis fiscal, e hizo necesario recurrir a drásticas medidas de política económica, entre las que se cuentan la introducción de una junta monetaria en julio de 1997 y

Cuadro 7

ECONOMÍAS EN TRANSICIÓN: ALGUNOS INDICADORES ECONÓMICOS, 1995-1997

Región/país	PIB			Precios de consumo			Balanza en cuenta corriente (millones de dólares)		
	Variación respecto del año anterior ^a (porcentajes)						1995	1996	1997
	1995	1996	1997	1995	1996	1997			
Europa Central y Oriental	6,1	4,1	2,9	..	..	..	-1 083	-13 212	-13 194
<i>de la cual:</i>									
Bulgaria	2,9	-10,1	-6,9	33,0	311,1	578,7	-26	16	441 ^c
Croacia ^d	6,8	6,0	6,5	3,7	3,5	4,0	-1 283	-881	-1 300
República Checa	6,4	3,9	1,0	7,9	8,7	9,9	-1 362	-4 292	-3 156
Hungría ^e	1,5	1,3	4,4	28,5	20,0	18,4	-2 480	-1 678	-981
Polonia ^{e f}	7,0	6,1	6,9	22,0	18,7	13,2	5 455	-1 352	-4 280
Rumania	7,1	3,9	-6,6	27,7	56,8	151,7	-1 774	-2 571	-2118 ^g
Eslovaquia	6,9	6,6	6,5	7,4	5,5	6,5	646	-2 098	-1 500
Eslovenia	4,1	3,1	3,8	9,0	9,0	8,8	-23	39	100
Estados Bálticos	2,1	3,7	6,5	..	..	..	-816	-1 425	-1 236
<i>de los cuales:</i>									
Estonia	4,3	4,0	11,4	28,8	14,9	12,3	-185	-423	-317
Letonia	-0,8	3,3	6,5	23,3	13,2	7,0	-16	-279	-325
Lituania	3,3	4,7	5,7	35,5	13,1	8,5	-614	-723	-594
CEI	-5,5	-4,4	0,7	..	..	..	8 145 ^h	9 699 ^h	1 268 ^h
<i>de la cual:</i>									
Belarús	-10,4	2,8	10,4	244,2	39,1	63,4	-567	-503	-641
República de Moldova ⁱ	-1,9	-7,8	1,3	23,8	15,1	11,1	-115	-214	-252
Federación de Rusia	-4,1	-3,5	0,8	131,4	21,8	11,0	9 979	11 601	3 032
Ucrania	-12,2	-10,0	-3,0	181,7	39,7	10,1	-1 152	-1 185	-870

Fuente: CEPE, *Economic Survey of Europe 1998 (Nº 1)* (Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.98.II.E.1), cuadro 3.1.1 y cuadro B.15 del apéndice, con actualizaciones proporcionadas por la CEPE.

^a En el caso de los precios de consumo, variación de diciembre a diciembre.

^b Todo el año, excepto en el caso de los Estados Bálticos y los miembros de la CEI enumerados, en que las cifras corresponden al período comprendido entre enero y septiembre.

^c Enero a noviembre.

^d Datos revisados de la cuenta corriente.

^e La balanza en cuenta corriente corresponde a transacciones en monedas convertibles, pero sólo para 1995 en el caso de Hungría.

^f Incluidas las transacciones en cuenta corriente no clasificadas.

^g Previsiones oficiales.

^h Total de los cuatro países enumerados.

ⁱ Excluida Transnistria en lo que se refiere al PIB y los precios de consumo.

un amplio programa de reformas estructurales. De ahí el descenso de la producción por segundo año consecutivo. En Rumania, las demoras en la aplicación de las reformas fiscales y estructurales, unidas a una considerable relajación de la política monetaria, condujeron a un descenso de la producción y al resurgimiento de la inflación.

Dentro de la CEI, la producción sólo disminuyó en 1997 en Turkmenistán y Ucrania. Al tiempo que se aceleraba el crecimiento en diversos países, en particular en Azerbaiyán, Belarús, Georgia, Kirguistán y Uzbekistán, se registró una inversión de la tendencia en la Federación de Rusia, que es con diferencia la mayor economía de la región y también el principal interlocutor comercial de los demás países de la CEI.

La desinflación prosiguió en 1997, a pesar de serios retrocesos, en particular en Albania, Belarús, Bulgaria y Rumania. La reducción de las tendencias inflacionarias fue generalizada y, aunque varió considerablemente de un país a otro, fue especialmente pronunciada en los países bálticos y en los de la CEI. Es particularmente digno de mención el pronunciado descenso registrado en la Federación de Rusia, de una tasa de inflación trimestral anualizada del 400 por ciento a principios de 1995 al 2,8 por ciento en el último trimestre de 1997. Hay uno o dos países, sin embargo, en los que el descenso de la tasa de inflación es el resultado de la renuencia a acometer la liberalización de los precios, por lo que, más que un indicio del éxito de la política de estabilización, lo es de los problemas que se plantearán en el futuro.

Con la excepción de Bulgaria, Eslovenia y la Federación de Rusia, todos los países siguieron registrando déficit de la balanza en cuenta corriente, lo que se convirtió en motivo de preocupación al estallar la crisis en Asia e indujo a algunos países a introducir medidas para contener la expansión económica, a pesar de que los déficits no representaban proporciones importantes del PIB. La existencia de déficits persistentemente elevados y crecientes fue motivo de particular preocupación para Croacia, Eslovaquia y los Estados Bálticos.

La mayoría de los países no se vieron afectados directamente en medida importante por la crisis asiática, principalmente porque sus economías son todavía relativamente cerradas o porque en los últimos años han avanzado considerablemente en la aplicación de políticas tendentes a corregir los desequilibrios macroeconómicos. Tras el desplome de los mercados de valores en Hong Kong, China, en octubre de 1997, sólo las bolsas de la Federación de Rusia, Ucrania y Estonia sufrieron pérdidas similares. En los dos primeros de esos países, las debilidades estructurales del sistema bancario, unidas a las presiones sobre el mercado financiero como consecuencia de desequilibrios fiscales, crearon una situación de vulnerabilidad a cambios en la actitud hacia el mercado.

Las perspectivas para 1998 no son uniformes. Se espera que continúe el vigoroso crecimiento en los tres Estados Bálticos, aunque con una ligera desaceleración en Estonia. En cuanto a los países de Europa Central y Oriental, de los que sufrieron un grave retroceso en 1997 Albania y Bulgaria registrarán probablemente algún crecimiento positivo, pero en Rumania no se prevé crecimiento alguno. Se pronostica una tasa de crecimiento relativamente elevada para Hungría y, en menor medida, para la República Checa. En cambio, los países que registraron un crecimiento particularmente rápido en 1997 (Croacia, Eslovaquia y Polonia) experimentarán cierta desaceleración por la necesidad de evitar el empeoramiento de los desequilibrios externos.

La baja general de los precios de algunos productos básicos, en particular del petróleo, tendrá probablemente repercusiones negativas en los países de la CEI, de cuyas exportaciones totales constituyen una proporción importante esos productos. A pesar de los progresos logrados en 1997, la situación económica general de la Federación de Rusia sigue siendo frágil y muy incierta. Por su elevada exposición al capital extranjero (en particular a inversiones de cartera a corto plazo para financiar el déficit presupuestario), la economía corre riesgo de contagio, y el resultado final dependerá en gran medida de la estabilidad de los mercados financieros y el comportamiento de los inversores en cartera extranjeros. Además, la reciente inestabilidad económica que se ha observado en Rusia ha aumentado el riesgo de retroceso en 1998.

Cuadro 8

CRECIMIENTO DEL PIB EN ALGUNOS PAÍSES DE LA OCDE EN 1997:
COMPARACIÓN DEL CRECIMIENTO EFECTIVO CON LOS PRONÓSTICOS
DE DIVERSAS INSTITUCIONES
(Porcentajes)

<i>País</i>	<i>LINK</i>	<i>CEPE</i>	<i>OCDE</i>	<i>UE</i>	<i>FMI</i>	<i>NIESR</i>	<i>NRI</i>	<i>UNCTAD</i>	<i>Crecimiento efectivo</i>
Estados Unidos	2,6	2,5	3,6	2,3	3,0	2,8	2,6	2,9	2,6
Japón	1,5	1,6	2,3	1,8	2,2	2,0	1,1	1,9	0,5
Alemania	2,5	2,0	2,2	2,2	2,3	2,5	1,8	2,2	2,2
Francia	2,5	2,2	2,5	2,1	2,4	2,6	1,8	1,9	2,3
Reino Unido	1,1	1,2	1,0	1,4	1,0	1,1	0,6	1,2	1,3
Italia	3,2	3,0	3,0	3,0	3,3	3,0	2,7	2,5	3,4

Fuente: Cuadro 1 para las tasas de crecimiento efectivas; *TDR 1997*, cuadro 9.

La incertidumbre que rodea las perspectivas de los países de la región es imputable a diversos factores, algunos de los cuales son inherentes al actual proceso de cambios estructurales básicos. Persisten esferas fundamentales de inestabilidad que hacen que las economías sean vulnerables a diversas perturbaciones y sacudidas, que pueden proceder no sólo de acontecimientos externos, como la crisis del Asia oriental, sino también de la propia debilidad institucional y estructural de que adolece la mayor parte de esas economías.

C. Perspectivas de recuperación e incertidumbres

La actual crisis financiera y económica asiática es más grave, por su alcance y sus repercusiones, que cualquier otra de las que han estallado en los últimos dos o tres decenios, incluidas las de América Latina. La reciente crisis mexicana de 1994-1995 fue un fenómeno relativamente aislado y limitado, por lo que sus repercusiones fueron muy localizadas y relativamente efímeras. En cambio, la crisis financiera del Asia oriental ha tenido importantes repercusiones en los mercados de capital no sólo del Sur, sino también del Norte, y es la principal causa de la desaceleración del crecimiento mundial, aunque todavía no se han dejado sentir plenamente sus efectos. La importancia de esta crisis se manifiesta no sólo directamente, en el número de países gravemente afectados, sino también en sus estrechos vínculos comerciales y de corrientes financieras con las principales economías de la región: China; Hong Kong, China; la Provincia china de Taiwán; y, sobre todo, el Japón.

Existe considerable incertidumbre en cuanto al ritmo de recuperación del Asia oriental. La experiencia de México ha alentado expectativas de una pronta recuperación. En aquel país, la producción industrial repuntó a los cuatro meses de la crisis y diez meses después había recuperado plenamente su nivel inicial. De repetirse esas pautas, se habrían advertido signos de recuperación ya en febrero de 1998 (puesto que la crisis estalló en septiembre de 1997). Sin embargo, la producción y las exportaciones de la mayoría de los países de Asia siguen disminuyendo, y la tendencia se propaga a otros países que inicialmente habían salido incólumes.

Otra diferencia importante reside en que México tenía un tipo de cambio claramente sobrevalorado, y la composición de sus importaciones presentaba un sesgo considerable hacia los bienes de consumo, como consecuencia de una rápida expansión del crédito. De ahí que la devaluación sirviera para reorientar el

Cuadro 9

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 1998 EN
ALGUNOS PAÍSES DE LA OCDE
(Porcentajes)

<i>País</i>	<i>LINK</i>	<i>CEPE</i>	<i>OCDE</i>	<i>UE</i>	<i>FMI</i>	<i>NIESR</i>	<i>NRI</i>	<i>UNCTAD</i>
Estados Unidos	2,7	2,5	2,7	2,6	2,9	2,6	2,7	2,3
Japón	0,0	0,1	-0,3	2,3	0,0	0,8	-0,6	-1,3
Alemania	2,6	2,5	2,7	3,2	2,5	2,4	2,4	2,3
Francia	3,0	2,8	2,9	3,1	2,9	2,8	2,8	2,5
Italia	2,4	2,5	2,4	2,5	2,3	2,0	..	2,2
Reino Unido	2,3	2,0	1,7	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1
Partida recordatoria:								
Unión Europea	2,5	2,7	2,7	3,0	2,8	2,6	2,2 ^a	2,6

Fuente: Naciones Unidas, Universidad de Pensilvania y Universidad de Toronto, "Project Linkworld Outlook" (documento mimeografiado), pronóstico posterior a la reunión de Link (mayo de 1998); CEPE, *Economic Survey of Europe, 1998* (Nº 1) (Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.98.II.E.1); OCDE, *Economic Outlook* (junio de 1998); Comisión de las Comunidades Europeas, *Economía Europea*, suplemento A (octubre de 1997); FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial* (mayo de 1998); National Institute of Economic and Social Research (NIESR, Londres), *National Institute Economic Review* (abril de 1998); Nomura Research Institute (NRI, Tokio), *Quarterly Economic Review* (mayo de 1998); y cuadro 1.

^a Total de la OCDE.

gasto, al tiempo que el hundimiento del sistema bancario reducía la absorción interna. El saneamiento de los bancos entrañó un gran incremento de la deuda pública y de su servicio, lo que hizo necesarias medidas de austeridad fiscal que redujeron ulteriormente la absorción interna. La recuperación se logró principalmente porque los Estados Unidos aportaron sin demoras innecesarias la ayuda financiera, y la pujante expansión estadounidense proporcionó un mercado importante para los productos de su socio en el TLC.

En el Asia oriental, el problema no es de exceso de consumo, pues el ahorro privado era elevado, al igual que los superávits fiscales. Varios países arrastraban desde hacía tiempo un déficit de pagos que fue agravado por la disminución de la demanda externa, la caída de los precios de exportación y el fortalecimiento del dólar. El verdadero problema era la creciente vulnerabilidad a perturbaciones externas, consecuencia de un recurso excesivo a empréstitos externos a corto plazo sin cobertura para financiar los déficit y de su utilización por las instituciones financieras para financiar compañías inmobiliarias y sociedades de crédito comercial. La considerable exposición exterior de bancos y empresas ha hecho que al depreciarse las monedas sufrieran grandes pérdidas de capital, que los han obligado a reducir sus gastos y sus préstamos y a reestructurar sus balances. De ahí que hayan tenido dificultades para obtener incluso capital de explotación a corto plazo para financiar la producción y las exportaciones. Las numerosas declaraciones de insolvencia por parte de bancos y empresas han diezmando la capacidad productiva y el tejido financiero de la economía, reduciendo su capacidad de ajuste para hacer frente a la crisis por medio de la expansión de la producción y de las exportaciones.

México respondió a su crisis financiera actuando con prontitud para reestructurar los bancos, pasando sus préstamos incobrables a los libros de un organismo público creado a tal efecto, estableciendo un servicio para atender a las necesidades de financiación a corto plazo de las empresas productivas y aportando capital adicional mediante

la venta de bancos a propietarios extranjeros. En Asia no se ha aplicado esa política; los bancos y las empresas por lo general no han sido objeto de intervención alguna, pero no están en condiciones de funcionar eficazmente. Por último, a diferencia de la economía estadounidense durante la crisis de México, la economía japonesa, la mayor de la región, ha entrado en plena recesión y no está en condiciones de aportar el estímulo necesario para la recuperación de Asia.

Por lo tanto, la recuperación será probablemente mucho más lenta que en México. Una crisis causada por el exceso de inversión y la fragilidad financiera tiende a ser más difícil de superar que una ocasionada por el exceso de consumo. La reestructuración de los activos de empresas y bancos es un proceso mucho más largo que la reorientación del gasto de consumo. Además, la crisis ha estallado cuando diversos factores de debilidad estructural amenazaban ya con desacelerar el crecimiento de las exportaciones y de la producción en el Asia oriental. Como se explicó con cierto detalle en el *TDR 1996*, el crecimiento se ha basado en medida excesiva en recursos externos y se estaba agotando el fácil expediente de la promoción de las exportaciones. Se señalaba que, de no aplicarse políticas eficaces tendentes a diversificar la base manufacturera, renovar la producción industrial y aumentar la productividad, la región estaría expuesta a la erosión de su competitividad, la interrupción de las corrientes de capital y la pérdida de impulso de crecimiento, especialmente a la luz del surgimiento de competidores con costos bajos que producían manufacturas con utilización intensiva de mano de obra, como China y la India. Aunque las variaciones de los tipos de cambio han contribuido a restablecer la competitividad, persisten esos factores de debilidad, que la crisis y la contracción de la región han hecho mucho más difícil subsanar.

Las perspectivas de los países afectados no pueden desvincularse de lo que ocurra en toda la región del Asia oriental, incluidos el Japón, China y las NEI de la primera oleada. La crisis tendrá sin duda graves consecuencias para la dinámica de desarrollo y de integración en toda la región, es decir, lo que se ha dado en llamar el proceso de la "bandada de patos", por el que países en diferentes estadios de industrialización y desarrollo avanzan juntos mediante una progresiva renovación de sus industrias apoyada en el comercio y la inversión interregionales, que contribuyen a la ubicación más adecuada de la producción según las ventajas comparativas de cada país. En ese contexto, cabe prever que la recesión del Japón tendrá importantes consecuencias para la sostenibilidad del proceso de crecimiento en las NEI del Asia oriental.

Otra cuestión no menos importante, dada la creciente integración de la economía mundial, es la de si el resto del mundo puede gozar de un crecimiento satisfactorio cuando flaquean las economías del Asia oriental, incluidas las NEI de la primera y la segunda oleadas y el Japón. La crisis ha complicado enormemente los pronósticos a corto plazo, y todavía más las proyecciones a largo plazo. Antes de que comenzaran las perturbaciones financieras, las proyecciones formuladas para 1997 en relación con varios países de la OCDE por diversas organizaciones internacionales e instituciones de investigación subestimaban sistemáticamente el crecimiento de la economía de los Estados Unidos y sobreestimaban la del Japón (cuadro 8). Sus pronósticos para 1998 revelan a todas luces un grado elevado de incertidumbre en lo que respecta al Japón, pues las cifras oscilan del -1,3 por ciento al 2,3 por ciento (cuadro 9). Habida cuenta de la creciente interdependencia de los países en lo que respecta al comercio y a las corrientes de capital, los errores en los pronósticos relativos a un país pueden repercutir considerablemente en las previsiones sobre otros países.

Capítulo II

CONSECUENCIAS PARA EL COMERCIO DE LA CRISIS DEL ASIA ORIENTAL

La evolución de la economía mundial en 1997 fue condicionada por la crisis financiera y económica de Asia, cuyos efectos se dejaron sentir intensamente en la región durante el último trimestre del año, especialmente en Indonesia, la República de Corea y Tailandia. Los ajustes no han hecho sino empezar en los países más gravemente afectados, y todavía no se han manifestado plenamente sus repercusiones directas e indirectas en otras economías de la región. Como se indicó en el capítulo anterior, la crisis ha reducido, en mayor o menor medida, las perspectivas de crecimiento de la producción en todas las regiones. Es difícil aventurar una evaluación precisa de las consecuencias de la crisis para la economía mundial, no sólo porque todavía no se ha estabilizado la situación económica y financiera en muchos de los países interesados, sino también porque todavía no se sabe cabalmente qué políticas adoptarán como reacción otras regiones. Existen varios canales por los que las repercusiones de la crisis asiática pueden transmitirse a otros países. Buena parte del ajuste adoptará probablemente la forma de cambios en la dirección y la composición de las corrientes comerciales, en particular de productos básicos.

A. La importancia del comercio de Asia

Las relaciones de Asia con el resto del mundo son muy intensas. Dado el modelo de desarrollo económico de la "bandada de patos", que entraña una división del trabajo entre países en diversos estadios de industrialización¹, la mayoría de las economías del Asia oriental y sudoriental han sido participantes activas y de importancia creciente en el comercio internacional y han promovido la participación y la integración de los países en desarrollo en la economía mundial. Las economías asiáticas están muy integradas a través del comercio. Por ejemplo, en 1996 alrededor del 52 por ciento de las exportaciones totales de mercancías de Asia se vendían en la propia región, y también el 54 por ciento de las importaciones totales eran intrarregionales. En algunas categorías de mercancías, la proporción de las exportaciones absorbida por países de la región es todavía más elevada, por ejemplo del 63 por ciento en el caso de los productos agropecuarios y el 85 por ciento en el de los productos mineros, y la proporción correspondiente a los productos manufactureros es de alrededor del 48 por ciento. En lo que respecta a los servicios, conviene destacar que el gran sector turístico de Asia, con sus numerosas ramas de actividad caracterizadas por la integración progresiva o regresiva, es predominantemente intrarregional. Casi el 80 por ciento de las llegadas totales de turistas a Asia corresponden a turistas interregionales. Las dinámicas economías asiáticas se han convertido no sólo en importantes proveedores competitivos de una amplia gama de productos en los mercados mundiales, sino también, en medida creciente, en una "locomotora" para la economía mundial, a través de su considerable y creciente demanda de importaciones.

1. Importaciones

Las importaciones totales de mercancías de los miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN)² ascendieron en 1996 a 372.000 millones de dólares, lo que la situó en el tercer lugar del comercio mundial, después de la Unión Europea y los Estados Unidos y antes del Japón, que ocupó el cuarto lugar. Del dinamismo de esos mercados da fe el hecho de que su participación en las importaciones mundiales se duplicó holgadamente de 1985 a 1996, en que fue del 7,1 por ciento (cuadro 10). Ningún otro

¹ Para un examen detallado del modelo de la "bandada de patos" y las pautas conexas de comercio e inversión, véase, por ejemplo, el *TDR 1996*, segunda parte, cap. II.

² Brunei Darussalam, Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Viet Nam.

Cuadro 10

COMERCIO MUNDIAL DE MERCANCÍAS POR REGIONES, 1996
(Miles de millones de dólares y porcentajes)

Exportaciones de/ importaciones en	Exportaciones			Importaciones		
	Valor	Proporción	Variación respecto de 1995	Valor	Proporción	Variación respecto de 1995
	(miles de millones de dólares)	(Porcentajes)		(miles de millones de dólares)	(Porcentajes)	
Todo el mundo	5 115	100,0	4	5 265	100,0	4
Norteamérica	827	16,2	6	994	18,9	6
Estados Unidos	625	12,2	7	818	15,5	6
América Latina	249	4,9	11	273	5,2	11
México	96	1,9	21	90	1,7	24
Europa Oriental	2 282	44,6	3	2 235	42,5	2
Unión Europea (15)	2 110	41,2	3	2 053	39,0	2
Economías en transición	169	3,3	6	174	3,3	13
Europa Central y Oriental	81	1,6	2	108	2,0	13
África	116	2,3	12	127	2,4	3
Oriente Medio	165	3,2	16	143	2,7	8
Asia	1 309	25,6	1	1 318	25,0	5
Japón	411	8,0	-7	349	6,6	4
China	151	3,0	2	139	2,6	5
ASEAN	336	6,6	5	372	7,1	6

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos de la OMC.

mercado ha experimentado tal crecimiento de las importaciones. Sumando las importaciones de la ASEAN a las de otros mercados emergentes de Asia y a las del Japón, el grupo absorbió alrededor del 25 por ciento de las importaciones mundiales de mercancías en 1996. Además, las importaciones de la región presentan una composición por productos muy amplia, que comprende asimismo una proporción importante de productos primarios, como combustibles, productos alimenticios, minerales y metales, y materias primas agrícolas (cuadro 11).

En los últimos años, la proporción de las exportaciones destinada a Asia ha aumentado en prácticamente todas las regiones. Entre los países de la OCDE, la proporción más elevada en 1996 correspondió al Japón (48,5 por ciento), seguido por los Estados Unidos y el Canadá (31,1 por ciento) y Europa Occidental (9,7 por ciento); véase a ese respecto el cuadro 12. En determinadas categorías de exportaciones, la proporción es todavía mayor (por ejemplo, del 40 por ciento en el caso de las exportaciones agropecuarias de los Estados Unidos).

En las regiones en desarrollo también se observa una notable dependencia del mercado asiático. Alrededor del 16 por ciento de las exportaciones agropecuarias y del 13 por ciento de las exportaciones de productos de la minería de América Latina se dirigen a Asia. En África, las proporciones correspondientes son de alrededor del 20 por ciento y del 13 por ciento, respectivamente. Asia es también el destino del 57 por ciento de las exportaciones de productos de las industrias extractivas (básicamente petróleo) de los países

Cuadro 11

PARTICIPACIÓN DE ALGUNAS ECONOMÍAS DE ASIA EN LAS IMPORTACIONES MUNDIALES DE DETERMINADOS GRUPOS DE PRODUCTOS, 1996
(Porcentajes)

Región/economía	Participación en las importaciones mundiales de							
	Todos los productos	Alimentos	Cereales	Materias primas agrícolas	Combustibles	Minerales y metales	Productos manufacturados	Textiles y vestido
Asia oriental y sudoriental en desarrollo (excluida China)	15,3	9,9	22,2	16,0	14,3	36,0	6,4	14,7
Indonesia	0,8	1,0	4,4	1,7	0,9	2,5	0,3	0,7
Malasia	1,5	0,9	2,5	0,8	0,5	3,7	0,4	0,5
Filipinas	0,7	0,6	2,3	0,6	0,7	1,6	0,2	0,4
República de Corea	2,8	1,9	5,9	5,0	5,5	9,0	0,9	1,8
Tailandia ^a	1,3	0,6	0,8	2,2	1,1	4,7	0,5	0,7
Hong Kong, China	3,8	2,4	1,3	2,4	1,0	5,1	2,6	8,5
Singapur	2,5	1,2	1,0	0,7	2,8	3,1	0,8	1,0
Provincia china de Taiwán	1,9	1,3	3,9	2,8	1,9	6,5	0,7	1,0
China	2,7	1,8	5,8	5,3	1,6	8,3	1,3	4,6
Japón	6,7	11,6	15,3	12,4	13,7	14,8	2,7	7,5
Total de los destinos enumerados	24,6	23,2	43,2	33,7	29,6	59,1	10,3	26,8

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en Naciones Unidas, *Commodity Trade Statistics* (cintas).

^a 1995.

del Oriente Medio, que constituyen el grueso de las exportaciones de esos países. Como ya se ha señalado, los países asiáticos también constituyen importantes mercados respectivos; más de la mitad de las exportaciones totales de mercancías de Asia tienen por destino otros países de la región.

En cuanto a los intercambios mundiales de servicios comerciales, Asia es la segunda región importadora, con una proporción de alrededor del 28 por ciento de las importaciones mundiales en 1996, aventajada sólo por Europa Occidental (45 por ciento) y seguida por Norteamérica (13 por ciento). Los servicios representan una proporción importante (alrededor del 20 por ciento) de las importaciones totales de la región, superior a la proporción total de los servicios en las importaciones mundiales. Asia es también la segunda región importadora en cada una de las tres grandes categorías de servicios, es decir, los de transporte, los de viajes y otros servicios comerciales. En la categoría de los viajes turísticos, los principales servicios de viajes, el turismo asiático fuera de la región ha crecido rápidamente en los últimos años, y representa ya alrededor del 15 por ciento del total mundial³.

³ Véase información más detallada en Organización Mundial del Turismo, *Yearbook of Tourism Statistics*, 49ª ed., vol 1 (Madrid, 1997).

Cuadro 12

PARTICIPACIÓN DE ALGUNAS ECONOMÍAS DE ASIA EN LAS EXPORTACIONES DE DIVERSAS REGIONES Y PAÍSES, 1996
(Porcentajes)

Región/economía	Participación en las exportaciones de							
	Africa	América Latina	Asia occidental	Economías en transición	Norteamérica	Europa occidental	Japón	Australia y Nueva Zelandia
Asia oriental y sudoriental en desarrollo (excluida China)	5,5	5,1	23,3	4,3	16,6	5,6	40,5	26,7
Indonesia	0,6	0,4	1,0	0,3	0,8	0,4	2,1	3,7
Malasia	0,4	0,4	0,4	0,3	1,6	0,6	4,7	3,0
Filipinas	0,1	0,3	1,7	0,3	0,9	0,2	1,8	1,4
República de Corea	1,3	1,7	9,1	1,2	4,5	1,0	7,7	6,3
Tailandia ^a	0,7	0,4	1,6	0,8	1,1	0,6	5,3	1,8
Hong Kong, China	0,2	0,5	0,6	0,4	2,2	1,1	6,6	3,3
Singapur	0,6	0,6	6,5	0,2	2,8	0,9	5,8	2,9
Provincia china de Taiwán	1,7	0,8	2,5	0,8	2,7	0,8	6,7	4,3
China	0,9	1,4	1,9	3,1	2,4	1,0	7,1	5,1
Japón	2,5	4,3	21,4	2,4	11,4	2,5	-	21,7
India	3,0	0,2	3,4	0,4	0,5	0,5	0,5	1,8
Pakistán	0,4	0,1	1,8	0,1	0,2	0,1	0,3	0,3
Total de los destinos enumerados	12,2	11,2	51,9	10,3	31,1	9,7	48,5	55,8

Fuente: Véase el cuadro 11.

^a 1995.

2. Exportaciones

Gracias a su enorme crecimiento comercial e industrial de los últimos tres decenios, los países del Asia oriental y sudoriental se han convertido en importantes proveedores competitivos de una amplia gama de productos en los mercados mundiales. Corresponde ya al conjunto de Asia alrededor del 26 por ciento de las exportaciones mundiales de mercancías. En algunas categorías de productos, el crecimiento de las exportaciones de Asia y su participación en el comercio mundial son muy notables (cuadro 13). En el sector de la maquinaria y el equipo de transporte, la participación de Asia en las exportaciones mundiales en 1996 (que no fue un año favorable para las exportaciones de Asia) fue de más del 30 por ciento, y sólo fue superada por la de Europa Occidental. En la subcategoría de maquinaria de oficina y equipo de telecomunicaciones, su participación en el mercado mundial de exportación ha crecido rápidamente, llegando a alrededor del 50 por ciento. También son importantes y van en aumento las exportaciones de productos de la industria automotriz, en las que corresponde ya a Asia alrededor del 20 por ciento del total mundial. La región ocupa también una posición dominante en el sector de los textiles, en particular de las prendas de vestir, en el que su participación es de más del 40 por ciento. Sin embargo, durante el período 1990-1996, mientras las exportaciones asiáticas de prendas de vestir a Norteamérica crecían a una tasa anual del 3 por ciento, y las destinadas a Europa Occidental a una tasa del 4 por ciento, las de América Latina a Norteamérica crecieron a razón del 20 por ciento anual y las de Europa Oriental a Europa Occidental en un

Cuadro 13

**PARTICIPACIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE ASIA Y OCEANÍA EN
LAS EXPORTACIONES MUNDIALES EN 1996, POR GRANDES
GRUPOS DE PRODUCTOS**
(Porcentajes del total de cada grupo de productos)

	Participación de Asia y Oceanía ^a	de la cual: Japón
Productos agropecuarios	19,1	0,7
Alimentos	18,0	0,4
Materias primas	23,0	1,9
Productos mineros	15,2	1,1
Minerales	23,3	1,2
Combustibles	13,8	0,5
Metales no ferrosos	16,6	3,7
Manufacturas	28,8	10,4
Hierro y acero	22,0	10,8
Productos químicos	16,0	6,1
Otras semimanufacturas	20,5	4,9
Maquinaria y equipo de transporte	31,6	14,4
Productos de la industria automotriz	19,8	15,9
Equipo de oficina y de telecomunicaciones	49,9	15,0
Textiles	42,7	4,6
Vestido	42,6	0,3
Otros productos de consumo	29,3	7,5
Total de las exportaciones de mercancías	25,6	8,0

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en estadísticas de la OMC, *Informe Anual de 1997*, vol. II (Ginebra, 1997).

^a Australia y Nueva Zelandia.

23 por ciento anual. Esas cifras indican una apreciable reorientación de la producción del Asia oriental hacia productos con utilización más intensiva de conocimientos especializados.

Además del comercio intrarregional examinado *infra*, las exportaciones de mercancías de Asia en 1996 se dirigieron principalmente a Norteamérica (23 por ciento) y Europa Occidental (16,2 por ciento), seguidas del Oriente Medio (2,6 por ciento), América Latina (2,3 por ciento) y África (1,5 por ciento). En sus exportaciones a otras regiones predominan las manufacturas, que representaron en 1996 el 82 por ciento. En lo que respecta a los servicios, Asia es a la vez la segunda región exportadora de servicios comerciales, después de Europa Occidental, y la principal región importadora neta de ese tipo de servicios. Diversos países de Asia se encuentran entre los principales exportadores mundiales de servicios de transporte, servicios de viajes y servicios comerciales.

B. Repercusiones en el comercio regional

Dados el tamaño de las economías de los países del Asia oriental y sudoriental y las intensas relaciones económicas que mantienen entre sí, es de suponer que la crisis financiera y económica que se ha propagado por toda la región desde mediados de 1997 influirá en la evolución del comercio internacional en el futuro inmediato. La crisis es el primer revés económico importante que ha sufrido la región desde que entró en un período de elevado crecimiento. Por su alcance y sus repercusiones, está afectando cada vez más al comercio y esferas conexas. Como puede verse en el cuadro 14, los cinco países de Asia más afectados (Filipinas, Indonesia, Malasia, la República de Corea y Tailandia) comercian intensamente con otros países en desarrollo de la región: del 25 al 45 por ciento de sus exportaciones se dirigen a esos países, y de ellos provienen del 17 al 35 por ciento de sus importaciones. Si se incluyen también los países desarrollados de Asia, la proporción del comercio intrarregional aumenta al 45-65 por ciento tanto de las importaciones como de las exportaciones. Por consiguiente, el comercio intrarregional del Asia oriental y sudoriental es el punto de partida inevitable para analizar las repercusiones de la crisis. En efecto, la especial dinámica de la región es una de las explicaciones del éxito económico de sus países, pues los de crecimiento más rápido han proporcionado a los demás mercados en expansión, y sus aparatos productivos se han complementado mutuamente. De ahí el riesgo de un efecto de "contagio", que ya ha empezado a manifestarse como consecuencia de la crisis.

Por consiguiente, la desaceleración económica de Asia no sólo afecta a los países en los que se declaró una aguda crisis financiera en julio de 1997 (es decir, Indonesia, la República de Corea y Tailandia), sino también al Japón (cuya economía ha permanecido estancada durante varios años y empezó a experimentar en 1997 una recesión que ha sido exacerbada por la crisis financiera). La propagación de las tendencias contraccionistas por toda la región significa que el malestar económico regional tendrá mayores repercusiones en el comercio y en la economía mundiales de lo que cabría suponer centrandó la atención únicamente en los países en los que estalló la crisis financiera.

Muchas economías de Asia experimentan ya diversos grados de contracción de la demanda interna y de las importaciones. Los países que exportan en medida importante a la región están apreciando ya signos de una disminución de las exportaciones y una espiral descendente en el comercio regional. Por ejemplo, los datos sobre el Japón correspondientes al primer trimestre de 1998 indican que las exportaciones a Asia disminuyeron pronunciadamente, y seguían disminuyendo en abril. Sólo en febrero, la disminución de las exportaciones a Indonesia, Tailandia, la República de Corea y Malasia fue del 56 por ciento, 41 por ciento, 38 por ciento y 24 por ciento, respectivamente. Las importaciones procedentes de Indonesia, Malasia y Viet Nam disminuyeron en 23 por ciento, 22 por ciento y 30 por ciento, respectivamente⁴. Desde comienzos de 1998, el crecimiento de las exportaciones japonesas, expresadas en yen, ha seguido desacelerándose, hasta convertirse en negativo en el mes de abril con respecto al mismo período anterior. Adoptando ese criterio y valorándolas en dólares, las exportaciones japonesas han disminuido desde noviembre de 1997. También las importaciones se han ido reduciendo pronunciadamente cada mes desde comienzos de 1998 con respecto al año anterior.

Durante el primer trimestre de 1998, la Provincia china de Taiwán registró su primer déficit comercial trimestral en 17 años. La disminución de las exportaciones es imputable a la contracción de la demanda en la región de Asia, que en los últimos años ha absorbido alrededor del 50 por ciento de las exportaciones taiwanesas. De enero a marzo disminuyeron en un 27 por ciento las exportaciones al Asia sudoriental, en un 24 por ciento las exportaciones al Japón y en un 3,2 por ciento las exportaciones a Hong

⁴ Véanse Asociación Arancelaria del Japón, *Summary Report on Trade of Japan*, Nº 2, 1998; y Banco del Japón, *Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments*, junio de 1988.

Cuadro 14

ESTRUCTURA DEL COMERCIO ENTRE ALGUNAS ECONOMÍAS DE ASIA, 1996
(Porcentajes del comercio total)

<i>Exportador</i>	<i>Destino de las exportaciones</i>					
	<i>Total Asia y Oceanía^a</i>	<i>Japón Australia Nueva Zelandia</i>	<i>Asia en desarrollo</i>	<i>China</i>	<i>Asia-5^b</i>	<i>Otros</i>
China	59,4	21,7	37,7	-	8,3	29,4
Hong Kong, China ^c	55,4	8,1	47,4	34,3	5,3	7,8
exportaciones internas	51,4	6,5	45,0	29,0	5,6	10,3
Indonesia	63,0	28,5	34,6	4,1	11,8	18,6
Japón	46,4	2,2	44,2	5,3	19,6	19,3
Malasia	62,1	15,3	46,9	2,4	9,9	34,6
Pakistán	31,6	8,3	23,3	1,3	6,4	15,6
Filipinas	44,5	18,8	25,8	1,6	9,6	14,6
República de Corea	52,1	13,7	38,4	8,8	9,3	20,3
Singapur ^{c d}	62,9	10,5	52,4	2,7	30,2	19,5
Provincia china de Taiwán	54,5	13,6	40,9	0,5	10,6	29,7
Tailandia	55,8	18,5	37,3	3,4	8,3	25,7

<i>Importador</i>	<i>Origen de las importaciones</i>					
	<i>Total Asia y Oceanía^a</i>	<i>Japón Australia Nueva Zelandia</i>	<i>Asia en desarrollo</i>	<i>China</i>	<i>Asia-5^b</i>	<i>Otros</i>
China	59,0	23,8	35,2	-	13,9	21,3
Hong Kong, China ^c	76,7	14,7	61,9	36,7	10,4	14,9
Indonesia	54,6	26,3	28,4	3,7	10,3	14,3
Japón	42,6	4,8	37,8	11,6	16,5	9,7
Malasia	64,0	28,0	36,0	2,4	11,4	22,2
Pakistán	33,1	12,3	20,7	4,7	10,2	5,8
Filipinas	55,0	24,9	30,1	2,2	11,6	16,3
República de Corea	43,0	25,6	17,4	5,7	5,9	5,8
Singapur ^{c d}	58,5	19,2	39,3	3,3	27,5	8,5
Sri Lanka	63,3	14,9	48,5	3,5	16,1	28,9
Provincia china de Taiwán	50,5	30,0	20,5	3,0	11,8	5,7
Tailandia	56,9	30,5	26,3	2,7	10,8	15,5

Fuente: OMC, sobre la base de datos de Naciones Unidas, *Commodity Trade Statistics* (cintas).

^a Australia y Nueva Zelandia.

^b Filipinas, Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia.

^c Incluido un volumen importante de reexportaciones.

^d Cifras ajustadas para incluir las exportaciones de Singapur a Indonesia.

Kong, China⁵. Las exportaciones de la República de Corea disminuyeron en términos absolutos en mayo de 1998 por primera vez desde el comienzo de la crisis. Las exportaciones a Asia, que representan el 50 por ciento de todos los envíos, disminuyeron en un 10,8 por ciento en los primeros cuatro meses de 1998 del año y la disminución correspondiente al Asia sudoriental fue del 27,1 por ciento⁶. Aunque en los primeros cuatro meses de 1998 las exportaciones de China aumentaron en un 8,6 por ciento respecto del período correspondiente del año anterior, sólo en mayo disminuyeron en un 1,5 por ciento, por primera vez en 22 meses. De abril a noviembre de 1997, la tasa de crecimiento de las exportaciones de la India a Asia fue menor que en el mismo período de 1996, y se registraron disminuciones en términos absolutos de las exportaciones a la República de Corea, Tailandia y Singapur, al tiempo que se reducía el crecimiento de las exportaciones a Indonesia y Hong Kong, China. Además, existe preocupación entre los países en desarrollo por la posibilidad de una importante pérdida de competitividad frente a Indonesia, Malasia, la República de Corea y Tailandia por las devaluaciones de las monedas de esos países.

C. Repercusiones en el comercio fuera de la región de Asia

Las repercusiones de la crisis de Asia en otras regiones y países dependerá de diversos factores, como la estructura del comercio y la competitividad. Además de los efectos directos en el volumen y los precios de las mercancías intercambiadas, se manifiestan asimismo, a través de la competencia en terceros mercados y el acceso a los medios de financiación y su costo, efectos indirectos que refuerzan o contrarrestan la tendencia.

La adopción de políticas monetarias y fiscales restrictivas para hacer frente a la crisis financiera, en particular en los países más gravemente afectados, ha reducido considerablemente el nivel de actividad económica y la demanda interna⁷. El consiguiente aumento del desempleo ha profundizado a su vez el efecto inicial de reducción del gasto (véase el capítulo III). Es de prever que la disminución del gasto agregado reducirá las importaciones totales, afectando en medida diferente a los distintos productos y países proveedores.

Las grandes depreciaciones de las monedas de la región (en algunos casos en más de un 86 por ciento frente al dólar) también tendrán, si se mantienen, repercusiones directas en el comercio. Si se transmiten los ajustes monetarios, pueden conducir a una sustancial modificación generalizada de los precios de los bienes y servicios producidos en la región respecto de los producidos en otras regiones. Las exportaciones se volverán más competitivas, pero las importaciones resultarán más caras. El efecto global variará de un sector a otro. Por ejemplo, el margen de reducción de los precios de exportación en divisas será inferior a la devaluación, al necesitarse insumos importados para producir las mercancías exportables.

Teniendo en cuenta el historial comercial y de crecimiento de las economías de Asia más afectadas, la depreciación sustancial de sus tipos de cambio efectivos reales, unida al exceso de capacidad existente en la producción orientada a la exportación, han generado expectativas de una recuperación relativamente fuerte impulsada por las exportaciones. Sin embargo, como se ha señalado en el capítulo I, la capacidad de reacción de las exportaciones se ha visto limitada hasta el momento no sólo por la elevación de los costos de las importaciones, sino

⁵ Véase un examen más detallado en "Asia commercial overview - 17 April 1998", Departamento de Comercio de los Estados Unidos, STAT-USA/Internet Service; y "Taiwan: Deteriorating exports", *Oxford Analytica Brief*, 27 de mayo de 1998.

⁶ Véase "Exports record negative growth in May", *Korea Times Report Page*, 06/01 (<http://www.korealink.co.kr>).

⁷ Numerosos estudios teóricos y empíricos parecen indicar que, en contra de las predicciones del análisis tradicional, a corto y mediano plazo las devaluaciones tienden a propiciar la contracción más que la expansión. Véase, por ejemplo, S.B. Kamin y M. Klau, "Some multi-country evidence on the effects of real exchange rates on output", Working Paper N° 48 (Basilea, Banco de Pagos Internacionales, 1997).

también por una grave crisis de liquidez y las restricciones de crédito a la exportación. Los ajustes de la balanza comercial de esos países se han debido más a una reducción de las importaciones que al aumento de las exportaciones.

Otro factor que puede influir el ajuste en Asia y sus efectos en el comercio es la posibilidad de que los países que compiten con los países de Asia en los mercados de exportación, al ver mermadas sus cuotas de mercado por el abaratamiento de las exportaciones de Asia, cedan a la tentación de devaluar sus monedas para mantener su competitividad internacional, lo que podría generar una cadena de devaluaciones competitivas. Asimismo, el aumento de las importaciones de productos baratos procedentes de Asia podría desencadenar una reacción interna en importantes mercados de importación (especialmente en Norteamérica y Europa Occidental), lo que conduciría a una proliferación de medidas antidumping y otras medidas conexas y a crecientes fricciones comerciales⁸.

Habida cuenta de la importancia de las economías de Asia y la dependencia relativa de países en desarrollo y países desarrollados de los mercados de Asia, es probable que una desaceleración económica en la región redunde en una desaceleración de la demanda mundial de importaciones, con efectos multiplicadores en las exportaciones y los ingresos de los países de diversas regiones, en particular de países en desarrollo. En efecto, se prevé que el crecimiento real de la producción en el conjunto de los países desarrollados con economía de mercado disminuirá del 2,7 por ciento de 1997 a un 1,8 por ciento en 1998, y la economía japonesa entrará en franca recesión (véase el cuadro 1 del capítulo I). Esa desaceleración afectará a su vez negativamente a las exportaciones y el crecimiento de los países en desarrollo.

En lo que respecta a América Latina, las exportaciones a Asia representan alrededor del 10 por ciento de las exportaciones totales de mercancías de la región, pero en algunos países (Chile, el Perú y el Ecuador) la proporción es mucho más elevada (de hasta alrededor del 35 por ciento en Chile); véase al respecto el cuadro 15⁹. Las exportaciones a Asia crecieron muy rápidamente en los primeros nueve meses de 1997, pero hacia finales de año se produjo al parecer una pronunciada disminución, especialmente en Chile, cuyas exportaciones a Asia se concentran principalmente en los países en crisis.

En África, las repercusiones de la crisis podrían afectar en particular a Zambia, la República Unida de Tanzania y el Congo, puesto que más de la cuarta parte de las exportaciones de esos países se dirigen a Asia (cuadro 16). Además, la crisis puede redundar en una reducción de las corrientes de IED a África como consecuencia de un cambio general del clima empresarial. Algunos países en desarrollo de Asia que, como Malasia, se han convertido en inversores importantes en África quizás tengan que reducir sus inversiones en el extranjero durante los próximos años.

Entre las economías en transición, las que probablemente resultarán más afectadas por la crisis son Kazajstán, la Federación de Rusia, Ucrania y Rumania (cuadro 17), tanto por la reducción del volumen de sus exportaciones a Asia como por los efectos de la recesión asiática en los precios mundiales de los productos de exportación¹⁰.

⁸ También han expresado preocupación al respecto algunos países desarrollados, y se han adoptado algunas medidas. Véase, por ejemplo, CEPAL, "Impacto en Latinoamérica de la crisis de Asia", LC/G.2026(SES.27/23), Santiago de Chile, 6 de mayo de 1998.

⁹ Véase un examen más detallado en SELA, "El impacto en América Latina de la crisis de Asia" (Caracas, febrero de 1998); y J.P. Morgan, "Latin American Economic Outlook", Nueva York, 6 de marzo de 1998.

¹⁰ Véanse un examen más detallado y proyecciones de los efectos de la crisis asiática en Europa Oriental en CEPE, *Economic Survey of Europe 1998 (Nº 1)* (Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.98.II.E.1).

Cuadro 15
PARTICIPACIÓN DE ASIA ^a EN LAS EXPORTACIONES DE ALGUNOS PAÍSES
DE AMÉRICA LATINA, 1990-1997
(Porcentajes)

<i>País</i>	<i>1990</i>	<i>1996</i>	<i>1997 (enero-sept.)</i>
Argentina	10,2	12,1	15,0
Brasil	16,8	16,2	15,3
Chile	24,6	33,3	38,1
Colombia	4,5	4,3	3,9
México	6,7	3,3	3,3
Perú	20,9	23,8	25,3
Venezuela	4,0	1,9	1,9
Promedio del grupo	11,3	9,5	10,3
Partida recordatoria:			
Exportaciones totales del grupo a Asia (millones de dólares)	12 410	21 230	17 860

Fuente: SELA, "El impacto de la crisis de Asia en América Latina" (Caracas, febrero de 1998).

^a Asia en desarrollo y el Japón.

Cuadro 16
PARTICIPACIÓN DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO DE ASIA EN LAS
EXPORTACIONES DE ALGUNOS PAÍSES AFRICANOS, 1994 Y 1996
(Porcentajes)

<i>País</i>	<i>1994</i>	<i>1996</i>	<i>Valor en 1996 (millones de dólares)</i>
Angola	2,3	11,2	494
Congo	13,1	24,7	411
Egipto	11,1	7,7	401
Marruecos	7,5	7,3	509
Nigeria	5,0	7,5	1 112
Sudáfrica	9,8	12,9	4 613
República Unida de Tanzania	24,6	30,4	244
Zambia	37,7	33,8	338

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en FMI, Direction of Trade Statistics, 1997.

Cuadro 17
PARTICIPACIÓN DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO DE ASIA EN LAS EXPORTACIONES
DE ALGUNAS ECONOMÍAS EN TRANSICIÓN, 1994 Y 1996
(Porcentajes)

<i>País</i>	<i>1994</i>	<i>1996</i>	<i>Valor en 1996 (millones de dólares)</i>
República Checa	3,2	2,6	563
Kazajstán	6,6	12,6	786
Polonia	4,9	3,3	816
Rumania	9,5	6,8	519
Federación de Rusia	8,6	10,2	8 335
Ucrania	10,7	7,7	1 303

Fuente: Véase el cuadro 16.

D. Efectos de las depreciaciones monetarias en la competitividad

Las grandes depreciaciones de las monedas de la región tendrán consecuencias importantes para la competitividad internacional de los países tanto dentro como fuera de la región. De julio de 1997 al 10 de junio de 1998, las monedas de la región registraron una sustancial depreciación frente al dólar, de entre un 17 por ciento (dólar de Singapur) y más del 80 por ciento (rupia indonesia). También otras monedas de dentro y fuera de la región se han debilitado considerablemente frente al dólar (cuadro 18). Esas variaciones de los tipos de cambio modificarán probablemente la competitividad internacional entre países y las cuotas de mercado en terceros países.

Desde marzo de 1998, algunas de las monedas de la región, en particular el yen, han seguido depreciándose frente al dólar, alterando así de nuevo las pautas de competitividad. En la segunda semana de junio de 1998, el dólar se cambió por más de 140 yen, lo que representaba una depreciación del yen en casi un 10 por ciento respecto del tipo de cambio de marzo. El ulterior descenso del yen entraña una apreciación de muchas monedas del Asia oriental frente a la moneda japonesa, que contrarresta en alguna medida la importante depreciación que han sufrido desde junio de 1997. La debilidad del yen mejorará probablemente la posición competitiva del Japón en los Estados Unidos y otros mercados (por ejemplo, frente a otros países del Asia oriental, en particular la República de Corea) y reducirá al mismo tiempo las ya decrecientes importaciones japonesas, incluidas las procedentes del Asia oriental.

Una medida de la competitividad internacional son los tipos de cambio ponderados por el comercio multilateral y deflactados por alguna medida de la inflación interna¹¹. En el cuadro 18 figuran los tipos de cambio efectivos reales computados por el FMI¹². La diferencia entre la depreciación frente al dólar y la depreciación del tipo de cambio efectivo real refleja i) la importancia del comercio con otros países cuyas monedas se han depreciado frente al dólar, así como la competencia con ellos en terceros mercados; y ii) la merma de las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación de la moneda como consecuencia del aumento de la inflación interna, debido en parte al consiguiente aumento de los precios de las mercancías importadas.

Una evaluación aproximada de los efectos de las depreciaciones de las monedas asiáticas en las exportaciones a terceros mercados puede derivarse de un reciente estudio centrado en las exportaciones de

¹¹ El FMI calcula esos tipos de cambio efectivos reales aplicando coeficientes de ponderación que tengan en cuenta i) la importancia relativa de los interlocutores bilaterales del comercio de manufacturas, productos básicos y servicios de turismo (cuando el tamaño de esa partida lo justifica) de cada país, y ii) la intensidad de la competencia entre los países en el comercio de manufacturas en los mercados de terceros países. Véanse A. Zanello y D. Deruelle, "A primer on the IMF Information Notice System", IMF Working Paper 97/71 (Washington, D.C.: FMI, 1997); y A. Turner y S. Golub, "Multilateral unit-labour-cost-based competitiveness indicators for advanced, developing and transition countries", en *Staff Studies for the World Economic Outlook* (Washington, D.C.: FMI, 1997), págs. 47 a 60.

¹² En el cálculo del FMI se utilizan como deflatores los índices de precios de consumo. Conviene señalar que esos índices no son los mejores indicadores de la evolución de los costos de los productos objeto de comercio, especialmente cuando las exportaciones tienen un elevado contenido de importaciones. Con la excepción de Indonesia, el aumento del índice de precios de consumo ha sido hasta el momento bastante limitado en los países de Asia cuyas monedas han sufrido grandes depreciaciones, lo que podría explicarse por el tiempo que tardan en reflejarse en el índice de precios de consumo las variaciones del tipo de cambio, por los efectos de los controles de precios o los subsidios en algunos casos y por la fuerte reducción de la demanda interna. De ahí que quizás se sobrevaloren los efectos en la competitividad de las recientes depreciaciones. Por otra parte, también es posible que se subestimen los efectos potenciales en terceros mercados. Conviene señalar asimismo que el FMI utiliza para calcular los tipos de cambio efectivos reales ponderados en función del comercio coeficientes de ponderación basados en datos correspondientes al período 1988-1990, que no reflejan los cambios más recientes de las pautas del comercio, en particular el importante crecimiento del comercio intrarregional de Asia desde finales del decenio de 1980. Cuanto mayor sea la proporción de ese comercio, menores serán las depreciaciones efectivas reales en comparación con las depreciaciones en dólares.

Cuadro 18

VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO ^a, JUNIO DE 1997-MARZO DE 1998
(Variaciones porcentuales de los promedios mensuales)

País	Tipo de cambio bilateral con		Tipo de cambio efectivo real ^b
	Dólar EE.UU.	Yen japonés	
Estados Unidos	-	13,0	8,6
Japón	-11,5	-	-4,1
Alemania	-5,4	6,8	-0,8
Francia	-4,8	7,5	-0,1
Reino Unido	1,1	14,2	7,7
Italia	-5,8	6,4	-0,2
Canadá	-2,3	10,4	1,5
Australia	-11,1	0,4	-5,6
Nueva Zelandia	-16,8	-6,0	-10,6
China	-0,2	12,7	2,9
India	-9,5	2,2	-0,2
Hong Kong, China	-	12,9	11,2
República de Corea	-39,0	-31,0	-30,3
Singapur	-11,9	-0,5	-1,0
Provincia china de Taiwán	-14,1	-3,0	-9,6
Indonesia	-73,9	-70,6	-63,2
Malasia	-32,3	-23,5	-23,6
Filipinas	-31,0	-22,1	-21,8
Tailandia	-37,5	-29,4	-27,1
Argentina	-	12,9	4,7
Brasil	-2,6	10,1	6,6
Chile	-7,9	4,1	1,5
México	-7,1	5,0	7,8
Polonia	-6,4	5,7	3,2
Hungría	-11,5	-	3,9
Turquía	-38,8	-30,8	11,1
Sudáfrica	-9,5	2,2	-2,2

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, mayo de 1998.

^a El signo negativo indica una depreciación de la moneda del país.

^b Tipos de cambio nominales ponderados en función del comercio y deflactados por los índices de precios de consumo.

América Latina a los mercados de la OCDE¹³. En él se tratan de determinar a nivel de seis dígitos del Sistema Armonizado (SA) los productos exportados por cada país latinoamericano a los mercados de la OCDE que también

¹³ Véase R.E. Saez, "Latin American exports to the OECD markets potentially more exposed to the Asian Crisis: A first look" (Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo, 1998), documento mimeografiado.

exporten a esos mercados siete países de Asia (Filipinas, Indonesia, Malasia, la Provincia china de Taiwán, la República de Corea, Singapur y Tailandia). Para cada país latinoamericano, los productos expuestos a la competencia de los países asiáticos se definen como aquellos en los que la proporción de exportaciones de países de Asia respecto de la suma de las importaciones de la OCDE procedentes del país latinoamericano y de los países de Asia es del 10 por ciento como mínimo.

Según ese estudio, alrededor del 58 por ciento de las exportaciones latinoamericanas a los mercados de la OCDE son potencialmente vulnerables a la competencia de Asia por los efectos relativos sobre los precios de las depreciaciones de las monedas (cuadro 19). Las exportaciones con mayor proporción de productos expuestos a la competencia de Asia son las destinadas a Norteamérica y a los países asiáticos de la OCDE (62 por ciento y 71 por ciento, respectivamente). Sin embargo, las exportaciones a ese segundo grupo de países sólo representan alrededor del 9 por ciento de las exportaciones latinoamericanas al conjunto de la OCDE. También varía mucho el grado de exposición de un país latinoamericano a otro: es mayor (más del 60 por ciento) en las economías de menor tamaño (además de en Colombia y en México). De los productos manufacturados, sólo algo menos del 36 por ciento de las exportaciones totales de América Latina a la OCDE (valoradas en 61.000 millones de dólares) están expuestas a la competencia de Asia. El estudio indica que, también en ese caso, las economías más expuestas son las de América Central y el Caribe, como consecuencia de la importante proporción de prendas de vestir, así como de aparatos eléctricos y sus partes en algunos casos.

Cuadro 19

PROPORCIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE AMÉRICA LATINA A PAÍSES DE LA OCDE
POTENCIALMENTE VULNERABLE A LA COMPETENCIA DE ASIA, POR DESTINOS, 1995
(Porcentajes)

<i>Mercado</i>	<i>Proporción expuesta a la competencia</i>	<i>Proporción de las exportaciones de América Latina a la OCDE</i>
Todos los productos		
OCDE (promedio ponderado)	57,8	100,0
<i>del cual:</i>		
Estados Unidos y Canadá	61,7	66,5
Japón y Rep. de Corea	70,7	9,4
Países europeos de la OCDE	41,9	24,1
Manufacturas		
OCDE (promedio ponderado)	35,7	100,0

Fuente: R.E. Saez, "Latin American exporters to the OECD markets potentially more exposed to the Asian Crisis: A first look" (Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo, marzo de 1998) documento mimeografiado.

Nota: Véanse las explicaciones en el texto.

Para examinar la ventaja competitiva proporcionada por las devaluaciones de las monedas de Asia también ha de tenerse en cuenta la intensidad de utilización de importaciones en la producción de las exportaciones de Asia. Existen pocos estudios sistemáticos del contenido en importaciones de las exportaciones de manufacturas de los países¹⁴. En los últimos meses se han formulado diversas estimaciones del

¹⁴ Una excepción importante es un estudio del contenido en importaciones de las exportaciones de la India, que, sobre la base de información detallada a nivel sectorial y de las empresas, determinó que la intensidad global de utilización de importaciones era del 42 por ciento en las exportaciones de manufacturas (es decir, cuero y productos de cuero, prendas de vestir confeccionadas, productos químicos y farmacéuticos, y productos de la industria mecánica), y que la intensidad de utilización de importaciones fue aumentando durante el período examinado (el decenio de 1980) al crecer y diversificarse las exportaciones de manufacturas de la India. Véase Export-Import Bank of India, "How import intensive

contenido en importaciones de las exportaciones de manufacturas de algunos de los países del Asia sudoriental y oriental. Según un estudio, los sectores manufactureros de Indonesia, Tailandia, Malasia y Filipinas utilizan en promedio en su proceso de producción un 30 por ciento de partes, materias primas y equipo importados, y los sectores de la electrónica y del montaje de vehículos de motor derivan de componentes importados del 60 al 90 por ciento del valor de sus exportaciones¹⁵. En otro informe se indica que las exportaciones de Tailandia contienen en promedio un 60 por ciento de componentes y materias primas importados¹⁶.

Como ya se ha señalado, la mejora de la cuenta corriente de los países más afectados por la crisis se debe esencialmente a la reducción de las importaciones y no a un aumento sustancial de las exportaciones. En efecto, como ilustra el gráfico 1, las exportaciones mensuales de Indonesia, la República de Corea, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia desde comienzos de 1997, expresadas en dólares, han tendido a estancarse o aun a disminuir, a diferencia de lo que ocurre si se expresan en las monedas nacionales¹⁷.

La debilidad del crecimiento de las exportaciones puede obedecer a diversas razones relacionadas con la crisis. Habida cuenta de la importante proporción de las exportaciones que se dirige al mercado regional (del 41 por ciento en Filipinas al 57 por ciento en Indonesia), la recesión que persiste y se agrava en la mayoría de los países del Asia sudoriental y oriental constituye un factor importante que afecta negativamente a los resultados de exportación. Además, la disminución del valor (expresado en dólares) de las importaciones de materiales industriales básicos, productos intermedios y equipo manufacturero, unida a la reducción general de las importaciones en la región, está afectando adversamente a las exportaciones basadas en insumos importados. En esa situación han influido probablemente las restricciones de crédito y los elevados tipos de interés resultantes del proceso de reestructuración financiera interna, que han privado a los exportadores, en particular a las empresas pequeñas y medianas, de los recursos necesarios para financiar la expansión de las exportaciones. Además, las depreciaciones han reducido la capacidad de las empresas para obtener capital de los mercados internacionales, por el costo prohibitivo de la devolución de los préstamos. Por último, el estancamiento del valor en dólares de las exportaciones puede deberse en algunos casos a la presión descendente sobre los precios de exportación causada por el exceso de capacidad a nivel mundial en los sectores de la electrónica y los aparatos eléctricos. Por ejemplo, según fuentes del Ministerio de Comercio, Industria y Energía de la República de Corea, la escasa pujanza de las exportaciones de ese país en los últimos meses se debe en parte a la disminución sustancial de los precios de algunos productos de exportación importantes en el primer trimestre de 1998. Los precios de los semiconductores disminuyeron en un 48,6 por ciento, los de los productos electrónicos en un 38,5 por ciento y los de los productos petroquímicos en un 19,5 por ciento¹⁸.

are Indian exports?", Occasional Paper N° 16 (Nueva Delhi, 1991).

¹⁵ Véase "Southeast Asia export challenge", *Oxford Analytica Brief*, 31 de marzo de 1998.

¹⁶ Véase "Asia commercial overview - 17 April 1998", Departamento de Comercio de los Estados Unidos, STAT-USA/Internet Service.

¹⁷ Véase un examen más detallado en T. Komine, "Currency crisis and financial turmoil in Asia: The potential for future growth", Instituto de Investigaciones Económicas, Organismo de Planificación Económica del Japón, marzo de 1998; y J.P. Morgan, "ASEAN export prospects in 1998", Economic Research Note, Singapur, 30 de enero de 1998.

¹⁸ Véase "Exports record negative growth in May", *Korea Times Report Page*, 06/01 (<http://www.korealink.co.kr>).

Gráfico 1

CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE ALGUNAS ECONOMÍAS DE ASIA,
EN LAS MONEDAS NACIONALES Y EN DÓLARES, 1997 Y 1998

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos de Datastream.

E. Repercusiones en los mercados de productos básicos

La rápida expansión de las economías de Asia oriental ha conducido a un incremento sustancial de su demanda de productos básicos. En general, su potencial de importación de esos productos se ha considerado elevado, puesto que inicialmente su consumo inicial de una amplia gama de ellos, como productos alimenticios, materias primas agropecuarias, minerales y metales, era relativamente bajo en comparación con los niveles mundiales. La elevada intensidad de utilización de energía y de materiales en su desarrollo económico contribuyó a incrementar su consumo de materias primas agrícolas, minerales y metales durante los años de rápida expansión económica. La participación de los cinco países de Asia más afectados en el consumo de materias primas agrícolas y minerales se dobló holgadamente de 1984 a 1994 en numerosas categorías de productos (cuadro 20). La participación más elevada correspondió a la República de Corea en todos los casos, salvo en el del algodón, en que el principal consumidor fue Indonesia.

Cuadro 20

**PARTICIPACIÓN DE LOS CINCO PAÍSES DE ASIA MÁS AFECTADOS ^a
EN EL CONSUMO MUNDIAL DE ALGUNOS PRODUCTOS BÁSICOS,
1984 Y 1994
(Porcentajes)**

<i>Producto</i>	<i>1984</i>	<i>1994</i>
Algodón	4,7	7,3
Lana	1,6	4,2
Caucho natural	9,1	15,2
Aluminio (primario)	1,5	5,4
Cobre refinado	2,7	7,4
Plomo (metal)	2,1	8,1
Níquel (en bruto)	0,4	4,5
Estaño (primario)	3,4	11,3
Zinc (metal)	3,9	7,8

Fuente: Base de datos de la UNCTAD.

^a Filipinas, Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia.

La capacidad interna de suministro se rezagó respecto de ese crecimiento de la demanda tanto en el caso de los productos alimenticios y otros productos agropecuarios como en el de los minerales y metales, a pesar de que en los países con potencial geológico se intensificaron las actividades de prospección y puesta en explotación. Por consiguiente, el incremento de la demanda tuvo que satisfacerse en gran medida por medio de importaciones. Por ejemplo, todos los países del Asia oriental importan la mayor parte del algodón y de la lana que utilizan. La República de Corea, cuya dotación de recursos naturales es inferior a la de los otros países, importa prácticamente todo el algodón, el caucho natural, el aluminio y el estaño que utiliza.

A mediados del decenio de 1990, el Asia meridional y oriental, incluida China, absorbía alrededor del 7 por ciento de las exportaciones de alimentos de América Latina y casi el 14 por ciento de sus exportaciones de materias primas agrícolas y el 12 por ciento de sus exportaciones de minerales y metales. El crecimiento de las exportaciones de productos primarios de América Latina a Asia fue relativamente rápido: las exportaciones de alimentos y materias primas agrícolas crecieron en promedio a razón de más de un 10 por ciento anual de 1980 a 1994, y las de minerales y metales a más del 13 por ciento anual (las correspondientes tasas de crecimiento de las exportaciones de América Latina al resto del mundo fueron del 2,5 por ciento, el 4,0 por ciento y el 3,1 por ciento, respectivamente). Asia constituyó asimismo un mercado relativamente importante para África, absorbiendo alrededor del 20 por ciento de las exportaciones de materias primas agrícolas y minerales y metales de esa región. El crecimiento de esas exportaciones (del 13,8 por ciento anual en el caso de las materias primas agrícolas y de más del 16 por ciento en el caso de los minerales y los metales, durante el período 1980-1994) fue muy superior al de las exportaciones totales de África de esos mismos productos (2,1 por ciento y -3,1 por ciento, respectivamente).

El rápido incremento de sus importaciones ha hecho de las economías del Asia oriental y sudoriental, en particular la República de Corea, importantes destinos de exportación de muchos productos básicos. La participación de esos países en las importaciones mundiales es en muchos casos suficientemente importante para que variaciones de su demanda interna influyan considerablemente en los mercados mundiales (cuadro 21). Cuatro de los cinco países más gravemente afectados son también importantes proveedores de varios productos básicos en el mercado mundial (cuadro 22).

Cuadro 21

PARTICIPACIÓN DE LOS CINCO PAÍSES DE ASIA MÁS AFECTADOS ^a EN LAS
IMPORTACIONES MUNDIALES DE MINERALES Y PRODUCTOS BÁSICOS AGROPECUARIOS
(Porcentajes)

<i>Minerales</i>	1996	<i>Productos básicos agropecuarios</i>	1995
Mineral de plomo	10,9	Carne de vacuno	4,6
Plomo (metal)	19,1	Pescado	3,9
Mineral de cobre	12,5	Trigo y harina	9,7
Cobre (refinado)	14,8	Maíz	15,1
Aluminio	10,1	Azúcar	8,6
Mineral de zinc	8,9	Tabaco	6,5
Zinc (metal)	16,6	Cueros y pieles	18,6
Mineral de hierro	9,1	Caucho natural	9,7
Estaño (en bruto)	9,2	Madera, excluida la de coníferas	10,8 ^b
Mineral de manganeso	6,1	Lana	8,4
Ferromanganeso	4,2	Yute y sus productos	2,4 ^b
Níquel (en bruto)	4,4	Algodón	22,5
Petróleo crudo	8,0		

Fuente: Base de datos de la UNCTAD.

^a Filipinas, Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia.

^b 1994.

1. Repercusiones globales

Puesto que las economías del Asia oriental y sudoriental son a la vez exportadoras e importadoras importantes de productos básicos, la crisis de Asia puede afectar a los mercados internacionales de esos productos tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta.

a) Efectos sobre la oferta

En general, los productos básicos de la región tienen una proporción más importante de valor añadido interno que las manufacturas, que dependen en medida mucho mayor de insumos importados. Por consiguiente, el aumento de su competitividad relativa en los mercados mundiales como consecuencia de una devaluación sería en principio mayor que en el caso de las manufacturas. A pesar de esa ventaja, y de la proporción relativamente elevada de las exportaciones mundiales que suministran los países más afectados por la crisis, no se han registrado en los mercados mundiales efectos importantes derivados de un incremento de la producción en esos países, y no es muy probable que se manifiesten en el futuro. Los efectos observados han derivado principalmente de la reducción del consumo interno como consecuencia de la disminución de los ingresos reales o la reducción de la demanda de insumos por las dificultades del sector manufacturero orientado a la exportación. En el caso de los productos importados por esos países, se ha producido una desviación de importantes cantidades hacia otros mercados. En el de los productos de los que son proveedores esos países, han surgido grandes excedentes exportables. Hasta el momento, no parece haber habido un aumento generalizado de la producción de productos básicos; los estudios sobre el mercado se

centran casi exclusivamente en el incremento de la oferta disponible como consecuencia de la reducción del consumo regional.

Por la inevitable demora con que reacciona la demanda de la mayoría de los productos básicos, no es posible aumentar sustancialmente la producción a corto plazo para aprovechar el aumento de oportunidades de obtener beneficios que ofrece la devaluación. Aunque es posible conseguir algún aumento durante el período de producción en curso mediante la aplicación de métodos más intensivos, como determinados métodos de cultivo en la agricultura, el incremento de la utilización de la capacidad en la minería o en la elaboración de productos básicos, o una intensificación de la tala en el sector forestal, la decisión de incrementar sustancialmente la producción exigiría nuevas plantaciones y/o inversiones, por lo que tardaría en reflejarse en la oferta. Dejando aparte los productos de cosecha anual (de los que el arroz es el único que exporta en cantidades importantes la región), aunque las decisiones de inversión se tomaran ahora, tardarían años en manifestarse sus efectos en la producción agrícola y minera. Sin embargo, dado el nivel generalmente bajo de los precios de los productos básicos, y los buenos resultados obtenidos por las manufacturas de la región en el pasado, es poco probable que se vaya a otorgar mayor prioridad al sector de los productos básicos en la asignación de los recursos escasos disponibles para la inversión o que vayan a perturbarse los mercados de productos básicos por un incremento considerable de la producción como resultado de la crisis.

Cuadro 22

PARTICIPACIÓN DE LOS CINCO PAÍSES DE ASIA MÁS AFECTADOS EN LAS EXPORTACIONES MUNDIALES DE ALGUNOS PRODUCTOS BÁSICOS, 1995
(Porcentajes)

<i>Producto</i>	<i>País^a</i>	<i>Proporción</i>
Arroz	Tailandia	26,5
Azúcar	Tailandia	10,8
Café	Indonesia	5,3
Cacao en grano	Indonesia	10,6
Aceite de palma	Indonesia	16,5
	Malasia	67,3
Productos de la pesca	Tailandia	8,6
Caucho natural	Indonesia	28,6
	Malasia	21,9
	Tailandia	35,2
Madera, excluida la de coníferas	Indonesia	19,9 ^b
	Malasia	23,2 ^b
Fibras duras ^c	Filipinas	22,7 ^b
Yute y sus productos	Tailandia	6,0 ^b
Mineral de cobre	Indonesia	17,2
Productos intermedios de níquel	Indonesia	19,6

Fuente: Base de datos de la UNCTAD.

^a Países con una participación de más del 5 por ciento.

^b 1994.

^c Incluidas las manufacturas de fibras duras.

b) Efectos sobre la demanda

Desde el estallido de la crisis, la disminución de las importaciones de productos básicos por parte de los cinco países de Asia más afectados ha sido considerable. Al analizar esa disminución, hay que distinguir entre la reducción de las importaciones destinadas al consumo interno y la de las importaciones de insumos para actividades

orientadas a la exportación. Los países más afectados han reducido su consumo interno y, en la medida de lo posible, sustituido importaciones por productos nacionales. Todas las importaciones de productos alimenticios y de materiales de construcción se destinan esencialmente al consumo interno. En lo que respecta a los productos alimenticios, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos prevé que esos cinco países reduzcan en particular sus importaciones de productos de valor elevado, como los productos hortícolas, las carnes rojas y la carne de pollo, así como los productos elaborados, que son más sensibles a las variaciones de precios y de ingresos que los productos a granel.

En cambio, los metales y las materias primas agrícolas se utilizan principalmente para actividades manufactureras orientadas a la exportación. Las importaciones de esos productos dependerán fundamentalmente de los resultados del sector exportador. Por consiguiente, mientras que cabe suponer que la demanda de importaciones de productos destinados al consumo interno permanecerá a un nivel bajo durante un período relativamente largo, como consecuencia de los cambios en las pautas de consumo y de la sustitución de importaciones por productos nacionales, las importaciones de insumos productivos repuntarán probablemente cuando empiece a registrarse un crecimiento considerable de las exportaciones de productos manufacturados. Puede ocurrir incluso que las importaciones de esos productos, de no mediar problemas financieros, se recuperen antes que las exportaciones, puesto que, ante las dificultades de importación, las empresas han estado recurriendo a sus existencias de materias primas para mantener la producción. Además, para aliviar las dificultades de importación de su sector manufacturero, el Gobierno de la República de Corea ha puesto en el mercado 10.000 toneladas de cobre, 2.200 toneladas de plomo, 700 toneladas de estaño y 700 toneladas de níquel de sus reservas, y ha reducido en un 10 por ciento la cantidad de petróleo crudo que han de almacenar obligatoriamente las refinerías, con el fin de permitir la utilización parcial de esas reservas estratégicas durante la crisis¹⁹. Una vez se agote el margen de maniobra otorgado por esas medidas, las importaciones tendrán que aumentar aunque no lo hagan la producción ni las exportaciones.

c) *Financiación de las importaciones de productos básicos*

Para estimular el crecimiento de las importaciones es fundamental resolver el problema de su financiación, cuya importancia ilustra una comparación entre los sectores textiles de Indonesia y la República de Corea. Mientras en Indonesia los problemas de financiación han causado una escasez de materias primas que ha redundado en una reducción del 35 por ciento de los ingresos de exportación de textiles²⁰, en la República de Corea una importante empresa de exportación de textiles, Samsung, cuya situación financiera es más desahogada, prevé aumentar sus ingresos de exportación en un 30 por ciento²¹.

Se ha tenido noticia de diversas medidas de asistencia por parte de países industrializados para aliviar los problemas de financiación de las importaciones de los cinco países de Asia más afectados. Se ha informado de que, además de las aportaciones generales a los programas de ayuda, se ha destinado alguna asistencia financiera a la finalidad específica de ayudar a esos países a obtener las importaciones de materias primas necesarias. En la mayoría de los casos, la finalidad es apoyar a las importaciones de productos procedentes de los países que proporcionan la asistencia financiera. Por ejemplo, los Estados Unidos han puesto a disposición de la República de Corea y otros países de Asia garantías de crédito a la exportación por valor de 2.100 millones de dólares con el fin de permitirles comprar productos agropecuarios en los Estados Unidos. Se ha asignado a la República de Corea un total de 1.000 millones de dólares para la importación de cereales y carne²², y se proporcionarán 460 millones de

¹⁹ "Asian crisis hammers industrial price index; cotton, copper scrap, rubber take a beating worldwide", *Journal of Commerce* (Seúl), 15 de enero de 1998.

²⁰ "Textile export earnings seen to drop about 35%", *Jakarta Post*, 5 de marzo de 1998.

²¹ "Exports play a leading role", *Business Korea*, marzo de 1998.

²² "USDA undersecretary touts IMF backing", *Fresno Bee*, 19 de marzo de 1998.

dólares como garantía de cartas de crédito indonesias para la importación de materias primas tales como algodón para industrias de exportación, así como otros productos básicos para el consumo interno, como maíz, cereales, harina, carne, arroz y habas de soja. Australia proporciona asimismo garantías de cartas de crédito para la compra de productos australianos tales como algodón, carne, productos lácteos, azúcar y aluminio, cuyas importaciones en Indonesia se han visto entorpecidas por problemas financieros. Alemania ha proporcionado 250 millones de marcos en garantías de crédito a la exportación a pequeñas y medianas empresas indonesias que encuentran dificultades para importar materias primas²³. Esas medidas aumentarán probablemente la participación de los países que proporcionan el apoyo financiero en el comercio con la región, en detrimento de otros proveedores de productos básicos, en particular países en desarrollo.

d) *Posible liberalización del comercio en los cinco países de Asia más afectados*

Un factor relacionado con la crisis que puede afectar al comercio de productos agropecuarios son las condiciones de liberalización del comercio impuestas por el FMI a los países de la región. A ese respecto, se informa de que la República de Corea se propone eliminar el régimen restrictivo de licencias de importación para diversos productos, como la harina de maíz, los copos de soja y los cacahuets. También eliminará subvenciones comerciales, reduciendo el apoyo a los precios del arroz y la carne de vacuno y el número de productos agropecuarios sujetos a contingentes arancelarios.

Se informa asimismo de que Indonesia planea eliminar los monopolios de importación y distribución del trigo y la harina de trigo, las habas de soja, el azúcar y el ajo. Además, eliminará gradualmente todas las restricciones cuantitativas y otros obstáculos no arancelarios, salvo los justificados con arreglo a las normas de la OMC, reduciendo los aranceles aplicados a la mayoría de los productos alimenticios importados del 20-40 por ciento al 5 por ciento, y aboliendo algunas prescripciones en materia de contenido nacional que desalientan las importaciones de productos agrícolas. También se informa de que Tailandia se propone eliminar los aranceles aplicados a diversos productos agropecuarios, adoptar procedimientos armonizados en materia de licencias de importación, y establecer procedimientos de valoración en aduana más transparentes.

e) *¿Es probable un aumento de las exportaciones de productos básicos de los cinco países de Asia más afectados?*

Teniendo en cuenta el papel que ha de desempeñar el sector de los productos básicos en la recuperación de la región, hay razones para pensar que los países de la región no otorgarán al objetivo de incrementar sus exportaciones de productos básicos la importancia que se le otorgó durante la crisis de la deuda del decenio de 1980, en que aumentaron sustancialmente las exportaciones de productos básicos de los países con problemas de endeudamiento. En los países sin una base manufacturera comparable a la de los del Asia oriental y sudoriental, las exportaciones de productos básicos suelen ser mucho más fáciles de aumentar que las de manufacturas. Sin embargo, cuando existe un importante exceso de capacidad en el sector manufacturero, la necesidad de incrementar las exportaciones de productos básicos resulta menos perentoria. Por consiguiente, no es probable que aumente sustancialmente la oferta en los mercados de productos básicos como consecuencia de la crisis. Según ciertas informaciones, el Gobierno de Malasia se propone, como reacción a la crisis, "explotar en medida creciente el sector de los productos básicos"²⁴, pero el objetivo de esa política no es tanto incrementar las exportaciones de los productos básicos tradicionales como reducir la vulnerabilidad del país tanto por el lado de las exportaciones como por el de las importaciones. Además, a la luz de los datos recientes sobre las importaciones de materias primas, que

²³ "Trading partners agree to give credit guarantees", *Jakarta Post*, 20 de febrero de 1998.

²⁴ "Need to fully tap potential of commodities sector", *Business Times*, 29 de enero de 1998.

no indican un incremento de las compras, hay razones para pensar que, de registrarse una recuperación de las exportaciones de Asia en 1998, será débil²⁵.

2. Evolución reciente de los precios de los productos básicos y consecuencias para los países en desarrollo

En el cuadro 23 puede verse cómo han evolucionado desde el comienzo de la crisis los precios mensuales de los productos de mayor importancia como exportaciones de países en desarrollo. De mediados de 1997 a abril de 1998, el precio del petróleo disminuyó en un 25 por ciento, mientras que los precios de los demás productos básicos registraron una disminución general de más del 10 por ciento, aunque la baja fue más prolongada en el caso de las materias primas agrícolas y los metales que en el de los productos alimenticios y las bebidas. Bajaron, a veces considerablemente, los precios de muchos productos básicos, que en conjunto representaban alrededor de la tercera parte de las exportaciones de productos primarios diferentes del petróleo de los países en desarrollo. Naturalmente, a ello contribuyeron otros factores además de la crisis²⁶. Sin embargo, no cabe duda de que los precios de las materias primas agrícolas, la madera, los metales (en particular el cobre y el níquel), y, en medida algo menor, los productos energéticos, se vieron negativamente afectados por el debilitamiento de la demanda causado por la crisis²⁷. La caída de los precios fue una tendencia muy generalizada que afectó tanto a productos agrícolas como a metales. Sin embargo, los precios de los productos agrícolas parecían haberse estabilizado, aunque a niveles inferiores a los de mediados de 1997, mientras que los de la mayoría de los metales y el del petróleo seguían disminuyendo en abril de 1998.

Cuadro 23

VARIACIONES DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS MENSUALES DE ALGUNOS PRODUCTOS PRIMARIOS, JUNIO DE 1997 - ABRIL DE 1998

<i>Producto</i>	<i>Variación porcentual</i>	<i>Producto</i>	<i>Variación porcentual</i>
Bebidas tropicales	-19,3	Yute	-21,2
Productos alimenticios	-6,7	Cueros y pieles	-8,1
Azúcar	-17,7		
Trigo	-10,1	Minerales y metales	-17,3
Maíz	-9,3	Cobre	-31,1
		Níquel	-23,6
Caucho natural	-32,9	Zinc	-19,0
Maderas tropicales aserradas	-32,7	Plomo	-7,0
Madera contrachapada	-27,7	Aluminio	-9,5
Lana	-31,8	Petróleo crudo	-24,6
Algodón	-14,8		

Fuente: UNCTAD, *Boletín mensual de precios de productos básicos*, mayo de 1998.

²⁵ "East Asia's export surge fails to materialize, raising doubts about a recovery", *International Herald Tribune*, 13 de abril de 1998.

²⁶ Excepto en el caso de los productos afectados por condiciones meteorológicas adversas, la baja de los precios de los productos básicos se debe probablemente a una combinación de factores: los efectos del ciclo económico mundial (que reflejan en gran medida la desaceleración industrial y la crisis de Asia), la apreciación del dólar (que tiende a reducir los precios de los productos expresados en dólares) y factores relacionados con la oferta (en particular la puesta en funcionamiento de nuevas instalaciones de elaboración de metales no ferrosos).

²⁷ Véase FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, mayo de 1998, anexo II.

Las mayores repercusiones sobre los precios en el mercado mundial han correspondido a productos de los que la región es consumidora y productora importante (cuadro 23). En efecto, los precios que más han bajado han sido los de los productos forestales, como la madera y el caucho. Es posible que a esa situación haya contribuido algún aumento de la producción, aunque, como ya se ha señalado, las informaciones de que se dispone sobre el mercado indican que el factor principal ha sido la contracción de la demanda. No es probable que como resultado de la crisis se registren cambios importantes a corto plazo en los mercados mundiales de productos tales como el café y el cacao, que algunos de los cinco países más afectados producen principalmente para la exportación, pero de los que no son consumidores importantes. La mayor parte del producto se exporta en cualquier caso, y no puede obtenerse rápidamente un incremento importante de la producción. Por consiguiente, no hay razón para que los exportadores acepten precios inferiores a los actuales precios mundiales. Los productores y exportadores de esos países obtendrán beneficios extraordinarios en las monedas nacionales.

Un caso interesante es el del aceite de palma. Cerca del 90 por ciento de las exportaciones mundiales proceden de los cinco países de Asia más afectados, que son también importantes consumidores del producto. No habría sido extraño, pues, que en su mercado internacional se registrara un exceso de oferta como resultado a la vez del incremento de la producción y la disminución del consumo interno. Sin embargo, después de que Indonesia prohibiera todas las exportaciones de aceite de palma y sus productos, los precios aumentaron en vez de disminuir (véase el anexo).

Los precios de otros productos primarios han disminuido sustancialmente desde junio de 1997. En el cuadro 24 figuran estimaciones de las pérdidas de ingresos de exportación que se registrarán en 1998 como resultado de esas bajas de precios, y su repercusión en el PIB de algunos países que obtienen de los productos correspondientes una proporción importante de sus ingresos de exportación. Suponiendo que los volúmenes exportados de esos productos permanezcan al nivel del año anterior, lo que constituye probablemente una hipótesis excesivamente optimista, las bajadas de precios ocasionarían pérdidas de ingresos de exportación de hasta la cuarta parte (en el caso de Zambia) e incluso equivalentes a algo más del 12 por ciento del PIB (en el caso de las Islas Salomón). Otros países cuyas economías se verán sin duda gravemente afectadas por las caídas de los precios de los productos básicos son Camboya y Swazilandia (madera), y Cuba y Guatemala (azúcar).

Los precios del petróleo han bajado marcadamente desde el comienzo de la crisis de Asia, afectando en particular a los ingresos de exportación y al PIB de los países exportadores de petróleo. Por ejemplo, los ingresos de exportación de Angola podrían disminuir por esa razón en una cuarta parte, y su PIB en casi un 20 por ciento.

Recapitulando, la disminución del consumo efectivo de productos básicos por los cinco países de Asia más afectados, ya sea directamente, como en el caso de los productos alimenticios, o indirectamente, como en el de los insumos industriales y materiales de construcción, es la principal vía por la que se han manifestado y seguirán manifestándose los efectos de la crisis de Asia en los mercados de productos básicos. El aumento de la producción por esos países de un número limitado de productos también ha afectado directamente a los mercados de productos básicos. En la medida en que la crisis afecte a los niveles de ingreso y de consumo de otros países, surgirán también repercusiones indirectas que, sin embargo, es posible que no sean muy importantes, puesto que se estima que los efectos de contagio en los países industriales que constituyen los principales mercados de productos básicos no serán muy graves, y la relación entre los precios de la mayor parte de los productos básicos, excepto las materias primas industriales, y el crecimiento del PIB en los países industrializados es relativamente tenue. No obstante, los precios de los productos básicos han disminuido, en muchos casos sustancialmente, desde junio de 1997, con importantes consecuencias para los países en desarrollo exportadores.

Cuadro 24

DISMINUCIONES ESTIMADAS ^a DE LOS INGRESOS DE EXPORTACIÓN DE ALGUNOS PAÍSES EN DESARROLLO EN 1998 COMO CONSECUENCIA DE BAJAS DE PRECIOS, POR PAÍSES Y PRODUCTOS

<i>País y producto</i>	<i>Disminución como porcentaje de</i>				
	<i>Ingresos de exportación</i>	<i>PIB</i>	<i>País y producto</i>	<i>Ingresos de exportación</i>	<i>PIB</i>
<i>Productos distintos del petróleo</i>			<i>Petróleo</i>		
Chile: cobre	9,9	2,6	Angola	24,8	18,3
Gabón: madera	4,6	2,8	Argelia	12,4	3,4
Ghana: aluminio	1,4	0,4	Bahrein	16,2	16,2
Guinea Ecuatorial: madera	2,5	1,4	Camerún	8,1	2,1
Indonesia: madera contrachapada	3,3	0,8	Colombia	3,5	0,5
Islas Salomón: madera	22,4	12,1	Ecuador	8,4	2,4
Jamaica: alúmina	4,0	2,8	Egipto	5,9	1,2
Kazajstán: cobre	5,1	1,8	Emiratos Árabes Unidos	18,9	14,0
Mongolia: cobre	10,2	5,7	Gabón	21,1	12,9
Myanmar: madera	12,0	-	Indonesia	3,2	0,8
Papua Nueva Guinea: cobre	6,1	3,7	Kuwait	25,4	13,6
Papua Nueva Guinea: madera	6,6	4,4	México	2,7	6,8
Paraguay: algodón	3,8	1,3	Nigeria	24,3	3,9
Perú: cobre	6,7	0,7	Omán	20,8	10,2
República Democrática Popular Lao: madera	2,3	0,3	República Árabe Siria	16,5	3,8
República Unida de Tanzania: algodón	2,7	0,8	República Islámica del Irán	21,9	6,6
Sudán: algodón	4,8	0,2	Trinidad y Tabago	12,2	4,8
Togo: algodón	2,3	0,7	Venezuela	20,3	5,5
Zambia: cobre	25,5	8,5			

Fuente: Base de datos de la UNCTAD.

^a Suponiendo que se mantengan los volúmenes de exportación de 1997.

F. Conclusiones

El análisis que antecede de las repercusiones de la crisis de Asia en el comercio de los países en desarrollo tiene necesariamente un carácter provisional, por dos razones. En primer lugar, la crisis no ha pasado, y pueden tardar en manifestarse plenamente todos sus efectos. En segundo lugar, muchos datos estadísticos pertinentes (por ejemplo, los relativos a las importaciones y exportaciones por interlocutores comerciales y grupos de productos) se divulgan con una demora de varios meses o incluso un año, y no son necesariamente comparables. No obstante, la información actualmente disponible permite formular algunas conclusiones.

Los efectos iniciales de la crisis de Asia en el comercio de los países en desarrollo se manifiestan principalmente en la reducción de la demanda de sus exportaciones al Asia oriental y sudoriental y la baja de los precios mundiales de los productos básicos como consecuencia de la recesión en esa región. La medida en que se

ha visto afectado cada país depende de la importancia relativa de sus exportaciones al Asia oriental y sudoriental²⁸, así como de si el país en cuestión es exportador neto de productos cuyo precio ha disminuido considerablemente, como es el caso de los metales no ferrosos, la madera, el caucho y el petróleo. Por el momento no está claro si las considerables depreciaciones nominales de las monedas de la región han alterado en medida importante su competitividad internacional fuera de la región. Los datos disponibles tampoco revelan por el momento un incremento importante de las exportaciones. También se desconoce en qué medida las devaluaciones pueden estar generando presiones competitivas en terceros mercados que afecten a otros países en desarrollo exportadores.

Las posibilidades de que las economías del Asia oriental y sudoriental afectadas por la crisis experimenten una recuperación impulsada por las exportaciones están limitadas por el relativamente elevado contenido en importaciones de sus productos de exportación (como los del sector de la electrónica), que contrarresta en medida importante la ventaja competitiva derivada de las depreciaciones nominales de las monedas. Además, el aumento de las exportaciones depende de la disponibilidad de medios de financiación para la compra de materias primas y partes, así como para la comercialización de los productos en los mercados exteriores.

Por último, al registrarse una contracción de la demanda interna en muchos países del Asia oriental y sudoriental al mismo tiempo, podría resultar necesario un aumento de las exportaciones netas del conjunto de la región para restablecer las tasas de crecimiento anteriores a la crisis. Ello causaría graves tensiones en el sistema internacional de comercio. Ya se alzan cada vez más voces que propugnan medidas de protección, y en algunos casos es probable que se recurra a procedimientos antidumping. Esas medidas tienen un carácter discriminatorio. Una alternativa sería el recurso a los procedimientos previstos en el Acuerdo sobre Salvaguardias de la OMC, que en principio tendrían que aplicarse con arreglo al principio de la nación más favorecida. Sin embargo, el recurso frecuente a su disposición de "modulación de contingentes" podría socavar el Acuerdo, que fue uno de los resultados más positivos de la Ronda Uruguay. Desde un punto de vista más general, existe el peligro de que el concepto de equilibrio y de ventaja mutua en que se basa el sistema de la OMC quede debilitado si la condicionalidad de la asistencia para hacer frente a las crisis se traduce en la exigencia de concesiones comerciales unilaterales.

La existencia de mercados abiertos y la continuación del crecimiento del comercio mundial serán factores cruciales para superar la crisis. En ese contexto, es fundamental que se mantenga el impulso hacia una creciente liberalización del comercio de los productos de interés para los países en desarrollo, y que se preste atención prioritaria en la labor preparatoria de la tercera Conferencia Ministerial de la OMC. El recurso a medidas correctivas discriminatorias, como derechos antidumping, debe ser objeto de creciente vigilancia. Además, debe estudiarse la posibilidad de que los países afectados puedan acogerse a una prórroga de las disposiciones de trato diferencial y más favorable de los acuerdos de la OMC, en particular del Acuerdo sobre Subvenciones y Medidas Compensatorias.

²⁸ Los países en que las proporción de las exportaciones a la región es particularmente elevada son Chile, el Perú y el Ecuador en América Latina; Zambia, la República Unida de Tanzania, el Congo y Sudáfrica en África; la Arabia Saudita en el Asia occidental; y los propios países de la región.

UNCTAD/TDR/1998 (Vol.II)
7 de agosto de 1998

ESPAÑOL
Original: INGLÉS

INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO, 1998

Informe de la secretaría de la Conferencia de las Naciones Unidas
sobre Comercio y Desarrollo

UNCTAD/TDR/1998		Prólogo Índice Notas explicativas Siglas y abreviaturas Panorama general
UNCTAD/TDR/1998 (Vol.I)	Primera parte Capítulo I Capítulo II Anexo del capítulo II	La inestabilidad internacional y la economía mundial La economía mundial: resultados y perspectivas Consecuencias para el comercio de la crisis del Asia oriental Repercusiones de la crisis de Asia en productos específicos
UNCTAD/TDR/1998 (Vol.II)	Capítulo III Anexo del capítulo III Capítulo IV	La inestabilidad internacional y la crisis del Asia oriental Tres episodios de crisis financiera posteriores a Bretton Woods La gestión y prevención de las crisis financieras

UNCTAD/TDR/1998 (Vol.III)	Segunda parte Introducción Capítulo I Capítulo II	El desarrollo de Africa en una perspectiva comparativa Crecimiento y desarrollo en Africa La función, la estructura y el rendimiento de la agricultura
UNCTAD/TDR/1998 (Vol. IV)	Capítulo III Capítulo IV Capítulo V	Las políticas, los precios y la producción agrícolas El comercio, la acumulación y la industria Tareas planteadas y reforma institucional

Capítulo III

LA INESTABILIDAD FINANCIERA INTERNACIONAL Y LA CRISIS DEL ASIA ORIENTAL

A. Introducción

En menos de un año desde mediados de 1997 las economías del Asia oriental han pasado de ser el ejemplo más logrado de desarrollo de la historia moderna al estancamiento y el declive económicos. Las tasas de crecimiento que habían sido por término medio del 8 al 10% anual durante muchos años han pasado a ser negativas, unas economías que habían gozado de un empleo en todo momento elevado y registrado penurias laborales ahora sufren un desempleo grande y en rápido aumento, y los activos de los mercados bursátiles que habían dirigido la diversificación global hacia los mercados emergentes han perdido la mitad de su valor o más. En mucho menos tiempo de lo que tardó el desplome de las bolsas de 1929 en convertirse en la Gran Depresión del decenio de 1930, las economías asiáticas que se mostraban antaño como ejemplo de una política económica prudente y sostenible se han transformado, en el sentir de muchos, de "milagros" económicos en sistemas estructuralmente inestables incapaces de formular su propia política económica y que han sido colocados bajo la tutela del FMI. Nunca las perspectivas económicas de un grupo tan grande de economías cambiaron tan radicalmente y con tanta rapidez.

El telón se levantó sobre el primer acto de la crisis del Asia oriental a principios de julio de 1997, cuando el Banco de Tailandia retiró su apoyo al baht, dejando que se moviera fuera de la banda de cambio con el dólar, medida ésta seguida pronto por los demás países de la región. No obstante, en lugar de crear expectativas de una mejor competitividad y de un ajuste de pagos necesario para sostener el crecimiento rápido, el paso a unos tipos de cambio flotantes desencadenó unas salidas masivas de capital en toda la región, impulsando a la baja los precios de acciones y obligaciones y las monedas hasta unos mínimos sin precedentes. Cuando el ajuste del tipo de cambio se transformó en una virulenta enfermedad que infectó a la región entera con pánico financiero se produjeron unos perjuicios económicos asociados por lo común a guerras o catástrofes naturales.

Una explicación popular de la crisis pone el acento en la reacción de los mercados de divisas y de valores ante el desequilibrio en los pagos y el debilitamiento de los indicadores económicos fundamentales. Entre los factores que han contribuido a la crisis uno de los que se citan más corrientemente es una reglamentación y supervisión laxas del sistema financiero. Se considera que esto, junto con unas garantías estatales implícitas, ha suscitado riesgo moral y producido un endeudamiento exterior excesivo. Además, la mucha intervención pública en la adopción de decisiones económicas creó corrupción y amiguismo que distorsionaron aún más la estructura de los incentivos y redujo la eficiencia de las inversiones.

Si bien este diagnóstico contiene algunos elementos de verdad, no brinda una explicación satisfactoria de por qué el pánico irrumpió cuando lo hizo, o de dónde se produjo, o de por qué se extendió a toda la región. Aún más importante es que esta explicación de la crisis se basa en características específicas de los sistemas económicos de la región e ignora las analogías con las crisis de economías desarrolladas y en desarrollo organizadas en sistemas socioeconómicos bastante diferentes. A decir verdad, la inestabilidad financiera se ha dado con frecuencia cada vez mayor desde finales del decenio de 1970, como pusieron de manifiesto la crisis bancaria y de la deuda en el Cono Sur de Sudamérica, la crisis latinoamericana de la deuda del decenio de 1980, la crisis bancaria e inmobiliaria de los Estados Unidos que duró más de una década desde poco antes de 1980, y las grandes caídas de las cotizaciones de los mercados bursátiles de todo el mundo en 1987 y 1989. A pesar de la mayor presencia de políticas macroeconómicas adecuadas y de una mayor estabilidad de los precios en el decenio de 1990, se han registrado crisis de los sistemas financieros en intervalos aproximadamente de dos años: la crisis monetaria del Sistema Monetario

Europeo (SME) de 1992 fue seguida de la crisis mexicana de 1994, y la crisis mexicana de la crisis del Asia oriental de 1997. Esta última, a pesar de sus rasgos propios, resulta formar así parte de lo que se ha convertido en una característica endémica de la economía globalizada.

En este capítulo se intenta explicar la crisis del Asia oriental en el contexto de una mayor inestabilidad financiera sistémica en el mundo. La sección B examina diversos elementos que han caracterizado a las crisis financieras desde 1970. En la sección C se hace un análisis de los factores que crearon vulnerabilidad financiera en el Asia oriental como preludio de la crisis, y una evaluación de los factores básicos que se difundieron por toda la región y en el plano mundial. Como se dispone de información clara de que la respuesta de la política económica a la crisis ha contribuido a agravarla, en la sección D se analiza este aspecto, mientras que en la E se exponen las consecuencias sociales de la crisis. El capítulo concluye con un breve examen de las implicaciones generales de la crisis para el modelo de desarrollo económico del Asia oriental.

B. Anatomía de las crisis en el período posterior a Bretton Woods

Desde el colapso del sistema de Bretton Woods la creciente movilidad global del capital ha ido acompañada de una mayor frecuencia de las crisis financieras en los países tanto desarrollados como en desarrollo. Esas crisis han revestido formas diversas: crisis financieras nacionales que afectan al sector bancario o al mercado financiero o a ambos a la vez, perturbaciones monetarias y crisis de la deuda exterior. La experiencia muestra que en los países en desarrollo las crisis financieras internas a menudo se traducen en conmociones monetarias, dificultades de pagos e incluso crisis de la deuda exterior. Del mismo modo, el cambio de signo de las corrientes externas de capital o los ataques a las monedas casi siempre amenazan a la estabilidad financiera interna de los países en desarrollo. En cambio, las perturbaciones monetarias en los países industriales no se suelen extender a los mercados financieros nacionales ni los desórdenes financieros internos conducen necesariamente a crisis monetarias y de pagos. El endeudamiento exterior, juntamente con la dolarización de las economías del Sur, explica en buena parte esa diferencia.

En el anexo a este capítulo se resumen los rasgos más sobresalientes de tres episodios de crisis en la era posterior a Bretton Woods: unas crisis monetaria, una crisis bancaria y una crisis que combinó inestabilidad financiera interna y externa, con dificultades en este último caso en el servicio de la deuda. En la primera – la crisis del SME de 1992 – hubo perturbaciones apreciables en los mercados monetarios, sin que tal cosa, sin embargo, amenazara al sistema bancario y financiero de los países afectados. En el segundo episodio – la crisis bancaria e inmobiliaria de los Estados Unidos – las principales dificultades se produjeron en el sistema financiero interno, pero no provocaron inestabilidad monetaria. Ni tampoco lo hicieron el desplome de los mercados bursátiles de 1987 y 1989 y el hundimiento del mercado de bonos de 1994. En estos tres casos sin excepción las dificultades se limitaron a los mercados financieros, con pocas repercusiones en la estabilidad de los sistemas bancarios. El tercer episodio – la crisis del Cono Sur de finales del decenio de 1970 y principios del de 1980 - presentó rasgos similares a los de la reciente crisis del Asia oriental: combinó inestabilidad interna y externa, suscitándose las consiguientes dificultades en el servicio de la deuda exterior. En ambos casos, y en contraste con la crisis mexicana de 1994 y la crisis de la deuda latinoamericana del decenio de 1980, la acumulación del endeudamiento exterior tuvo lugar casi completamente en el sector privado.

Si bien cada episodio tiene sus propias características, varios rasgos comunes han marcado la historia de las crisis posteriores a Bretton Woods. En primer lugar, muchas de ellas han ido precedidas de una liberalización de la economía, concretamente del sector financiero. En particular, la desregulación financiera y la liberalización de la cuenta de capital parecen ser el mejor augurio de las crisis de los países en desarrollo. En segundo término, todos los episodios de inestabilidad monetaria se han iniciado con un pronunciado incremento de las entradas de capital seguido de unas salidas igualmente grandes. Tales altibajos en esas corrientes guardan relación con los cambios de la política económica interna o externa que producen grandes divergencias en las condiciones financieras nacionales en comparación con las del resto del mundo. Esas divergencias se reflejan frecuentemente en unos diferenciales de

los tipos de interés y unas expectativas de plusvalías. Los cambios de signo de las corrientes de capital van asociados a menudo, pero no siempre, a un deterioro de las condiciones macroeconómicas del país receptor. Sin embargo, tal deterioro obedece frecuentemente a los efectos de las propias entradas de capital, así como a acontecimientos externos, más bien que a cambios en la política macroeconómica interna. Por último, las crisis financieras tienden a relacionarse más estrechamente con ciertos tipos de corrientes financieras y ciertas clases de prestatarios y prestamistas que con otros. No obstante, las condiciones en las que esas crisis se han producido han sido más bien diversas en lo que atañe a tipos de corrientes financieras, y a prestatarios y prestamistas.

1. Liberalización y arbitraje internacional

La liberalización, los diferenciales de los tipos de interés y la estabilidad del tipo de cambio nominal son los principales factores que atraen al capital. La rápida liberalización suele crear expectativas de mejora de los indicadores económicos fundamentales y de grandes ganancias de capital, y hace que se piense que se corren pocos riesgos. Los diferenciales de los tipos de interés brindan un fuerte incentivo a las empresas y bancos nacionales para que reduzcan el costo de su financiación endeudándose en el extranjero (arbitraje de los tipos de interés), al mismo tiempo que permiten a los inversores foráneos acrecer la rentabilidad de su capital diversificando sus carteras y prestando en los países en desarrollo. Esos diferenciales se deben al factor riesgo pero también pueden achacarse a las tasas de inflación o a las distintas políticas monetarias. En condiciones de tipos de cambio generalmente estables, tanto prestamistas como prestatarios tienden a aceptar fácilmente riesgos sustanciales en materia cambiaria. Esto es particularmente cierto en el caso de los prestatarios locales de economías que se hayan desregulado recientemente, que no siempre son plenamente conscientes de los riesgos que entraña endeudarse en moneda extranjera. En casi todos los casos la estabilidad del tipo de cambio forma parte de la política económica. Las propias entradas de capital a menudo refuerzan las expectativas existentes en el mercado en lo que atañe a los riesgos cambiarios, conduciendo a una apreciación.

A decir verdad, la existencia de corrientes de arbitraje muy cuantiosas que se aprovechan de los grandes diferenciales en los tipos de interés parece ser un elemento importante de todas las crisis monetarias del período posterior a Bretton Woods. En el Cono Sur, la decisión de remover los controles a las entradas de capital en una situación de política monetaria restrictiva, unida a la introducción de un tipo de cambio fijo, produjo unas entradas masivas. En la crisis latinoamericana de la deuda fue la combinación de un exceso de liquidez global, unos tipos de interés internacionales relativamente bajos y la ausencia de oportunidades rentables a la inversión en los países industriales a raíz de la crisis del petróleo lo que fomentó los préstamos a los países en desarrollo. En la crisis de 1992 del SME, también los diferenciales de los tipos de interés desempeñaron un papel importante - tipos altos en Italia y en el Reino Unido en relación con los de Alemania y los Estados Unidos - y trajeron fondos de arbitraje, alentados por la decisión italiana de levantar todos los controles que se seguían aplicando a las corrientes de capital y de adoptar la banda estrecha cambiaria del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC). En la génesis de la crisis mexicana de 1994, las corrientes obedecieron a una política de bajos tipos de interés en los Estados Unidos introducida para hacer frente a la deflación de deuda y a una política de estabilización del tipo de cambio en México, acompañada de una privatización generalizada y de un auge especulativo en los mercados de acciones y obligaciones. La crisis del Asia oriental tuvo sus orígenes en el mismo período, cuando unos tipos bajos en los Estados Unidos indujeron a los inversores a buscar mayor rentabilidad en mercados emergentes. Las elevadas tasas de crecimiento y los altos tipos de interés en el Asia oriental, juntamente con los problemas de los mercados latinoamericanos, produjeron grandes diferenciales cuya fuerte atracción no pudieron resistir los inversores internacionales. Estos se vieron alentados por una experiencia de 10 años de vinculación de las monedas que producía fluctuaciones no superiores al 10% en los tipos de cambio respecto del dólar.

En su concepto tradicional, el arbitraje no es permanente y acaba siendo eliminado al llevarse a cabo. No obstante, las corrientes internacionales de arbitraje de los tipos de interés tienden a reforzarse entre sí más bien que a eliminarse, haciendo más difícil mantener la política económica interna. Si no se esterilizan, conducen a una apreciación de la moneda, reforzando con ello las corrientes de capital y empeorando los pagos exteriores. La esterilización incrementa en primer lugar las reservas nacionales, dando la impresión de un fuerte respaldo del tipo

de cambio. No obstante, requiere emitir deuda interna, ejerciendo así una presión al alza sobre los tipos de interés, intensificando el diferencial de los tipos de interés y atrayendo todavía más corrientes de arbitraje. También, la esterilización mediante deuda interna con altos tipos de interés puede generar déficit fiscales. De esta suerte, si no hay controles, las entradas de capital suelen redundar en una combinación insostenible de apreciación del tipo de cambio real, mayores déficit exteriores o mayor déficit fiscal o ambas cosas a la vez.

2. Naturaleza de las corrientes financieras

Un factor que difiere apreciablemente en las diversas experiencias de crisis de la era posterior a Bretton Woods es la forma de las entradas de capital. En el Cono Sur revistió sobre todo la forma de préstamos de bancos extranjeros, y antes de la crisis latinoamericana de la deuda los préstamos sindicados de los bancos evolucionaron para atender a la necesidad de reciclar los excedentes de los productores de petróleo. A raíz de la crisis de la deuda de 1982, los préstamos bancarios prácticamente desaparecieron, para ser sustituidos por la emisión de bonos. Este proceso se inició con la emisión de bonos Brady y luego se recurrió a emisiones soberanas para pagar la deuda exterior pendiente. En la crisis mexicana las entradas fueron fundamentalmente inversión en cartera en acciones y obligaciones y deuda pública, todas ellas expresadas en pesos¹. La crisis asiática representa la vuelta a los préstamos bancarios internacionales, con una elevada proporción de créditos a corto plazo. Así, la forma del crédito ha descrito un círculo completo, desde préstamos de cada banco por separado a préstamos bancarios sindicados, a bonos soberanos y a corrientes de inversión en cartera, con un retorno a los préstamos bancarios. Los países asiáticos inicialmente tenían una proporción relativamente elevada de corrientes de inversión directa, y desde la crisis mexicana esos flujos a América Latina han aumentado sustancialmente.

De modo parecido, el vencimiento de la financiación ha ido desde un corto plazo predominante, pasando por un plazo mediano (algunos préstamos sindicados tenían vencimiento de hasta 10 años), hasta el largo plazo (bonos y acciones y obligaciones), con una vuelta al corto plazo. Los tipos de interés aplicados a los préstamos han sido tanto fijos como flotantes. Sin embargo, a pesar de esas diferencias en la forma, vencimiento y condiciones de los préstamos, existe un factor constante, a saber, la extrema volatilidad de las corrientes financieras en períodos de crisis. La divergencia en la forma de las corrientes recibidas por un país no parece haber constituido una diferencia sustancial en lo que atañe a las repercusiones de esas corrientes sobre las condiciones nacionales y a su cambio de signo posterior.

También existe variabilidad entre los prestamistas de fondos. En la crisis del Cono Sur eran principalmente bancos privados y empresas, al igual que en el Asia oriental. Aunque se sugiere a menudo que la crisis latinoamericana de la deuda de 1982 fue diferente al predominar prestatarios soberanos, tal afirmación no es del todo correcta. La preponderancia de los préstamos con garantía soberana se produjo sólo después de que la crisis se hubiera desencadenado y se estuviera ya intentando reestructurar la deuda². La solución de la crisis se acabó así logrando por los bancos en conjunción con los gobiernos, y la discusión sobre el reescalamiento de los préstamos se hizo entre esas mismas dos partes.

¹ No obstante, cuando el capital extranjero empezó a salir, los cetes denominados en pesos se convirtieron en tesobonos indicados en dólares.

² Los préstamos fueron casi en su totalidad sindicados, de los que el 53% se organizaron por bancos comerciales de los Estados Unidos en el período de 1974-1977, frente al 39% en 1978-1982. En 1981, más del 50% de los préstamos se hicieron a prestatarios del sector privado, en comparación con un 45% en 1979. Alrededor de dos tercios de los préstamos de los bancos estadounidenses correspondieron a prestatarios del sector privado. En 1983, primer año de reestructuración de la deuda, la parte de los préstamos con garantía pública aumentó a los dos tercios y llegó a alcanzar en 1985 el 85%. Por ejemplo, la Argentina comunicó que dos tercios del crédito total otorgado por bancos extranjeros correspondían a prestatarios del sector privado en 1979, con un 75% en 1982 y menos del 25% en 1986. Parte del cambio en la medición estadística de los préstamos públicos obedeció a la nacionalización de bancos privados; véase Centro de las Naciones Unidas de Empresas Transnacionales, *Transnational Banks and the International Debt Crisis* (publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.91.II.A.19), Nueva York, 1991.

La distinción entre endeudamiento privado y público reviste alguna importancia porque el sector privado se endeuda en respuesta a señales del mercado, mientras se supone que el endeudamiento del sector público obedece a conveniencias políticas, conducentes a menudo a un uso ineficiente de los fondos. Tal parecer se expresa en la famosa doctrina Lawson, que indica que si hay una penuria de ahorro en el sector privado que suscita un endeudamiento en el extranjero para financiar un déficit de la balanza de pagos, no será menester tomar medidas para subsanar el desequilibrio, ya que este último representa meramente una suavización del consumo, es decir, el ahorro privado aumentará en el futuro y permitirá que el país reembolse los préstamos. Alternativamente, si el endeudamiento en el exterior se emplea para financiar inversiones, la mayor rentabilidad prevista de la inversión actual producirá ingresos para reembolsar la deuda exterior. No obstante, las expectativas de las condiciones futuras pueden no cumplirse y el ahorro posterior o la mayor rentabilidad prevista pueden no materializarse, haciendo que el desequilibrio provoque una crisis. En realidad, la experiencia del período posterior a Bretton Woods sugiere que la naturaleza del prestatario no altera apreciablemente la probabilidad de una crisis.

Para cada prestatario hay un prestamista. Gran parte del impulso hacia mayores corrientes de capital en el período posterior a Bretton Woods guarda relación con la crisis de los bancos comerciales en los principales países industriales. A principios del decenio de 1970, la parte de los activos totales en los que los bancos de los Estados Unidos ejercían una intermediación empezó a declinar. Asimismo, los bancos estaban sufriendo tanto una mengua de prestatarios de calidad como bajos márgenes en los tipos de interés cuando aumentó la competencia de los intermediarios financieros no bancarios. La expansión de sus préstamos en el extranjero les permitió aumentar el margen de los intereses, con lo que consideraban incrementos aceptables de los riesgos. En el episodio latinoamericano existía la idea de que el riesgo crediticio no existía en los préstamos a los gobiernos. Al mismo tiempo, la mayor diversificación internacional de la cartera de préstamos parecía indicada para reducir la volatilidad de las ganancias de los bancos. Hubo así un mayor suministro de fondos cuando los bancos intentaron aumentar la rentabilidad ajustada por el riesgo de sus activos incrementando sus préstamos en el exterior. No obstante, la realidad acabaría mostrando que los supuestos en que se basaba ese incremento no eran correctos.

Sin embargo, la solución de la crisis de la deuda del decenio de 1980, reescalando los reembolsos mediante la emisión de bonos Brady y después con la de nuevos bonos soberanos, proporcionó a los bancos la posibilidad de obtener un beneficio con las transacciones de todos esos valores en el mercado secundario, y también de percibir los honorarios y comisiones correspondientes a las labores de asesoramiento y suscripción en relación con las nuevas emisiones soberanas y con las emisiones de acciones y obligaciones para los programas de privatización. Así, el diferente papel de los bancos en las crisis latinoamericanas de 1982 y 1994 refleja el cambio registrado al pasarse de unos mayores ingresos causados por los márgenes en los tipos de interés a un incremento menos arriesgado de las ganancias allegadas por los honorarios y comisiones de suscripciones y transacciones. Esta fue una de las principales razones para que las corrientes de préstamos sindicados se convirtieran en inversión en cartera, al incitar ahora los bancos a los inversores a que utilizaran sus servicios e invirtieran en mercados emergentes. Cuando la crisis del SME los bancos comerciales se habían constituido en la fuente de financiación de los grandes bancos de inversión y de quienes hacían arbitraje con los fondos de cobertura. Los bancos aceptaron así riesgos crediticios, pero los riesgos del mercado y de los tipos de cambio fueron soportados por quienes ejercían la labor de arbitraje. En la crisis asiática fueron los propios bancos los que adoptaron la estrategia del arbitraje al hacer transacciones por cuenta propia. Sin la presión sobre los bancos para que encontraran fuentes alternativas de actividad que incrementaran la rentabilidad del capital, buena parte del aumento de las corrientes de fondos y de los cambios en su distribución entre países muy probablemente no hubiera tenido lugar. La competencia en el sector financiero producida por la desregulación resulta ser así una causa de la mayor inestabilidad financiera tan importante como cualquier otra.

3. Cambio de signo de las corrientes de capital e inestabilidad financiera

Una característica común de las crisis financieras recientes es que el gran incremento de las entradas de capital acabó en lo contrario, con unas salidas igualmente cuantiosas y rápidas cuando las condiciones que propiciaban las entradas se invirtieron o cuando esas corrientes volvieron insostenibles la política económica y las condiciones internas. Por lo general, casi todos los episodios de salida de capital y de crisis de la deuda en los países

en desarrollo han ido acompañados de unos tipos de interés internacionales en aumento. Una vez más, la apreciación de las monedas o unos mayores déficit externos o ambas cosas a la vez figuran entre los rasgos más importantes asociados a esas crisis. La política económica interna que parece viable en condiciones de rápido crecimiento y grandes entradas de capital resulta no serlo cuando los fondos huyen.

Las grandes entradas de capital conducen de ordinario a una ampliación excesiva de los préstamos bancarios que resultan arriesgados cuando los flujos cambian de signo, provocando una inestabilidad o un colapso del sistema bancario. Existe ahora una tendencia a relacionar esa inestabilidad con una regulación interna inapropiada del sector financiero o una supervisión laxa de la aplicación de las normas, y a subrayar la importancia de que la liberalización vaya oportunamente acompañada de un sistema efectivo de reglamentación cautelar. Esta es una respuesta positiva pero tardía. Por ejemplo, entre las diez lecciones que sacó el Banco Mundial de la crisis latinoamericana de la deuda en su décimo aniversario, figuraba entre las primeras la importancia del acceso a los mercados internacionales de capital, pero, en cambio, no se mencionaba el acompañamiento de disposiciones cautelares³. Por otra parte, tal como se examina en el capítulo siguiente hay un límite a lo que esas disposiciones cautelares pueden lograr. Si bien es cierto que en las crisis de Chile, México y el Asia oriental los sistemas bancarios acababan de registrar una liberalización y desregulación, y que reguladores y supervisores son notoriamente lentos a la hora de ajustarse a los cambios en la estructura y actividad de los mercados financieros, no se conoce caso alguno de ningún país desarrollado o en desarrollo donde un gran incremento de la liquidez en el sector bancario no haya conducido a una ampliación excesiva de los préstamos, un declive de la calidad de los activos y un mayor laxismo en la evaluación de los riesgos.

El hecho de que los bancos presten demasiado durante el período anterior a una crisis se ve en general muy facilitado por su capacidad para endeudarse en el extranjero a tipos muy inferiores a los que cobran por sus préstamos dentro del país. Si bien esto les permite obtener mayores márgenes, a menudo les hace tomar menos precauciones al evaluar los riesgos crediticios. En casi todas las crisis el incremento del crédito bancario fue un resultado de que los bancos se desplazaran por vez primera a algún tipo de actividad, y los préstamos bancarios sirvieron primordialmente para financiar un rápido incremento de los precios de los activos, produciéndose las llamadas burbujas especulativas. Los precios de los bienes raíces y de los valores aumentaron muy rápidamente en el caso chileno, así como en la génesis de la crisis mexicana y en la mayoría de los países del Asia sudoriental. En casi todos esos casos, los bancos habían expandido recientemente sus préstamos con la garantía de bienes inmuebles residenciales y comerciales y sus inversiones en sociedades financieras e inmobiliarias. Por ser nuevos en esas actividades quienes se ocupaban de los préstamos en los bancos tenían por lo general poca experiencia en la valoración de las garantías y tendían a aceptar precios de mercado que podían ser muy superiores a cualquier estimación fidedigna de los valores de liquidación.

Salvo en la crisis del SME, en todas ellas el cambio de signo de las corrientes de capital fue acompañado de una crisis de los sistemas bancarios. Ello se debió no sólo a los préstamos excesivos ya descritos en el párrafo anterior, sino también a la existencia de desajustes monetarios sustanciales en los balances como consecuencia del endeudamiento en moneda exterior para beneficiarse de los diferenciales en los tipos interés. Los préstamos en dólares predominaron en la expansión del crédito en Chile; la crisis latinoamericana de la deuda afectó casi totalmente a los préstamos bancarios sindicados en dólares de los Estados Unidos; y la crisis asiática también se caracterizó por los grandes riesgos en divisas tanto de bancos como de empresas. Sólo en la crisis del SME faltó tal factor. En su caso, los inversores estaban especulando con plusvalías de los activos en el extranjero, por causa de los cambios en los tipos de interés, pero aun así la necesidad de cubrir el riesgo monetario fue lo que acabó desencadenando la crisis.

³ M. Ahmed y L. Summers, "Informe sobre la crisis de la deuda en su décimo aniversario", Finanzas y Desarrollo, Vol. 29, N° 3, septiembre de 1992.

Los créditos en moneda extranjera presentan dos riesgos en lo que atañe a la estabilidad. Uno es el riesgo de los tipos de interés, ya que el endeudamiento en divisas suele hacerse a plazo corto y responde rápidamente a los altibajos de las tasas de interés internacionales, haciendo así que los diferenciales sean volátiles. El segundo es el riesgo cambiario. Modificaciones grandes en los tipos de cambio pueden producir rápidas alteraciones del valor interno de la deuda exterior, sin entrañar mudanza alguna sustancial del valor de los activos, pues para los bancos o empresas sin ventas en el extranjero no habrá repercusiones inmediatas en dicho valor. Un tipo de cambio más bajo suscita así un incremento de las obligaciones pendientes respecto de los activos, provocando minusvalías instantáneas y una merma del capital social. Una variación suficientemente grande del tipo de cambio puede hacer que los deudores en divisas no sólo tengan falta de liquidez sino también que se vuelvan insolventes. Como una salida rápida de capital conducirá de ordinario a una crisis monetaria y a una depreciación, esas salidas irán acompañadas de un incremento automático de la fragilidad financiera de los bancos y de la vulnerabilidad de las empresas. Los esfuerzos por reducir las pérdidas reembolsando la deuda o cubriéndose respecto del riesgo restante ejercen aún más presión sobre la moneda. Así, en aquellos casos en que la moneda extranjera prestada por los bancos y el endeudamiento en divisas de las empresas sean sustanciales, las salidas de capital ocasionarán casi siempre muchas suspensiones de pagos bancarios y quiebras empresariales.

4. Una crisis típica en el período posterior a Bretton Woods

Habida cuenta del gran número de factores comunes en las crisis posteriores a Bretton Woods, es posible señalar las características de una crisis financiera típica que combina inestabilidad interna y externa. Esa crisis supone un mayor diferencial de los tipos de interés, asociado a menudo a una política monetaria restrictiva encaminada a conseguir o mantener la estabilidad de los precios. Hay una desregulación de los mercados financieros y una liberalización de la cuenta de capital, juntamente con unos regímenes monetarios que mantienen la estabilidad del tipo de cambio nominal. Estos hechos se suman y producen unos márgenes de arbitraje lo bastante grandes para atraer capital líquido o a corto plazo y reforzar la estabilidad de la vinculación cambiaria. Liberalizados y desregulados, los bancos quedan con las manos libres para expandirse hacia nuevas actividades en el propio país, y las empresas nacionales para endeudarse en el extranjero, evitando los elevados tipos de interés internos pero incrementando sus riesgos cambiarios. La combinación del control de la inflación y de la estabilidad del tipo de cambio nominal tiende a causar una apreciación real de la moneda, debilitando la balanza exterior. Los intentos de esterilizar el impacto de las entradas de capital sobre la expansión del crédito interno conducen a una mayor presión sobre los tipos de interés. Al emitirse bonos interiores para financiar la esterilización de las entradas, que se mantienen entonces como reservas en centros extranjeros a tipos de interés más bajos, la posición fiscal tiende a deteriorarse.

Llega un momento en que la balanza exterior o el saldo fiscal quedan fuera de control, y las condiciones financieras nacionales se deterioran sustancialmente (o suceden ambas cosas a la vez), creando una vulnerabilidad a una modificación en las percepciones y a unos incrementos en los tipos exteriores que pueden desencadenar unas salidas rápidas y romper la vinculación del tipo de cambio, lo que se traducirá en minusvalías en el balance de las empresas y bancos sometidos a riesgos cambiarios no cubiertos. La mayor demanda de divisas generada por los intentos de cubrir esas pérdidas puede crear una caída libre de la moneda, produciendo quiebras generalizadas.

Ese proceso puede darse en diferentes condiciones por lo que atañe a prestatarios y prestamistas y tipos de corrientes financieras. Comienza no con políticas insostenibles, sino con la introducción de medidas destinadas a mantener la estabilidad macroeconómica y a integrar a la economía en el sistema global y sacar provecho de las oportunidades del mercado mundial. No obstante, al no haber controles efectivos, las repercusiones de las corrientes de capital distorsionan los efectos de la política económica, haciendo así muy difícil que consiga sus objetivos primeros.

C. La fragilidad financiera y la crisis del Asia oriental

1. Las entradas de capital y la aparición de una vulnerabilidad exterior

La crisis del Asia oriental, como casi todas las demás, fue precedida de un incremento muy grande de las entradas de capital en la región. A partir de los primeros años noventa, hubo un rápido incremento de los préstamos a corto plazo de los bancos comerciales tanto a bancos como a empresas de la región. Las economías asiáticas desde hacía tiempo habían complementado las elevadas tasas de ahorro interior con endeudamiento en el extranjero, pero la proporción de su deuda exterior respecto de las exportaciones nunca alcanzó niveles similares a los que habían causado dificultades en América Latina en el decenio de 1980; en realidad, sus economías se consideraban un modelo de gestión del endeudamiento exterior. Esto obedecía, en parte, a una orientación pública explícita o implícita que garantizaba que el endeudamiento exterior se usaba para financiar inversiones con capacidad para generar ingresos de exportación y, en parte, a que los excedentes presupuestarios generalizados indicaban poco endeudamiento soberano⁴.

En el decenio de 1990, algunas economías – por ejemplo, Hong Kong, China; Malasia; y Singapur – recurrieron sobre todo a IED, mientras otros, como Filipinas y la República de Corea, obtuvieron financiación exterior principalmente por conducto de inversiones en cartera de origen internacional⁵. Los préstamos bancarios, que habían desaparecido prácticamente a raíz de la crisis latinoamericana de la deuda, carecían de importancia, excepto en Indonesia, hasta mediados del decenio, cuando los bancos se convirtieron en una fuente cada vez más importante de financiación. Casi todos los préstamos bancarios se hacían a prestatarios no financieros del sector privado, pero en la República de Corea y en menor medida en otras partes, el sector financiero era también un receptor apreciable de fondos (cuadro 25). En contraste con los préstamos bancarios sindicados del decenio de 1970, ese crédito era sobre todo no sindicado y en buena parte de vencimiento corto (cuadro 26).

Existen varias razones que explican ese incremento de los préstamos bancarios a corto plazo a Asia, del lado tanto de la oferta como de la demanda. En los primeros años noventa, los principales países industriales adoptaron unos tipos de interés bajos en respuesta a la recesión, reduciéndose los del Japón de manera espectacular después de que su economía no lograra recuperarse del colapso de las burbujas inmobiliaria y bursátil de 1989-1990. Las rentabilidades relativamente más altas en las economías asiáticas de crecimiento elevado y bajo riesgo con un historial de tipos de cambio relativamente estables las convertían en lugares atractivos para invertir. La crisis mexicana reforzó esa percepción del mercado. Hacia 1994 un volumen cada vez mayor de tales inversiones consistía en fondos de arbitraje a corto plazo que buscaban beneficios en los diferenciales de los tipos de interés, más bien que en fondos que persiguieran una rentabilidad a la larga en inversiones productivas.

El endeudamiento a corto plazo en divisas a tipos de interés bajos permitió a las empresas asiáticas reducir sus costos de financiación y aislarse de las condiciones monetarias internas que eran a menudo resultado de una política encaminada a frenar la economía con el fin de mantener la balanza de pagos bajo control. También, las empresas se veían impulsadas a buscar costos de financiación menores al reducirse sus ganancias como consecuencia de una serie de factores externos e internos. Si bien la recesión de 1990-1991 en los países industriales tuvo pocas repercusiones en el crecimiento de las exportaciones asiáticas, paradójicamente el comercio empezó a reducirse cuando la recuperación comenzó en aquellos países en 1994-1995, por causa de un declive de su propensión a importar. Como resultado de la disminución de la demanda exterior y de los precios de las exportaciones, la tasa de crecimiento de los ingresos de exportación

⁴ Con arreglo a las clasificaciones del Banco Mundial, sólo Indonesia era un país “muy endeudado”, mientras Filipinas, Malasia y Tailandia eran todos ellos países “moderadamente endeudados”; véase Banco Mundial, *Global Development Finance 1998* (Washington, D.C., 1998), págs. 65 a 73.

⁵ Véase el TDR 1996, cuadro 11.

Cuadro 25

PRÉSTAMOS DE LOS BANCOS DE LA ZONA DECLARANTE DEL BPI
A ALGUNAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS, POR SECTORES,
FINALES DE JUNIO DE 1997

<i>Economía</i>	<i>Todos los sectores</i>	<i>Bancos</i>	<i>Sector privado no bancario</i>	<i>Sector público</i>
	<i>Millones de dólares</i>		<i>Porcentajes</i>	
Hong Kong, China	222 289	64,8	33,9	0,5
Indonesia	58 726	21,1	67,7	11,1
Malasia	28 820	36,4	57,1	6,4
Filipinas	14 115	38,9	48,0	13,1
República de Corea	103 432	65,1	30,6	4,2
Singapur	211 192	82,8	16,6	0,5
Provincia china de Taiwán	25 163	61,6	36,8	1,6
Tailandia	69 382	37,6	59,5	2,8

Fuente: BPI, The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending. First Half 1997, Basilea, enero de 1998.

Nota: Los datos se refieren a préstamos transfronterizos consolidados en todas las monedas y a préstamos locales en moneda no local. Los porcentajes de bancos, sector privado no bancario y sector público no suman siempre 100 al haber préstamos no clasificables.

Cuadro 26

DISTRIBUCIÓN POR VENCIMIENTO DE LOS PRÉSTAMOS DE LOS BANCOS
DE LA ZONA DECLARANTE DEL BPI A ALGUNAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS
(Millones de dólares)

<i>Economía</i>	<i>Préstamos con vencimiento</i>								
	<i>Todos los préstamos</i>			<i>Inferior a un año</i>			<i>De 1 a 2 años</i>		
	<i>Junio 1996</i>	<i>Dic. 1996</i>	<i>Junio 1997</i>	<i>Junio 1996</i>	<i>Dic. 1996</i>	<i>Junio 1997</i>	<i>Junio 1996</i>	<i>Dic. 1996</i>	<i>Junio 1997</i>
Hong Kong, China	211 238	207 037	222 289	179 784	170 705	183 115	5 119	5 248	4 417
Indonesia	49 306	55 523	58 726	29 587	34 248	34 661	3 473	3 589	3 541
Malasia	20 100	22 234	28 820	9 991	11 178	16 268	834	721	615
Filipinas	10 795	13 289	14 115	5 948	7 737	8 293	531	565	326
República de Corea	88 027	99 953	103 432	62 332	67 506	70 182	3 438	4 107	4 139
Singapur	189 195	189 235	211 192	176 080	175 228	196 600	2 707	1 799	1 719
Provincia china de Taiwán	22 470	22 363	25 163	19 405	18 869	21 966	585	483	236
Tailandia	69 409	70 147	69 382	47 834	45 702	45 567	4 083	4 829	4 592

Fuente: BPI, The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending. First Half 1997, Basilea, enero de 1998.

Nota: Los datos se refieren a préstamos transfronterizos consolidados en todas las monedas y a préstamos locales en moneda no local.

se redujo mucho en 1996 en toda la región, sobre todo en Malasia (más de 15 puntos porcentuales) y Tailandia (más de 20 puntos porcentuales).

Tal como se sugería en el TDR 1996, en muchos países del Asia sudoriental cada vez resultaba más difícil mantener la competitividad de sus manufacturas intensivas en mano de obra por causa de la entrada de productores de costos bajos. Este hecho se reflejó en la aparición de una oferta mundial excesiva y en unos precios en acusado descenso de muchas de las manufacturas exportadas desde Asia oriental. Con la creciente transformación en "materias primas" de manufacturas de baja tecnología, la relación de intercambio disminuyó rápidamente en gran parte de los países de la región, justo cuando el mundo desarrollado estaba moviéndose hacia tasas de expansión más altas y concentrándose de manera creciente en una producción tecnológicamente más avanzada. Muchas economías asiáticas reaccionaron aumentando la inversión en capacidad productiva con la esperanza de acrecer su parte del mercado y expandiéndose hacia nuevas áreas de producción, pero incrementando en el proceso el exceso de oferta mundial.

El afán por ampliar capacidad y mejorar la parte del mercado se advierte en el aumento de la proporción entre inversión y producción desde niveles ya altos (cuadro 27), que se vio facilitado por la disponibilidad de fondos extranjeros a un costo relativamente bajo. Esta expansión de la capacidad ocurrió en un momento en que las tasas de crecimiento de la región estaban disminuyendo desde un promedio del orden del 10% a alrededor del 8%, una combinación que sugería que la rentabilidad de las inversiones estaba bajando. A decir verdad, la rentabilidad de los activos de los chaebol en la República de Corea cayó más o menos al 1%, a pesar de su apalancamiento financiero extremadamente alto, y la rentabilidad de acciones y obligaciones en Indonesia, Tailandia y Malasia descendió entre 1992 y 1996 por debajo de los tipos de interés internos a corto plazo⁶. Hubo así fuertes incentivos para que las empresas procuraran reducir sus costos financieros o aumentaran el rendimiento de acciones y obligaciones. Esto último habría requerido incrementar su apalancamiento, mientras lo primero se logró buscando financiación a un costo bajo mediante un endeudamiento a corto plazo con bancos extranjeros.

Cuadro 27

INVERSIÓN EN PORCENTAJE DEL PIB EN ALGUNOS PAÍSES
ASIÁTICOS, 1986-1995
(Medias anuales)

<i>País</i>	<i>1986-1990</i>	<i>1991-1995</i>
China	27,8	35,3
Indonesia	26,3	27,2
Malasia	23,4	39,1
Filipinas	19,0	22,2
Republica de Corea	31,9	37,4
Singapur	32,4	34,1
Tailandia	33,0	41,1

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de Banco Asiático de Desarrollo, Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries, varios números.

⁶ Banco Mundial, op. cit., pág. 33.

Esas dificultades estructurales se agravaron por movimientos cambiarios adversos originados en las alteraciones del tipo de cambio entre el dólar y el yen. Unos tipos de cambio estables constituían un ingrediente importante de la estrategia de desarrollo orientada hacia la exportación de los países del Asia oriental. Su importancia se veía acrecentada por el proceso de integración en el contexto de la pauta en cuña de la división regional del trabajo. Por causa de la gran concentración de las exportaciones asiáticas en mercados del área del dólar, los tipos de cambio de la región, aunque no eran fijos, habían permanecido generalmente estables dentro de una banda del orden del 10% en relación con el dólar desde poco antes de 1990 (véase el recuadro 2).

Recuadro 2

REGÍMENES CAMBIARIOS EN EL ASIA ORIENTAL

A comienzos de la crisis, las economías del Asia oriental más seriamente afectadas (con la excepción de Hong Kong, China) aplicaban regímenes cambiarios en los que el banco central intervenía para estabilizar el tipo de cambio al contado con arreglo a pautas explícitas. Por su parte, Hong Kong, China, actuaba por medio de una junta monetaria, con su moneda vinculada al dólar estadounidense. La finalidad de tales disposiciones era bien la estabilidad en términos de una moneda concreta o de una cesta de monedas, bien una apreciación o depreciación graduales. El baht tailandés, por ejemplo, estaba vinculado a una cesta de monedas de los principales socios comerciales del país (con una ponderación de 80% para el dólar) y el tipo de cambio baht/dólar se había movido en una banda estrecha durante los años noventa hasta la crisis. Indonesia permitió que el tipo de cambio rupia/dólar fluctuase dentro de una banda centrada en un cambio medio, ajustado para depreciar la moneda un 4% anual a fin de compensar la diferencia entre la inflación del país y la internacional. En Malasia y Filipinas la intervención se proponía estabilizar los tipos de cambio respecto del dólar. En Malasia esa política había ido asociada desde 1990 a una apreciación gradual del ringgit, mientras que en Filipinas la evolución del peso en relación con el dólar había sido pequeña desde 1993. La intervención en Singapur perseguía estabilizar el dólar de ese país frente a una cesta de monedas ponderadas por el comercio, sin perjuicio de permitir una apreciación nominal del tipo de cambio efectivo del 3,5 al 4% anual. La República de Corea dejó que el won flotase en todo momento dentro de una banda de más y menos 2,25% alrededor del tipo de cambio medio won/dólar del día anterior. Un período de ligera apreciación en términos del dólar desde 1994 acabó a mediados de 1996, y fue seguido de una etapa de depreciación más rápida, que se cifró en un 13% durante los 12 meses posteriores a mayo de 1996.

Los movimientos de los tipos de cambio reales de esos países estuvieron en su mayoría muy limitados en 1990-1996: Indonesia experimentó una pequeña depreciación seguida de una apreciación, Malasia una ligera apreciación, la República de Corea una depreciación hasta 1993 seguida de una apreciación, y Tailandia una leve apreciación entre 1993 y 1996. En Filipinas y Singapur, por el contrario, las monedas se apreciaron bastante, casi el 30% en el caso de Filipinas.

Frente a las grandes entradas de capital durante los años noventa los gobiernos generalmente optaron por prevenir la apreciación. Tailandia practicó una esterilización limitada registrando excedentes fiscales y depositando los fondos sobrantes en el banco central. En Indonesia, durante 1990-1993, se emitieron certificados del Banco de Indonesia y luego se usaron excedentes fiscales para una esterilización. La respuesta de Malasia consistió inicialmente en recurrir a un gran endeudamiento interbancario por parte del banco central, pero cuando esa técnica resultó insuficiente, el Gobierno también aplicó controles de capital.

El tipo de cambio yen-dólar resultó extremadamente volátil en los años noventa, apreciándose el yen cerca del 40% para alcanzar 80 yen por dólar en la primavera de 1995, cayendo luego a alrededor de 130 a 135 yen por dólar a finales de 1997, con una depreciación de más del 50%. Si bien la apreciación anterior del yen frente al dólar trajo un incremento de la carga de la deuda expresada en yen, tal cosa fue contrarrestada— a diferencia de los países latinoamericanos que tuvieron que hacer frente a una apreciación del dólar en el decenio de 1980 — por unos tipos de interés más bajos y una mayor inversión japonesa en el Asia oriental y sudoriental. Por el contrario, la depreciación del yen redujo no sólo el incentivo de las empresas japonesas a invertir en el Asia oriental, sino también la competitividad de aquellos productores de esta última región que mantenían tipos de cambio estables respecto del dólar. Así, la lenta apreciación del dólar, que comenzó aproximadamente al mismo tiempo que la demanda global y la relación de intercambio empezaron a disminuir, entrañó una menor competitividad, redujo la inversión extranjera directa del Japón y redundó en menores exportaciones a este país y a otros mercados. Asimismo, durante el mismo período China tomó medidas que se tradujeron en un ajuste del valor exterior de su moneda, incrementando así su capacidad para competir con las NEI del Asia oriental.

La pérdida de competitividad y los menores ingresos de exportación aumentaron el riesgo cambiario, ya que una empresa orientada hacia la exportación que se endeuda en moneda extranjera se cubre implícitamente contra el riesgo del tipo de cambio con los ingresos de exportación. La experiencia anterior de un crecimiento rápido de los ingresos en divisas había creado unas expectativas de que esos aumentos se perpetuarían. Así, frente al trasfondo de una década de tipos de cambio relativamente estables y de un alto crecimiento sostenido de las exportaciones, había poco riesgo monetario en los préstamos extranjeros que tuviera que ser cubierto explícitamente. Los mismos factores también condujeron a los acreedores de las empresas exportadoras a considerar innecesario cubrirse explícitamente contra el riesgo crediticio derivado de las fluctuaciones monetarias. Cuando el crecimiento de las exportaciones se desaceleró, la cobertura implícita disminuyó y las empresas quedaron expuestas a mayores riesgos cambiarios.

Así, a partir de mediados del decenio, las economías en rápido crecimiento del Asia oriental sufrieron un deterioro de las ganancias y de la rentabilidad de la inversión por causa de los cambios registrados en la situación mundial. Si bien el endeudamiento a corto plazo en el extranjero brindó alguna protección frente a sus dificultades financieras, también volvió a las empresas extremadamente vulnerables a las variaciones en los tipos de cambio y las tasas internacionales de interés, de modo muy parecido a lo ocurrido en el Cono Sur a principios del decenio de 1980 (véase el anexo).

2. La liberalización financiera y la burbuja especulativa

Los acontecimientos que se han descrito fueron acompañados de cambios fundamentales en el sistema financiero de la región. En algunos medios se instaba a las economías del Asia oriental a que siguieran al Japón en la vía de la liberalización, otorgando a las instituciones financieras más libertad en sus decisiones sobre endeudamiento y préstamos, e introduciendo una política monetaria basada en el mercado mediante una atenuación de los controles reguladores. En la República de Corea, el abandono del control del endeudamiento privado externo practicado en la posguerra coincidió con la solicitud del país de adherirse a la OCDE. Sin embargo, la liberalización financiera fue más lejos en las NEI de la segunda oleada. Tailandia creó el Servicio Bancario Internacional de Bangkok para ejercer una labor de intermediación en la inversión extranjera que se esperaba se dirigiera a las NEI asiáticas de la siguiente generación (Camboya, Myanmar, la República Democrática Popular Lao y Viet Nam), inversión que en otro caso podría haberse dirigido a Singapur o Hong Kong, China. En realidad, sirvió en cambio de cauce para préstamos extranjeros a corto plazo a sociedades financieras y bancos tailandeses.

Como la financiación del desarrollo asiático había puesto el acento en la asignación de créditos a la producción de manufacturas orientadas a la exportación, cuando las instituciones financieras recibieron más libertad procuraron diversificar sus carteras en pro de una mayor rentabilidad. En vista de los elevados niveles de ahorro privado, había poca posibilidad de incrementar los préstamos al consumo, mientras se pensaba que el rendimiento de la fabricación de manufacturas iría en descenso. En el Asia sudoriental, con un crecimiento rápido y unos

crecientes intereses extranjeros, el sector mobiliario, comercial y residencial emergió como un área atractiva de mucha rentabilidad. Las empresas de construcción y las inmobiliarias parecían constituir así para los bancos una buena inversión desde el punto de vista tanto del retorno previsto como de la diversificación, al igual que en los Estados Unidos una década antes habían atraído a las sociedades de ahorro y crédito recién desreguladas (véase el anexo).

Se estima que los préstamos inmobiliarios han representado del 25 al 40% del crédito bancario en Tailandia, Malasia y Filipinas en 1998, financiados en cuantía importante mediante un endeudamiento a corto plazo en el extranjero. Por ejemplo, los créditos netos contraído en el extranjero por el sistema bancario tailandés representaban el 20% de sus activos nacionales. Entre un tercio y la mitad del crecimiento del PIB de Tailandia desde 1994 puede atribuirse a actividades relacionadas con bienes raíces. Ese crecimiento estuvo asociado con alzas muy grandes en los precios de tales bienes, así como en los de las acciones y obligaciones de las empresas de inversión y promoción del sector inmobiliario, lo que, juntamente con la expansión de los préstamos para financiar la especulación en los mercados bursátiles, creó una burbuja en la Bolsa tailandesa. El resultado fue un aumento del crédito apalancado, lo que hizo que el éxito de esas empresas y de los bancos que las financiaban dependiera de que siguiera el alza de los precios de los inmuebles. En las garantías de los préstamos bancarios dominaba el incremento esperado de los precios de esos activos, más bien que unos supuestos realistas del valor de venta en unas circunstancias más modestas. Los bancos y las inmobiliarias resultaban ser así extremadamente vulnerables a una baja de los precios, un aumento de los tipos de interés o una depreciación del baht.

A pesar del hecho de que las economías del Asia oriental habían empezado a mejorar sus sistemas de regulación y supervisión mucho antes que casi todos los demás países en desarrollo, tales sistemas resultaron ineficaces para frenar la excesiva acumulación de riesgos y la fragilidad del sector financiero (véase el recuadro 3). Resulta notoriamente difícil para unos supervisores de bancos prevenir unas burbujas inmobiliarias, ya que el valor de los activos de que se trata se basa en el crecimiento previsto de los ingresos futuros o, en el caso de las inmobiliarias, en los precios de mercado, que suelen tomarse como una base correcta de valoración. Aún resulta más difícil aquilatar los valores de liquidación, ya que los bienes raíces siempre tienen el aura de presentar cierto valor objetivo real que es independiente de los activos financieros, aunque tales consideraciones resulten irrelevantes para la salud del banco que facilita la financiación. Asimismo, no sólo el personal encargado de la regulación y supervisión de los bancos no tenía en Asia experiencia para ocuparse de los nuevos sistemas liberalizados, sino también muchas instituciones financieras carecían básicamente de regulación y, en regímenes con disposiciones contables laxas⁷ y sin disposiciones adecuadas para el cómputo de los préstamos dudosos, los supervisores no tenían una idea clara de los riesgos que se corrían. Por último, gran parte del endeudamiento privado con bancos internacionales correspondía a empresas no bancarias: un tercio en la República de Corea, alrededor del 60% en Malasia y Tailandia, y aún más en Indonesia (cuadro 25).

La búsqueda de fuentes nuevas con un bajo costo de financiación y de nuevas formas de préstamos con márgenes elevados produjo no sólo una rápida expansión del endeudamiento a corto plazo en el extranjero sino también del crédito interior, notablemente en Malasia y Tailandia (cuadro 28). El resultado fue muy similar a la situación de los Estados Unidos en el decenio de 1980, cuando el rápido crecimiento de los préstamos a la propiedad comercial creó un área de expansión del ingreso efectivo que carecía de base en la actividad genuinamente productiva y tendió a ocultar las dificultades estructurales y cíclicas que afrontaba la economía real (véase el anexo). No obstante, en el caso asiático el apalancamiento se basó en el endeudamiento en el extranjero. En lugar de crear una base de exportación que allegara las divisas necesarias para atender al servicio de la deuda exterior, aquel endeudamiento financió la inversión en el sector inmobiliario y en otros sectores no comercializables que proporcionaban buena parte del estímulo al crecimiento. En consecuencia, la sostenibilidad de este último dependía de que prosiguieran las entradas de capital para facilitar una financiación a tipos de interés bajos.

⁷ La ausencia de normas claras sobre la contabilidad consolidada de los grupos industriales ha revestido en algunos casos particular importancia en este contexto.

Recuadro 3

LA REGULACIÓN BANCARIA EN EL ASIA ORIENTAL

La calidad de la regulación financiera varía mucho entre los países del Asia oriental. En un extremo Singapur y Hong Kong, China, cuentan con sistemas bien desarrollados, lo que se refleja en la fortaleza de sus bancos (expresada en indicadores como la elevada proporción del capital respecto de los activos ponderados por los riesgos y la baja proporción - con arreglo a las pautas regionales - de los préstamos dudosos en el total de los mismos). Un hecho interesante es que los riesgos bancarios en el sector inmobiliario son particularmente grandes en Hong Kong, China. Conscientes de la vulnerabilidad resultante de los bancos, las autoridades han impuesto normas excepcionalmente restrictivas en cuanto al nivel permitido del valor de un préstamo en relación con la propiedad sobre la que se facilita, al objeto de proteger al sector contra el efecto de grandes caídas en el precio de los bienes raíces ¹. En otros países afectados por la crisis, gran parte de los sectores bancarios adolece de debilidades en algunas o todas las esferas, tales como la reglamentación de los riesgos crediticios y de mercado ², el control de los desajustes en las monedas, la clasificación y provisión de los fallidos, y la calidad de la supervisión bancaria. Desde comienzos de los años noventa se han dado muchos pasos para introducir sistemas adecuados de regulación bancaria, pero cuando se desencadenó la crisis subsistían importantes lagunas en el marco legal y a menudo no se había logrado todavía la aplicación completa de las disposiciones existentes.

En Tailandia, por ejemplo, las normas de Basilea sobre el capital necesario para afrontar los riesgos crediticios se adoptaron en 1993 y entraron plenamente en vigor en enero de 1995, habiéndose aplicado una versión algo más atenuada a las sociedades financieras desde julio de 1994. Muchos de los problemas asociados con la crisis se debían a la exposición de las empresas financieras a los riesgos de mercado en un régimen regulador que carecía de controles adecuados para tales riesgos, unas normas deficientes sobre clasificación y provisión de los préstamos en descubierto, unas garantías laxas del crédito relacionado con la propiedad, y unos controles inadecuados de los riesgos monetarios. En la República de Corea, las normas de Basilea sobre el capital habían estado en vigor desde 1995, preparándose una revisión completa del sistema de regulación y supervisión financieras. Pero en 1997, el capital seguía quedando muy por debajo de los requisitos de 1995, y unas reglas contables laxas no permitían una información adecuada. Esto último revestía especial importancia en el caso de los préstamos morosos, donde generalmente se pensaba que la cuantía de los mismos comunicada públicamente era demasiado baja y la provisión de las pérdidas consiguientes demasiado escasa. En Indonesia, también, antes de la crisis, se suponía que los bancos estaban sujetos a las normas sobre capital de Basilea, pero el cumplimiento de esas normas y de otras disposiciones era defectuoso: en 1996 varios bancos contaban con una proporción de capital por debajo del mínimo obligado del 8%, y había también un incumplimiento generalizado de otras normas cautelares tales como las relativas a las posiciones netas de cada día en divisas.

La crisis del Asia oriental ha hecho redoblar los esfuerzos para robustecer los regímenes reguladores, adoptándose muchas de las medidas en conformidad con las condiciones que acompañan al conjunto de actuaciones del FMI de apoyo financiero. En Tailandia, ese reforzamiento ha consistido en la imposición a las entidades financieras de unos requisitos mayores de capital, una clasificación más rigurosa de los préstamos fallidos y una nueva ley concursal. En la República de Corea, los bancos con una proporción de capital inferior al 8% tienen que establecer un calendario para alcanzar ese nivel en dos años, introduciéndose una provisión adecuada de las pérdidas correspondientes en el mismo plazo de tiempo. En Indonesia, que registró un pánico bancario a raíz de la decisión de cerrar 16 bancos insolventes como una condición del conjunto de medidas de apoyo del FMI, entre los cambios en la reglamentación han figurado unas garantías muy grandes en los créditos de los bancos domiciliados en el país y la utilización del Organismo Indonésio de Reestructuración Bancaria como instrumento para que los bancos cumplan las normas, transfiriéndose a ese organismo los bancos que dejen de

satisfacer determinados criterios. En Malasia, país con menos problemas bancarios que los tres que se acaban de mencionar, se están tomando medidas para reforzar las normas sobre la clasificación de los préstamos morosos y la provisión de las pérdidas pertinentes, para aumentar la proporción del capital de los bancos del 8 al 10%, y para expandir las normas sobre idoneidad del capital a fin de que se incluya el riesgo de mercado. Asimismo, Indonesia, la República de Corea y Tailandia han liberalizado todos ellos las normas sobre la participación extranjera en el capital social de los bancos locales. Se espera que esa liberalización promueva la entrada de fondos extranjeros que faciliten la recapitalización de los sistemas bancarios de los países, cuyo costo se estima entre el 20 y el 30% del PIB. Los cambios aquí descritos indican el impulso que se ha dado a la política económica en los países de que se trata, pero es previsible que la aplicación efectiva de las medidas se haga sólo con bastante lentitud.

¹ Útiles como son, esas normas no fueron capaces de brindar una protección completa frente a unos cambios grandes en los precios de los activos con un efecto desfavorable sobre la rentabilidad de los bancos, tal como puso de manifiesto la magnitud del declive de los precios de las acciones en octubre de 1997, que supuso una reducción implícita de los precios de los bienes raíces hasta del 50%. Véase JP Morgan, Emerging Markets Data Watch, 24 de octubre de 1997, pág. 5.

² El riesgo crediticio resulta de la posibilidad de que la contraparte de un banco incumpla sus obligaciones, y el riesgo de mercado es el riesgo de una pérdida originada por cambios en el valor de mercado del activo de un banco antes de que pueda liquidarse o compensarse de algún modo.

El mayor recurso al capital extranjero y la nueva estructura del endeudamiento exterior fomentaron así la vulnerabilidad de la región ante las variaciones en el ritmo de entrada del capital extranjero. El resultado más claro de esa situación fue el empeoramiento de las balanzas exteriores en los años noventa que acompañó al cambio en la cuantía y composición de las corrientes de capital que se dirigieron a la región (cuadros 29 y 30). El deterioro fue pronunciado en Tailandia, donde las entradas de capital estaban financiando cada vez más la inversión en sectores no comercializables y no en actividades que reportaran divisas.

Los prestamistas y los inversores internacionales eran conscientes en 1997 de esos factores que explicaban la mayor vulnerabilidad de las economías del Asia oriental y podía haberse esperado que se percataran de que apuntaban a una alteración inminente de la dinámica de crecimiento de la región. No obstante, había también varios elementos positivos que compensaban la mayor vulnerabilidad. Los indicadores fundamentales macroeconómicos básicos eran buenos y la situación fiscal prudente. Los países de la región recibían alabanzas constantes de las instituciones financieras multilaterales por su gestión económica. Donde las balanzas comerciales y de pagos no estaban en equilibrio, se habían introducido medidas de política económica que en casi todos los casos, particularmente en Malasia y la República de Corea, arrojaron resultados positivos; también el endeudamiento exterior a corto plazo había empezado a declinar. En los sectores financieros que estaban dando claras señales de inestabilidad se estaban reforzando las normas sobre regulación, supervisión y contabilidad de los préstamos fallidos, y liberalizándose las disposiciones que limitaban que los extranjeros tuvieran bienes raíces.

Así, a comienzos de 1997, mientras era patente la mayor vulnerabilidad e inestabilidad, había también varios factores alentadores y, entre ellos, la política económica aplicada. La economía tailandesa mostraba los síntomas más visibles de desequilibrio exterior y de inestabilidad del sector financiero. El que los inversores extranjeros prosiguieran, con todo, enviando fondos a la región no significa que no conocieran los problemas, sino simplemente que consideraban que los factores positivos compensaban con creces los negativos. A decir verdad, las calificaciones crediticias soberanas siguieron siendo extremadamente favorables hasta que la crisis realmente comenzó.

Cuadro 28

CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO EN ALGUNAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS, 1981-1997
(Porcentajes)

<i>Economía</i>	<i>Tasa anual real de expansión^a</i>		<i>Porcentaje del PIB</i>
	<i>1981-1989</i>	<i>1990-1997</i>	<i>1997</i>
Hong Kong, China	13	8	157
Provincia china de Taiwán	15	13	138
Indonesia	22	18	57
Malasia	11	16	95
Filipinas	-5	18	52
Republica de Corea	13	12	64
Singapur	10	12	97
Tailandia	15	18	105
Pro memoria:			
Estados Unidos	5	0,5	65
Japón	8	1,5	111
G-8 Europa ^b	6	4	89

Fuente: BPI, 68th Annual Report, Basilea, junio de 1998, cuadro VII.1

^a Valores corrientes deflactados por el índice de precios al consumo. Los datos de 1997 son preliminares

^b Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza. Media ponderada basada en el PIB de 1990 y las tasas PPA.

Cuadro 29

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y FINANCIACIÓN EXTERIOR DE ASIA-5^a, 1994-1998
(Miles de millones de dólares)

	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997^b</i>	<i>1998^c</i>
Saldo de la balanza por cuenta corriente	-24,6	-41,3	-54,9	-26,0	17,6
Financiación exterior privada neta	47,4	80,9	92,8	15,2	15,2
Flujos de inversión directa	4,7	4,9	7,0	7,2	9,8
Flujos de inversión en cartera	7,6	10,6	12,1	-11,6	-1,9
Préstamos de bancos comerciales	24,0	49,5	55,5	-21,3	-14,1
Préstamos privados no bancarios	4,2	12,4	18,4	13,7	-3,3
Corrientes netas oficiales	7,0	3,6	-0,2	27,2	24,6
Cambio en las reservas ^d	-5,4	-13,7	-18,3	22,7	-27,1

Fuente: Institute of International Finance, "Capital Flows to Emerging Market Economies", Washington D.C., 29 de enero de 1998, pág. 2.

^a Filipinas, Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia.

^b Estimación

^c Previsión

^d Un signo menos indica un aumento

Cuadro 30

SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE, EN PORCENTAJE DEL PIB,
EN ALGUNAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS, 1989-1997

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
China	-1,3	3,9	4,3	1,4	-2,7	1,3	0,2	0,9	1,2
Hong Kong, China	11,5	8,5	6,6	5,3	7,0	2,1	-3,4	-1,0	-1,0
India	-2,3	-2,2	-1,5	-1,5	-1,5	-0,9	-1,7	-1,2	-1,1
Indonesia	-1,2	-2,8	-3,7	-2,2	-1,3	-1,6	-3,4	-3,4	-3,6
Malasia	0,8	-2,0	-8,9	-3,7	-4,4	-5,9	-8,5	-5,3	-5,9
Filipinas	-3,4	-6,1	-2,3	-1,9	-5,5	-4,4	-4,4	-5,9	-4,5
República de Corea	2,4	-0,9	-3,0	-1,5	0,1	-1,2	-2,0	-4,8	-3,9
Singapur	9,6	8,3	11,2	11,4	7,3	15,9	17,7	15,0	13,7
Provincia china de Taiwán	7,6	6,9	6,7	3,8	3,0	2,6	1,9	3,8	3,1
Tailandia	-3,5	-8,5	-7,7	-5,7	-5,6	-5,9	-8,0	-8,0	-4,6

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en estadísticas internacionales y nacionales.

3. El desencadenamiento de la crisis y su contagio

¿Qué causó, entonces, el cambio repentino y catastrófico en la disposición de los inversores extranjeros a seguir manteniendo activos y créditos en Tailandia? Resulta difícil señalar una razón concreta de por qué se modificaron las percepciones del mercado. Habida cuenta de la necesidad de fuertes medidas para remediar el desequilibrio exterior y de la creciente inestabilidad del sector financiero, la incertidumbre política vigente revestía sin duda importancia. En realidad, el baht había estado sometido a intermitentes presiones especulativas desde finales de 1996, pero la intervención del banco central había logrado mantener a la moneda dentro de la banda de fluctuación.

Paradójicamente, el factor más importante para precipitar la crisis parece haber sido la súbita variación del cambio del dólar respecto del yen en los primeros días de mayo de 1997 y la expectativa generalizada de una subida de los tipos de interés japoneses que engendró. Esto provocó que los fondos de arbitraje a corto plazo procedentes del Asia sudoriental volvieran al Japón y generaran una fuerte presión vendedora sobre el baht. Una defensa cerrada de la moneda dejó al Banco de Tailandia con unas reservas netas de divisas de 2.500 millones de dólares a mediados de mes. Aunque las cifras oficiales situaban las reservas en torno a 30.000 millones de dólares, el Banco había prácticamente agotado su posición neta, en gran parte mediante transacciones en el mercado a término, y ya no podía contrarrestar la presión vendedora sobre el baht sin endeudarse mucho en el extranjero. La defensa ulterior de la moneda tuvo así que basarse en medidas administrativas y en controles selectivos del mercado, incluidas restricciones a la venta de baht a no residentes. Con el sector financiero cercano al colapso y sin reservas, el Banco de Tailandia sucumbió a las presiones del mercado y abandonó oficialmente la banda cambiaria el 2 de julio.

Por causa de la vulnerabilidad financiera de las economías asiáticas, las mayores repercusiones del ajuste del tipo de cambio se dejaron sentir en los riesgos externos de bancos, empresas e inmobiliarias. En primer lugar, la flotación del baht puso de manifiesto los peligros de un endeudamiento en el exterior que no fuera acompañado de una cobertura. En segundo término, produjo un incremento instantáneo del valor en baht de las obligaciones en el exterior de las empresas tailandesas, sin proporcionar ningún aumento equivalente de la capacidad de los activos para generar ingresos, excepto en el caso de las empresas exportadoras (hecho éste ya descrito en la sección B supra).

En tercer lugar, provocó un incremento de los pagos inmediatos de los intereses de la deuda exterior. Así, la primera reacción fue contraer el valor actual neto de las empresas; en realidad, los precios de acciones y obligaciones habían ido cayendo durante todo el año cuando los rumores de una devaluación se extendieron por el mercado. Los bancos, sin la protección de los beneficios de las inversiones extranjeras, se encontraban en circunstancias aún más difíciles.

Al cobrar conciencia de los mayores riesgos de sus préstamos pendientes, los prestamistas extranjeros empezaron a exigir el reembolso de sus créditos a empresas y bancos a su vencimiento. El riesgo cambiario y el costo del servicio de la deuda exterior obligaron a las empresas a cubrir ese riesgo o a eliminarlo reembolsando la deuda en moneda extranjera. Cualquiera de las dos respuestas exigía vender baht contra dólares. Como el nuevo régimen del tipo de cambio no especificaba una nueva banda sino que dejaba que la moneda flotara libremente, era lógico que empresas y bancos y prestamistas extranjeros se movieran lo antes posible. Cuando el tipo de cambio siguió bajando, los costos de demorarse aumentaron, y la presión vendedora se volvió más intensa. Así, buena parte de la creciente presión sobre el tipo de cambio se produjo principalmente por el intento de empresas y bancos de cubrirse o de liquidar la deuda comprando dólares, y por el apremio de los bancos extranjeros para que se reembolsaran los préstamos existentes.

Como la decisión de que el baht flotara ponía en cuestión el supuesto de la estabilidad cambiaria en que se había basado la dinámica regional, el peso filipino y el ringgit malasio se vieron presionados tan pronto como se anunció la medida tailandesa. Después de una intervención del mercado apoyada por unos tipos de interés más altos, se dejó que ambas monedas flotaran. Como generalmente se aceptaba que Indonesia presentaba unos indicadores económicos fundamentales mejores, particularmente en su cuenta corriente, la presión vendedora tardó algún tiempo en llegar a ese país. El Banco de Indonesia respondió rápidamente, ampliando la banda de intervención en un intento de detener la especulación contagiosa, pero pronto la rupia también evolucionó a la baja.

Cuando el pánico se extendió a toda la región y las monedas se hundieron, a los operadores de divisas y a los especuladores que vendían baht se sumó un creciente número de empresas e instituciones financieras del país que buscaban eludir la contracción de sus balances causada por las mayores necesidades de moneda nacional para atender al servicio de la deuda exterior y por la disminución de sus flujos en dinero contante para satisfacerlas. Esto desencadenó la espiral descendente característica de una deflación de deuda donde los esfuerzos de las empresas para escapar a la insolvencia simplemente empeoraron la situación de sus balances al impulsar aún más a la baja el tipo de cambio y el valor de los activos.

El contagio del Asia nororiental se produjo al reconocerse que la magnitud de los ajustes cambiarios en el Asia sudoriental había llegado a un punto que perturbaba la competitividad relativa de toda la región del Asia oriental. En primer lugar, la Provincia china de Taiwán y después Hong Kong, China, se vieron presionados. Por el mismo motivo, el won coreano también se vio sometido a ataques especulativos. Aunque la República de Corea no había experimentado una burbuja especulativa inmobiliaria, había sufrido varias quiebras de grandes empresas y se barruntaba que sus bancos se habían visto debilitados por las pérdidas consiguientes. Aquí también, gran parte de las reservas en divisas estaba comprometida en una cobertura a término. Las condiciones no se vieron mejoradas al anunciar la Provincia china de Taiwán que no intervendría para respaldar su moneda. Cuando los tipos de cambio se vieron sometidos a presión en el resto de Asia, los participantes en el mercado cobraron pronto conciencia de las analogías en la vulnerabilidad de las estructuras financieras de casi todos los países, así como en la escasa adecuación del nivel de reservas. Con unas monedas que se depreciaban, la situación del Asia sudoriental se vio, por tanto, repetida en el Asia nororiental cuando los deudores de esos países intentaron cubrirse o reducir sus riesgos en el exterior, provocando una espiral a la baja del valor de las monedas. Así, el supuesto implícito de unos tipos de cambio estables que había predominado en el comportamiento financiero se vio sustituido por la expectativa de una caída libre, desplegándose esfuerzos para cubrirse no sólo contra los declives en curso, sino también contra los descensos futuros esperados, confiriendo un impulso adicional a la espiral descendente.

La repercusión de la crisis sobre los tipos de cambio y los precios de los activos no se limitó a Asia. Los tipos de cambio se vieron sometidos a presión dondequiera hubiera grandes entradas de créditos extranjeros, cuando los prestamistas intentaron repatriar fondos. Inicialmente, los tipos en Sudáfrica, América Latina y Europa oriental se vieron atacados. Sudáfrica, el Brasil y la Federación de Rusia sufrieron todos ellos grandes salidas de capital.

Aunque la República Checa se había visto ya forzada a abandonar su banda de fluctuación antes de las dificultades de Tailandia, su moneda se vio sometida a nuevas presiones vendedoras.

Como los inversores institucionales tienden a tratar los mercados emergentes como una clase única de activos, las expectativas de pérdidas en un mercado emergente tienden a difundirse rápidamente a otros mercados emergentes, con independencia de los indicadores económicos fundamentales. Sin duda, esto explica en parte por qué la crisis se extendió a Europa oriental y América Latina. No obstante, la creciente globalización de las relaciones financieras también desempeñó un papel. Por ejemplo, había bancos en la República de Corea y en Hong Kong, China, que tenían inversiones apalancadas en varios países en desarrollo o economías en transición, como Indonesia, la Federación de Rusia y el Brasil. Como esas posiciones se financiaban con fondos prestados, rápidamente se convirtieron en pérdidas cuando los tipos de los préstamos recibidos subieron y el valor de los activos disminuyó en respuesta a la turbulencia cambiaria, haciendo que los bancos retiraran su financiación de esos países con el fin de deshacer posiciones y reducir pérdidas. Tal cosa provocó ventas de bonos Brady latinoamericanos y de títulos del tesoro rusos y sirvió para transmitir la crisis desde Asia a otros mercados emergentes. El alcance de esa interrelación se advierte en el incremento muy rápido y similar en el margen de los bonos asiáticos y latinoamericanos vendidos en mercados secundarios respecto de los títulos públicos estadounidenses que se utilizan como pauta (véase el gráfico 2).

Gráfico 2

BONOS SELECCIONADOS DE MERCADOS EMERGENTES: DIFERENCIAL DEL RENDIMIENTO
MEDIO RESPECTO DE LOS BONOS DEL TESORO DE EEUU
(Puntos básicos)

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos allegados por Datastream.

La existencia de gran número de analogías, tales como un régimen de tipo de cambio vinculado con tendencia a la apreciación real y el deterioro de la cuenta corriente y el déficit fiscal, también hizo que los inversores reevaluaran su posición en el Brasil. Después del ataque al dólar de Hong Kong, los inversores revisaron la fortaleza del régimen argentino basado en una junta monetaria. Tanto el Brasil como la Argentina sufrieron grandes salidas de capital y ventas de moneda en la especulación que golpeó a los mercados de todo el mundo en octubre de 1997. El Brasil respondió aumentando los tipos de interés a más del 40% e introduciendo un conjunto de medidas fiscales de austeridad. Después de perder reservas por valor de unos 10.000 millones de dólares entre octubre y diciembre, la confianza en la economía se recuperó y en marzo las reservas superaban el nivel anterior a la crisis. La Argentina se comprometió por su parte con un programa del FMI, incluso aunque no tenía intención de obtener fondos ni necesidad de ellos.

La repercusión de la crisis sobre las corrientes de capital a los mercados emergentes de Asia ha sido sustancial: en 1996 hubo unas entradas de 97.100 millones de dólares, frente a unas salidas de casi 12.000 millones de dólares en 1997. En 1998 no se esperan entradas netas. Las proyecciones actuales de diversas instituciones financieras indican que no se prevén declives apreciables en las corrientes de capital a América Latina y Europa oriental. Según una estimación, los flujos financieros netos privados a los mercados emergentes latinoamericanos disminuirán ligeramente, desde 96.400 millones de dólares en 1997 a 94.800 millones en 1998, y los dirigidos a Europa oriental desde 60.900 millones de dólares a 58.800 millones⁸. No obstante, resulta notable que los márgenes de los bonos de los mercados emergentes que aumentaron mucho en otoño de 1997 no hayan disminuido realmente, indicando que prosigue la percepción de riesgos elevados en esos mercados (gráfico 2). Tal cosa, juntamente con los mayores déficit en cuenta corriente de casi todos los países de América Latina y Europa oriental, sugiere que puede haber un serio riesgo de contracción.

D. La respuesta de la política económica

De modo muy parecido a lo que ocurrió en la crisis latinoamericana de la deuda de 1982, la percepción de la índole y magnitud de la crisis asiática cambió radicalmente con el tiempo. Lo mismo que en 1982 en sus inicios la crisis se consideró un problema de liquidez a corto plazo, el problema asiático se percibió inicialmente como una cuestión de ajuste de los tipos de cambio y los pagos. En consecuencia, la crisis se afrontó como una crisis "tradicional" de pagos, agravada por la debilidad estructural del sistema bancario. En un documento de trabajo del FMI se decía en realidad que "a) la crisis financiera requiere una respuesta del Fondo similar a la de cualquier otro problema de balanza de pagos, excepto que la respuesta ha de ser más rápida y posiblemente mayor que en un caso más tradicional"⁹. Así, el remedio al que se recurrió fueron los instrumentos habituales de restricción monetaria y fiscal y unos tipos de interés altos, aunque los desequilibrios en los pagos no estaban causados por déficit presupuestarios ni se debían a una merma de competitividad ocasionada por una inflación interna.

Parece que existían dos razones principales para aplicar medidas tradicionales en respuesta a la crisis. En primer lugar, se esperaba de ellas que ayudaran a restaurar la confianza en el mercado, detuviesen el declive de los tipos de cambio e invirtieran las salidas de capital. En segundo término, se consideraban necesarias para corregir aspectos económicos subyacentes, sobre todo los desequilibrios de pagos. También se justificaban las restricciones fiscales como algo necesario para financiar con dinero público la recapitalización del sistema bancario sin poner en peligro los excedentes fiscales. Esas medidas, sin embargo, no lograron su primer objetivo, y eran innecesarias para el segundo. Habida cuenta de la vulnerabilidad financiera de las empresas endeudadas, simplemente sirvieron para intensificar la deflación de deuda, impulsando a las economías más profundamente en la recesión.

⁸ Institute of International Finance, "Capital Flows to Emerging Market Economies", Washington, D.C., 30 de abril de 1998, pág. 5, cuadro 4.

⁹ J.R. Boughton, "From Suez to Tequila: The IMF as crisis manager", Documento de trabajo N° 97/90 del FMI (Washington, D.C.: FMI, 1997).

Las altas tasas de interés no sirvieron de mucho para frenar la espiral a la baja de los tipos de cambio. Influyeron poco en las decisiones de empresas y bancos para reducir su riesgo cambiario, al mismo tiempo que hacían más onerosa la sustitución de fuentes o fondos extranjeros por otros nacionales. La respuesta no fue reducir la venta de moneda nacional para saldar la deuda exterior o cubrirse frente a ella, si no simplemente liquidar activos y disminuir el nivel de actividad. Por ejemplo, en Indonesia los tipos de interés llegaron a ser del 100% sin ningún efecto apreciable en el abandono de la moneda, incluso cuando los operadores monetarios estaban declarando que no había razones de peso para su colapso en vista de los sólidos indicadores económicos del país. Aunque Indonesia y Tailandia mantuvieron sus tipos de interés por encima de los de Malasia, experimentaron mayores dificultades en sus mercados bursátiles y monetarios. Del mismo modo, la estricta adhesión al programa ortodoxo no protegió a Filipinas contra el contagio.

A este respecto, podrían haberse extraído útiles lecciones de experiencias anteriores. Por ejemplo, en 1992 con la crisis del MTC, que presenta bastantes analogías notables con las perturbaciones monetarias asiáticas, los altos tipos de interés no fueron unos disuasores eficientes frente a la presión del mercado, y rápidamente se abandonaron. En consecuencia, a raíz de la crisis, los bajos tipos de interés y la expansión fiscal formaron parte de un logrado ajuste de la política económica en los países más afectados.

Claramente, era menester reducir el déficit de pagos en Tailandia, lo que habría exigido depreciar la moneda y frenar algo el crecimiento, pero esto no ocurría en la República de Corea e Indonesia, donde los déficit por cuenta corriente eran moderados. No había razones de fondo para una reducción drástica de la absorción interior en ninguno de esos países, ya que cabía esperar que la propia corrección cambiaria lograra buena parte del ajuste necesario no sólo para restablecer la competitividad, sino también por conducto de sus efectos adversos en las empresas y los bancos endeudados. Mayor importancia revestía el hecho de que como la crisis no estaba causada por un desequilibrio del gasto entre exportaciones e importaciones, al centrarse la política económica en el ajuste de pagos se agravaba la inestabilidad económica.

La situación se caracterizó por un desequilibrio del capital acumulado más bien que por un desequilibrio de flujos que pudiera corregirse reduciendo el gasto. Como casi todo el endeudamiento exterior se había hecho en moneda extranjera, sin cobertura adecuada, la caída de la moneda creó un desequilibrio en el balance de los bancos endeudados, las compañías inmobiliarias y las empresas; es decir, con los nuevos tipos de cambio, la cuantía de la deuda exterior pendiente se volvió demasiado elevada para estar respaldada por las corrientes de ingresos esperados. De esta suerte, el valor de las empresas y, más generalmente, los precios de los activos disminuyeron. Como esos activos habían constituido la garantía de buena parte de los mayores créditos, la calidad de los préstamos bancarios automáticamente se deterioró. En lugar de aliviar la carga que suponía la refinanciación para las empresas nacionales concediendo más crédito, la política económica recomendada fue la de elevar los tipos de interés. Tal cosa contrajo aún más los precios de los activos y aumentó las pérdidas en el balance de las empresas y su necesidad de reembolsar su deuda con el exterior o cubrirse frente a ella rápidamente liquidando activos y vendiendo moneda nacional.

Si bien se ha aplicado una política económica tradicional en respuesta a la crisis, el objetivo de los préstamos del FMI se ha apartado de los programas tradicionales de ajuste, en los que esos préstamos suelen destinarse a respaldar el nuevo tipo de cambio establecido después del ajuste. En el Asia oriental, los tipos de cambio se dejaron flotar, en la expectativa de que las fuerzas del mercado producirían nuevos tipos estables, y los préstamos se destinaron a dar confianza al mercado y restaurar las corrientes de capital. Así, más bien que garantizar el nuevo tipo de cambio, los préstamos del Fondo se han encaminado a asegurar el mantenimiento de la convertibilidad de la moneda nacional y unos flujos de capital libres, y a garantizar el reembolso a los prestamistas extranjeros. Estos últimos, a diferencia de los prestamistas nacionales, emergen de la crisis sin pérdidas sustanciales, aun cuando habían aceptado correr un riesgo igual que los demás.

Como las perturbaciones monetarias se vieron sostenidas por el intento de los deudores de hacer un ajuste del pasivo en sus balances, la única manera efectiva de abordar la crisis habría sido bloquear ese ajuste o frenarlo. Claramente, se trata de un problema de asignación intertemporal. Un banco que sufre una retirada general de depósitos carece de liquidez para reembolsar a cada depositante, pero si dispone de tiempo para que sus inversiones

maduren, podrá acabar pagando. El banco estará en dificultades sólo si el valor último de recuperación de su cartera es inferior al de sus obligaciones, pues entonces será insolvente. Algunos de los deudores del Asia oriental dedicados a actividades especulativas se habrían visto en esa situación incluso sin el colapso de los tipos de cambio. Para la mayoría, sin embargo, la crisis inicialmente fue de liquidez más que de solvencia. No hay razones para sugerir que ninguno de los países del Asia oriental habría sido capaz de generar las divisas necesarias para reembolsar su deuda exterior con un ajuste cambiario que hubiese restablecido la competitividad (digamos del 10 al 15%), siempre y cuando hubieran dispuesto de tiempo suficiente para realizar las inversiones. Países con tasas de ahorro del orden del 40% y una elevada capacidad de exportación no deberían haber tenido dificultades para reembolsar la deuda durante un período de tiempo razonable.

No obstante, los altos tipos de interés, la devaluación tan grande de las monedas y una reducción de las tasas de crecimiento que creó condiciones de deflación de deuda, actuaron rápidamente sobre las instituciones financieras y los balances de las empresas para provocar una crisis de solvencia. Tal como se examina en el capítulo siguiente, en esas condiciones de ataque sostenido a la moneda, la acción apropiada sería moverse con rapidez para resolver el problema intertemporal introduciendo una moratoria en los pagos y haciendo que prestatarios y prestamistas procedieran a una reestructuración conjunta, incluso antes de que se comprometieran fondos del FMI. Esto es lo que acabó siendo necesario y consiguiéndose en la República de Corea, con el acuerdo de los acreedores para aplazar una cantidad suficiente de préstamos a corto plazo y permitir su reembolso. No obstante, habría sido mucho mejor haber comenzado el proceso con negociaciones de esa índole, en lugar de proporcionar fondos para reembolsar a los acreedores y de establecer un conjunto de medidas y condiciones para los préstamos que aseguraba un incremento de las bancarrotas, una pérdida del ingreso y una deflación de deuda que por sí misma destruía la capacidad de reembolso. Una combinación de rápida reestructuración de la deuda y de inyección de liquidez para respaldar la moneda y suministrar capital de explotación a la economía también habría permitido proseguir el tipo de política económica que permitió a los Estados Unidos recuperarse rápidamente de una situación de deflación de deuda y recesión en los primeros años noventa (véase el anexo).

El problema básico que siguen afrontando las economías asiáticas es el reescalonamiento de la deuda acumulada. La gravedad de la crisis actual se confirma al comparar esa deuda con la deuda bancaria de América Latina en 1982 (cuadro 31). La deuda externa total del Asia oriental excede en mucho a la de la crisis latinoamericana, excepto para la República de Corea. Asimismo, una de las características de la crisis

Cuadro 31

DEUDA EXTERIOR E INTERIOR EN PROPORCIÓN DEL PIB EN ALGUNAS ECONOMÍAS
EN DESARROLLO, 1982 Y 1997
(Porcentajes)

	<i>Deuda exterior</i>	<i>Deuda interior</i>		<i>Deuda exterior</i>	<i>Deuda interior</i>
<i>Asia oriental (1997)</i>			<i>América Latina (1982)</i>		
Indonesia	217,9	65,5	Argentina	51,7	154,1
Malasia	62,4	213,5	Brasil	30,4	28,9
Filipinas	74,4	105,7	México	47,6	38,3
República de Corea	50,9	181,0	Venezuela	53,7	32,6
Tailandia	74,1	137,9			

Fuente: Deutsche Bank Research, "Is Asia's Debt Sustainable?", Market Issues, 25 de mayo de 1998.

actual es lo mucho que ha servido la deuda exterior para otorgar mayores préstamos internos. Una comparación de estos últimos en los dos períodos muestra que el endeudamiento exterior ha suscitado una cantidad mucho mayor de créditos internos en la crisis asiática que en la latinoamericana (cuadro 31). Las cifras sugieren que al igual que la Argentina, el Brasil, México y los demás deudores latinoamericanos requirieron asistencia especial para resolver la crisis y reestructurar el servicio de la deuda, esa asistencia también será necesaria para solventar la crisis asiática.

Esto puede comprobarse asimismo con las estimaciones de la carga total de la deuda que tienen que soportar los países asiáticos. Los cálculos de los pagos por intereses previstos para 1998 en el cuadro 32 se basan en los tipos interbancarios actuales a tres meses. Hay que señalar que los prestatarios comerciales tendrían que pagar tipos de interés sustancialmente más altos por causa de sus márgenes. Está claro que el principal problema de ajuste al que han de hacer frente los países asiáticos no es el servicio de la deuda exterior, sino cómo resolver la carga de la deuda interna. De resultados de los altos tipos de interés vigentes a raíz de la crisis, la proporción que suponen los intereses en porcentaje del PIB ha aumentado apreciablemente. Es muy probable que el valor actual neto de los ingresos futuros en el supuesto de unas tasas viables de crecimiento del ingreso sea inferior al valor actual neto de las obligaciones futuras por concepto de intereses; esto sugiere que si no se salda deuda interior, proseguirán las bancarrotas generalizadas.

Cuadro 32

**PAGOS POR CONCEPTO DE INTERESES EN PORCENTAJE DEL PIB
EN ALGUNAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS, 1995-1998**

	1995	1996	1997	1998 ^a
<i>Pago de intereses de la deuda exterior</i>				
Indonesia	3,4	3,2	4,0	9,5
Malasia	2,4	2,3	2,7	3,9
Filipinas	3,2	2,9	4,3	4,6
República de Corea	1,2	1,2	1,5	3,1
Tailandia	2,6	2,9	3,6	4,9
<i>Pago de intereses de la deuda interior</i>				
Indonesia	7,0	7,5	16,5	31,7
Malasia	8,9	11,5	13,7	17,9
Filipinas	9,7	11,6	15,8	13,0
República de Corea	19,0	19,5	30,1	42,8
Tailandia	12,6	11,4	21,0	26,7

Fuente: Véase cuadro 31.

E. Consecuencias sociales de la crisis

Los efectos adversos sobre el crecimiento económico y el desarrollo de la crisis financiera en el Asia oriental y de la política económica adoptada en consecuencia están resultando mucho más profundos de lo que se preveía inicialmente. Durante la reunión anual del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial celebrada en Hong Kong, China, en septiembre de 1997, se sostuvo generalmente que las perturbaciones en curso de los mercados financieros asiáticos no eran más que un chispazo y causarían sólo un retroceso temporal. Por ejemplo, en octubre de 1997, dos meses después del colapso de la moneda tailandesa, la publicación del FMI Perspectivas de la economía mundial predecía que esas perturbaciones conducirían sólo a una ligera desaceleración del crecimiento en la región (cuadro 33). En menos de tres meses, sin embargo,

Cuadro 33

PREVISIONES DEL CRECIMIENTO DEL PIB EN 1998 EN ALGUNAS ECONOMÍAS
DEL ASIA ORIENTAL

<i>Economía</i>	<i>FMI, Perspectivas de la economía mundial</i>			<i>SSB^a</i>		<i>UNCTAD</i>
	<i>Mayo de 1997</i>	<i>Oct. de 1997</i>	<i>Dic. de 1997</i>	<i>Mayo de 1998</i>	<i>Junio de 1998</i>	
China	8,8	9,0	7,5	7,0	6,0	6,0
Hong Kong, China	5,0	5,0	4,1	3,0	-2,0	-2,0
Indonesia	7,5	6,2	2,0	-5,0	-14,0	-12,0
Malasia	7,9	6,5	2,5	2,5	-3,0	-2,5
Filipinas	6,4	5,0	3,8	2,5	0,8	1,0
República de Corea	6,3	6,0	2,5	-0,8	-6,5	-6,0
Singapur	6,6	6,0	6,2	3,5	0,9	1,0
Provincia china de Taiwán	..	3,0	..	5,0	4,8	5,0
Tailandia	7,0	3,5	0,0	-3,1	-8,7	-8,0

Fuente: Perspectivas de la economía mundial, varios números.

^a Previsión de la sociedad de inversiones Salomon Smith Barney, Hong Kong, China, según información suministrada por la Agencia France Presse, 12 de junio de 1998.

el FMI redujo su estimación, y en mayo de 1998 lo hizo aún más. Las proyecciones actuales (junio de 1998) de varias instituciones presentan un cuadro todavía más sombrío. Las estimaciones originales de la duración probable de la crisis también resultaron ser muy optimistas. El Fondo esperaba al principio que los países afectados se recobraran en 1998; ahora se habla como pronto del año 2002.

Después de decenios de aumento del ingreso y del nivel de vida, las ganancias de los hogares han disminuido y el desempleo ha aumentado mucho en los países asiáticos más afectados por la crisis financiera. Todos los grupos de ingreso se han visto afectados, inclusive los ricos, que han sufrido un descenso de su patrimonio neto por la baja de los precios de los valores y los bienes raíces. Con todo, lo que suscita especial preocupación social es la repercusión de la pérdida de empleo sobre los trabajadores urbanos de ingreso bajo y los efectos inducidos sobre los pobres de las zonas tanto urbanas como rurales.

Cuanto más profunda resulte ser la contracción económica y más se demore la recuperación, menor probabilidad habrá de que los nuevos pobres puedan salir de su estado de necesidad y volver a su situación anterior en lo que atañe a trabajo y nivel de vida. Las repercusiones sobre los recursos humanos podrían incluso extenderse a la próxima generación de adultos si la matrícula escolar primaria se reduce y aumenta la malnutrición infantil.

La pérdida de empleo no se ha limitado a las empresas manufactureras orientadas hacia la exportación y plagadas de deudas y al sector de la construcción; también ha sido sustancial en empresas que atienden el mercado interior, sobre las que ha recaído una pesada carga de deuda interna y las consecuencias del colapso de las relaciones financieras dentro del país. Tales empresas suelen ser intensivas en mano de obra en el sector manufacturero o en el de servicios y contribuyeron a reducir la pobreza en lo pasado absorbiendo un gran número de trabajadores poco cualificados, muchos de ellos de origen rural. Los altos precios de los alimentos y la reducción del gasto social han agravado aún más las condiciones sociales y contribuido a que la pobreza aumente en alguno de los países de que se trata.

Como se advierte en el cuadro 33, los países peor afectados hasta la fecha han sido Indonesia, Tailandia y la República de Corea. El deterioro del empleo y de las condiciones sociales en esos países ha conducido a una situación de intranquilidad que ha ido desde manifestaciones de trabajadores en la República de Corea hasta disturbios en Indonesia, con el resultado en este último caso de más de un millar de muertos.

Por causa de su profunda recesión, cuantiosa población e ingreso per cápita bajo, Indonesia es el país afectado por los choques donde se espera ocurra el mayor incremento de desempleo y pobreza. El colapso de la rupia y la acelerada inflación que podría superar el 80% en 1998 han empeorado todavía más las condiciones sociales al socavar el poder de compra y erosionar el valor real de los ahorros. El nivel de vida y el tejido social podrían verse sometidos a nuevas tensiones si centenares de miles de trabajadores indonesios son expulsados de Malasia y Singapur y tienen que ser absorbidos por la economía de Indonesia. Asimismo, todo rebrote de hostilidad étnica hacia los indonesios de origen chino podría agravar más la crisis y desalentar en el futuro inversiones privadas internas que son fundamentales para la recuperación económica.

A la luz de tales consideraciones, la Oficina Central del Estadística de Indonesia prevé que el desempleo podría alcanzar la cifra de 15 millones en 1998, es decir, el 17% de la fuerza de trabajo. Al no existir un subsidio de paro, casi todos los trabajadores despedidos intentarán ganarse la vida en el sector no estructurado para no permanecer indefinidamente desocupados. Basándose en la severa contracción de la economía, la secretaria de la UNCTAD estima que la proporción de la población indonesia que vivirá en la pobreza a finales de 1998 supondrá un 50% más que en 1996.

Aunque no tan gravemente afectadas, otras economías asiáticas también han registrado un incremento del desempleo a niveles sin precedentes. En particular, en Tailandia se pasó del 5,4% de la fuerza laboral en 1997 a 8,8% en febrero de 1998. El sector más aquejado hasta ahora ha sido la construcción, donde han sido despedidos 1,1 millones de trabajadores. Aproximadamente la mitad de ellos procedían de Myanmar y han sido expulsados de Tailandia, mientras que mayormente los demás eran tailandeses que casi siempre han vuelto a sus zonas rurales de origen para buscarse un modo de ganarse la vida. La secretaria de la UNCTAD estima que la proporción de pobres en la población tailandesa aumentará alrededor de un tercio a finales de 1998 por causa del efecto de la pérdida de puestos de trabajo en el incremento del desempleo rural y urbano y en la reducción de las remesas de los trabajadores urbanos a sus familias rurales. La disminución del ingreso de los hogares, entre otras cosas, ha hecho más difícil que las familias puedan permitirse enviar los hijos a la escuela, lo que ha redundado según parece en que la cifra de abandonos en la escuela primaria se haya casi triplicado en Tailandia respecto de hace un año.

Las condiciones laborales en la República de Corea también se han deteriorado seriamente. En junio de 1998, el desempleo era del 7%, en comparación con el 4,4% de octubre de 1997. Tres categorías de trabajadores han soportado en particular la carga de la crisis. Una es la de los obreros de la construcción, donde el empleo disminuyó en ese mismo período un 22%, frente a un 14% en el sector manufacturero. Otra es la de los trabajadores no organizados de la pequeña y mediana empresa, que a diferencia de casi todos los chaebol tienen poco acceso al crédito y están rápidamente cerrando sus negocios. La tercera categoría se refiere a la mujer trabajadora, que ha sido la primera en ser despedida de manera desproporcionada. Además del creciente desempleo, ha habido un descenso de los salarios reales del 2,3% por causa de los recortes en las horas extraordinarias y las bonificaciones anuales. Se espera que la situación empeore considerablemente en los próximos meses, rozando probablemente el desempleo un 10% a finales de 1998, ya que 12 de los 30 mayores chaebol se proponen reducir sus actividades en un 20 a un 50%, y el Gobierno quiere reducir el empleo público en un 10% en un próximo futuro. También es probable que el salario real disminuya aún más cuando un creciente número de trabajadores opte por una reducción del mismo a cambio de que se les garantice la permanencia en el puesto de trabajo.

Las repercusiones sociales de la crisis en la República de Corea se han visto mitigadas por la existencia y expansión de sistemas de ayuda a los desempleados, pero ello ha ocurrido mucho menos en Indonesia, que como país más pobre sólo cuenta con medidas mínimas de seguridad social, y en Tailandia, que prácticamente carece de programas para proteger a los desempleados totales o parciales. La complacencia pasada y la falta de preparación

en el establecimiento de redes de seguridad son comprensibles, ya que los gobiernos correspondientes habían supuesto razonablemente durante mucho tiempo que un crecimiento económico rápido y sostenido elevaría por sí mismo el ingreso, reduciría el desempleo y atenuaría la pobreza.

Hasta que la producción se recupere, son necesarios paliativos de las redes de seguridad para reducir el impacto de la crisis sobre segmentos vulnerables y pobres de la población. En el caso de Indonesia la comunidad internacional está organizando una asistencia humanitaria inmediata de más de 1.000 millones de dólares con tal fin. Entre las medidas figuran un programa de obras públicas para trabajadores urbanos sin empleo, importaciones de arroz y medicinas para estabilizar el precio de los bienes salariales y satisfacer necesidades básicas, y asistencia técnica encaminada a promover el desarrollo rural. Estos elementos deberían servir para mitigar los efectos de la crisis sobre los pobres. Otra acción que podría resultar beneficiosa sería expandir los sistemas de microcrédito para el pequeño empresario, aunque sólo sea porque, a diferencia de los proyectos de obras públicas, permiten a las mujeres participar igual que los hombres y beneficiarse de ellos.

Las medidas relativas a las redes de seguridad, sin embargo, únicamente pueden tener efectos marginales y pasajeros en el alivio de las insuficiencias sociales. No son en modo alguno una solución a largo plazo a la crisis social. La reanudación de un crecimiento alto y sostenido es indispensable para invertir los efectos de la contracción económica y hacer que el nivel de desempleo y pobreza vuelva a la situación anterior a la crisis. La insistencia en unos tipos de interés internos altos y unos presupuestos equilibrados ha sido contraproducente en este particular. Será menester una política de mayor gasto interno y tipos de interés más bajos para superar las dificultades financieras y para que la demanda nacional se recupere. La alternativa es una depresión económica ininterrumpida con las consecuencias correspondientes para la estabilidad social y política de la región.

F. Conclusiones: La crisis y el "modelo" de desarrollo asiático

Como ya se señaló, a juicio de algunos comentaristas occidentales la crisis del Asia oriental se produjo por deficiencias estructurales e institucionales en los países afectados, que eran el resultado del medio en que se desenvolvían esas economías. En términos generales, se destacan dos razones como las causas primeras de las dificultades financieras de la región: la estrecha relación entre gobierno y empresarios, y las distorsiones de los mercados que aislaban a las sociedades de las fuerzas competitivas y de la disciplina del mercado. Algunos comentaristas van aún más lejos y sugieren que la crisis marca el final del "modelo asiático de desarrollo". Si bien aceptan que el "modelo" ha tenido mucho éxito al lograr un ritmo sin precedente de industrialización y crecimiento, y de eliminación de la pobreza, consideran que se ha quedado ahora anticuado y se ha visto superado por las fuerzas globales del mercado, del mismo modo que el capitalismo de libre mercado occidental ha triunfado sobre la planificación central.

No cabe discutir que el modo en que las economías se dirigen y las empresas funcionan en el Asia oriental difiere considerablemente del "modelo occidental". No obstante, el análisis que se hace en este capítulo muestra que la crisis del Asia oriental no se distingue en sus rasgos esenciales de las registradas en países desarrollados y en desarrollo organizados con diversos sistemas institucionales y socioeconómicos, incluidos aquellos países que operan con arreglo al modelo occidental angloamericano. Se trata de un episodio más de una serie de crisis que se han estado registrando con creciente frecuencia desde que se rompieron los acuerdos de Bretton Woods, con la introducción de tipos de cambio flotantes y la eliminación de todas las trabas al capital financiero.

Asimismo, existen diferencias importantes entre las economías del Asia oriental en sus instituciones y estructuras económicas¹⁰. A decir verdad, antes de la crisis financiera había una tendencia a distinguir un modelo de desarrollo del Asia sudoriental del modelo seguido por los países del Asia nororiental (Japón y las NEI de la primera oleada, con la excepción de Hong Kong, China), y a recomendarlo a otros países en desarrollo para que lo imitaran con el argumento de que se basaba menos en una política intervencionista y más en una gestión macroeconómica conservadora y librecambista y en la inversión extranjera directa¹¹. Es notable que dos economías "intervencionistas" – Singapur y la Provincia china de Taiwán – no hayan experimentado serias perturbaciones monetarias y crisis financiera, incluso aunque hayan sufrido los efectos de lo ocurrido en la zona, al igual que muchos otros países vinculados a la región por fuertes lazos comerciales y financieros. En el Asia sudoriental, también, los problemas afrontados por Indonesia y Tailandia son una vez más muy diferentes de aquellos de Malasia, que ha aplicado una política económica algo más activa que los otros dos países.

Como en los episodios anteriores de crisis financiera y perturbación monetaria en los países en desarrollo, la crisis del Asia oriental fue precedida de una liberalización y desregulación financieras que en algunos casos supuso una ruptura grande con las prácticas anteriores. En este sentido, el problema fundamental estribaba no en que hubiera demasiado control público e intervención, sino demasiado poco. Un punto similar ha sido señalado por Joseph Stiglitz, Economista principal del Banco Mundial:

Algunos ideólogos han aprovechado los problemas que actualmente padece el Asia oriental para sugerir que el sistema de intervención pública activa se encuentra en la raíz del problema ... pero mi opinión es que la raíz del problema actual en casi todos los casos estriba no en que el gobierno haya hecho demasiado, sino en que ha hecho demasiado poco ... Lo que falló no fue que el gobierno dirigiera mal el crédito ... El problema consistió, en cambio, en la falta de acción pública, en el hecho de que el gobierno subestimó la importancia de la regulación financiera y la orientación empresarial.

La crisis del Asia oriental no es una refutación del milagro del Asia oriental. La versión más dogmática del Consenso de Washington no proporciona el marco adecuado para comprender ni el éxito de las economías del Asia oriental ni sus problemas actuales. Las respuestas a la crisis del Asia oriental basadas en esta visión del mundo es probable que en el mejor de los casos sean defectuosas y, en el peor, contraproducentes¹².

La ruptura con prácticas anteriores ha sido particularmente notable en la República de Corea, que, juntamente con el Japón y la Provincia china de Taiwán, se veía generalmente como el "modelo" de mayor éxito de la industrialización moderna basado, entre otras cosas, en unos rasgos que ahora se consideran las raíces de la crisis. No obstante, es el hecho de haberse distanciado del "modelo" más bien que su aplicación lo que ha constituido la causa principal de la crisis en ese país. Tal distanciamiento parece haber ocurrido en dos esferas cruciales: control del endeudamiento exterior y orientación pública de la inversión privada. El país recurrió a la financiación externa en su industrialización de la posguerra principalmente endeudándose con bancos internacionales, pero tal cosa casi siempre estaba sometida a la aprobación y la garantía del Gobierno. Por otra parte, si bien la inversión privada era la fuerza impulsora de la industrialización, la política económica siempre desempeñó un papel principal al coordinar

¹⁰ Los rasgos comunes y diferentes de las economías del Asia oriental se analizan en varios documentos preparados como parte de la investigación de la UNCTAD sobre la industrialización del Asia oriental; véase *Journal of Development Studies – Special Issue on East Asian Development: New Perspectives*, Vol. 34, Nº 6, agosto de 1998.

¹¹ Banco Mundial, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy* (Oxford: Oxford University Press, 1993). Para un examen de esta cuestión véase Y. Akyüz et al., "New perspectives on East Asian development", en el número especial del *Journal of Development Studies* a que se ha hecho referencia en la nota anterior.

¹² J. Stiglitz, "More instruments and broader goals: Moving toward the Post-Washington Consensus", Conferencia Anual WIDER 1998, Helsinki, enero de 1998, pág. 3.

las decisiones de inversión con el fin de evitar una competencia excesiva y una sobrecapacidad. El abandono de esta coordinación parece ser uno de los principales motivos de la mala asignación de recursos y de la sobreinversión, mientras el hecho de que el Gobierno dejara de controlar el sector financiero explica por qué el país se volvió vulnerable a las exigencias aceleradas de devolución de la deuda exterior y a un ataque a su moneda.

El desmantelamiento de los frenos y los equilibrios en esas esferas ha resultado extremadamente desestabilizador y perturbador para el ordenamiento institucional tradicional de la inversión y las finanzas de las empresas. Un elevado apalancamiento empresarial, que constituyó uno de los factores clave en el rápido crecimiento y acumulación de la posguerra¹³, resultó fatal cuando se permitió a las empresas que allegaran dinero en el extranjero sin la supervisión y control tradicionales, tratando la deuda exterior y la interior como sustitutos perfectos, incluso aunque no había contraparte internacional del prestamista interior de última instancia que suavizara los problemas de liquidez. Así, el problema no era tanto de apalancamiento como de liberalización, un punto bien ilustrado por el ejemplo indio: en la India las mayores empresas se gestionan con arreglo a normas internacionales, pero la economía se ha ahorrado las turbulencias de los mercados financieros del Asia oriental por causa de su enfoque gradual y cauteloso de la liberalización de la cuenta de capital¹⁴.

En cuanto a las NEI de la segunda oleada, el jurado seguía estando ausente incluso antes de que se hicieran patentes las primeras señales de crisis. Tal como decía la secretaria de la UNCTAD con algún detalle en el TDR 1996 y en otras partes¹⁵, sin perjuicio de que siguieran una política económica más liberal, los países habían tenido mucho éxito en la movilización de los recursos internos y en el establecimiento de industrias competitivas intensivas en recursos y mano de obra. Se aducía que esa política era sin duda apropiada en las etapas iniciales y relativamente sencillas de promoción de las exportaciones, pero que se estaba alcanzando sus límites y había la necesidad de cambiar al tipo de estrategia aplicada por sus vecinos septentrionales con el fin de progresar más en la industrialización y el desarrollo. Al sumarse a las dificultades estructurales, la liberalización financiera incrementó la dependencia de esos países de los recursos exteriores y, por ende, su vulnerabilidad ante los sobresaltos de las finanzas internacionales. Esto se hizo quizá más patente en Tailandia, donde el establecimiento de un servicio bancario internacional (examinado en la sección C supra), la liberalización del sector bancario y el descontrol de la inversión inmobiliaria fueron factores cruciales en la crisis.

En el TDR 1997 se expuso la opinión de que los ejemplos logrados de industrialización moderna se distinguen por el modo en que se gestionan los beneficios y la integración en la economía mundial. Esta era una de las principales lecciones extraídas de la experiencia de posguerra del Japón y de las NEI de la primera oleada. La principal lección de la crisis asiática deja esa conclusión sin tocar: cuando la política económica no consigue dirigir el capital y la integración, no hay límites a los perjuicios que las finanzas internacionales pueden infligir a una economía. Hay ciertamente un margen considerable en materia de política económica para prevenir y mejorar la gestión de las crisis de esa índole. No obstante, esas crisis son un problema sistémico y, por tanto, es menester actuar también en el plano mundial. En el próximo capítulo se abordan estos aspectos más fundamentales y sistémicos.

¹³ Véase R. Wade y F. Veneroso, "The Asian financial crisis: The high-debt model and the unrecognized risk of the IMF strategy", Documento de trabajo N° 128 (Nueva York: Fundación Russell Sage, 1998).

¹⁴ Véanse A. Singh, "Asian Capitalism and the financial crisis", documento presentado en la Conferencia sobre inestabilidad global y la orientación del mundo, Robinson College, Cambridge, Reino Unido, mayo de 1998; y J. Glen, A. Singh y R. Matthias, "How competitive are the emerging markets? An analysis of corporate rates of return from 9 emerging markets", documento presentado en un seminario del Departamento de Estudios del FMI, Washington, D.C., julio de 1998.

¹⁵ Véase el número especial del Journal of Development Studies al que se ha hecho antes referencia.

Anexo al capítulo III

TRES EPISODIOS DE CRISIS FINANCIERA POSTERIORES A BRETTON WOODS

I. La experiencia del Cono Sur

Hay muchos puntos similares entre lo que ocurrió en los países del Cono Sur de América Latina en los últimos años del decenio de 1970 y primeros del de 1980, particularmente lo sucedido en Chile durante ese período, y la reciente crisis financiera del Asia oriental: un endeudamiento excesivo en el extranjero en divisas con la intermediación de bancos recientemente desregulados sin supervisión adecuada en condiciones de tipos de cambio fijos y grandes diferenciales de intereses, lo que acabó conduciendo a bancarrotas generalizadas y crisis bancarias y monetarias¹.

En Chile el proceso de liberalización comenzó en 1974 con el retorno de los bancos totalmente nacionalizados al sector privado mediante licitaciones respaldadas con generosas facilidades de crédito. Como parte de una estrategia para eliminar las restricciones financieras, los tipos de interés se liberaron, los requisitos de reservas se redujeron y se permitió a las financieras recién creadas que operaran sin ninguna traba. A pesar de anuncios anteriores de las autoridades de que los depósitos no se asegurarían y que no habría ayudas de emergencia, el Gobierno intervino intensamente en 1977 cuando un banco importante se encontró con serios problemas y acudió en socorro tanto de los depositantes como del banco.

Los hechos dieron otro giro en 1979 cuando el tipo de cambio nominal del peso frente al dólar quedó fijo y se atenuaron las restricciones a la convertibilidad y a los movimientos de capital, incluido el endeudamiento privado en el extranjero. La razón de ser de esta última medida se expresó a la sazón por un alto funcionario del FMI en los términos siguientes:

En el caso del sector privado, aduciría que la diferencia entre deuda interior y exterior no es relevante – salvo cuando hay interferencia pública al transferirse los pagos del servicio de esas deudas o se toman otras medidas públicas claramente inapropiadas – si es que existe alguna. Los riesgos cambiarios que acompañan al endeudamiento exterior se toman presumiblemente en consideración, como también los demás riesgos asociados a las deudas, ya sean contraídas en el país o en el extranjero. De modo más general, cabe esperar que las empresas privadas evalúen cuidadosamente la rentabilidad neta que obtendrán de los fondos recibidos en préstamo comparándola con el costo neto, ya que su supervivencia como empresas estará en juego².

Las entradas de capital aumentaron en 1981 y el tipo de cambio real subió rápidamente. Fue este un período de alzas pronunciadas de los tipos de interés en dólares, cuando podría haberse esperado una salida de capital, pero los tipos interiores reales eran superiores al 30%, ya que la política monetaria se mantuvo muy restrictiva en vista de un déficit en cuenta corriente en rápido crecimiento producido por la apreciación monetaria, un auge del consumo y burbujas en los activos financieros y reales. El déficit comercial se incrementó desde unos 350 millones de dólares

¹ Sobre lo ocurrido en Chile véanse C. Díaz-Alejandro, "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, Nº 1/2, 1985; S. de la Cuadra y S. Valdés, "Myths and facts about financial liberalization in Chile", en P.L. Brock (ed.), *If Texas Were Chile: A Primer on Banking Reform* (San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press, 1992); y R. Ffrench-Davis, M. Agosin y A. Uthoff, "Capital movements, export strategy, and macroeconomic stability in Chile" en R. Ffrench-Davis y S. Griffiths-Jones (eds.), *Coping with Capital Surges: The Return of Finance to Latin America* (Boulder, Colorado: Lynne Rienner Publishers, 1995).

² Esa declaración la hizo A.W. Robichek, Director entonces de la División del Hemisferio Occidental del FMI, citada en Díaz-Alejandro, op. cit., pág. 9.

en 1979 a 2.700 millones de dólares en 1981, al aumentar las importaciones de bienes de consumo. Los deudores nacionales pasaron prontamente de préstamos en pesos a otros en dólares para reducir los costos de financiación, con la esperanza de que los tipos de interés internacionales caerían más que los nacionales. Las entradas de capital consistieron principalmente en créditos de bancos internacionales denominados en dólares. Se trataba mayormente de préstamos en dólares recibidos por los bancos recién privatizados y represtados a prestatarios locales: en 1981, los créditos de bancos locales expresados en dólares al sector de la construcción aumentaron 280% frente a un incremento del 13% de los préstamos en pesos. Buena parte de los mayores créditos se usó para financiar la adquisición de activos públicos que se estaban privatizando. La proporción de la deuda bancaria respecto del ingreso se disparó a más del 50% en casi todos los sectores de la economía, y el porcentaje que representaba la deuda en el capital social de los grandes conglomerados superó el 90%.

El régimen cambiario se hundió en 1982. Una parte importante del sistema bancario era ya insolvente cuando los préstamos extranjeros empezaron a expandirse rápidamente en 1980. En 1981, el Gobierno liquidó tres bancos comerciales, cuatro financieras y un banco de desarrollo, que representaban el 35% de los préstamos totales. En 1983, otros ocho bancos, con el 45% de los préstamos del sistema financiero, pasaron a ser controlados por el banco central, que en 1988 tenía préstamos bancarios fallidos que suponían casi el 20% del PIB. Sólo un banco comercial sobrevivió sin respaldo público. Es en ese momento cuando se pensó seriamente en acrecentar la supervisión y regulación cautelares del sistema bancario.

II. La crisis bancaria e inmobiliaria de los Estados Unidos y la deflación de deuda

La subida tan grande de los tipos de interés en los Estados Unidos que creó dificultades a los deudores latinoamericanos en los primeros años del decenio de 1980 también suscitó problemas a las sociedades de ahorro y crédito de los Estados Unidos³. La anulación del Reglamento Q, que confería a la Reserva Federal facultades para limitar los tipos de interés de los depósitos, condujo a partir de 1980 a una mayor competencia por el pasivo, tanto entre bancos como entre ellos y otras instituciones. Dejó a las sociedades citadas con grandes carteras de préstamos hipotecarios a 30 años con un tipo de interés fijo y bajo, cuando la competencia estaba incrementando la remuneración de sus depósitos. El resultado fue que casi todas esas entidades se volvieron inmediatamente insolventes; tuvieron que elegir entre pagar por sus depósitos más de lo que percibían por los préstamos que habían hecho, o contemplar como sus depósitos menguaban hasta que no dispusieran de recursos líquidos para hacer frente a las retiradas. En consecuencia, se ejercieron presiones para que se desregulara parte de los activos de los balances, lo que acabó redundando en una excesiva asunción de riesgos y creación de deuda. El Congreso otorgó a las sociedades de ahorro y crédito más libertad para ejercer actividades en nuevas esferas de mayor rentabilidad, tales como bonos de calidad inferior (los llamados bonos basura), contratos de futuros y opciones, créditos al sector inmobiliario, y préstamos a consumidores y tarjetas de crédito, al mismo tiempo que se aumentaba la cuantía de los depósitos que se beneficiaban del seguro federal al respecto. En suma, la nueva legislación era una invitación a que dichas sociedades resolvieran sus dificultades invirtiendo en activos de mucho riesgo y mucho rendimiento.

Esto dio pie a fraudes y creó riesgo moral. Como la mayoría de las sociedades de ahorro y crédito eran ya insolventes, su única posibilidad de sobrevivir estribaba en expandirse hacia zonas de actividad de alto riesgo, financiándose con depósitos que estaban ahora garantizados hasta el límite de 100.000 dólares, pero cuyos tipos de interés ya no estaban sometidos a un tope. Los bancos de inversión pronto desarrollaron unas lucrativas actividades como corredores de depósitos asegurados, proporcionando fondos en paquetes federalmente asegurados de 100.000 dólares a las citadas sociedades, que a su vez los invertían en proyectos de alto riesgo. Los bancos comerciales, los

³ Para una reseña más detallada de este episodio véanse el TDR 1991, segunda parte, capítulo II; el TDR 1992, segunda parte, capítulo II; y el TDR 1994, segunda parte, capítulo II.

fondos de pensiones y las compañías de seguros siguieron todos ellos a las sociedades de ahorro y crédito en la concesión de créditos para comprar, promover y construir, lo que provocó una burbuja en los mercados inmobiliarios. También surgieron otras alternativas con el crédito al consumo durante la recuperación que comenzó en 1983, y con el suministro de financiación muy apalancada para fusiones y adquisiciones.

En este proceso, empresas y consumidores aumentaron su endeudamiento hasta un nivel sin precedentes, mientras que las entidades financieras incrementaron sus préstamos con la garantía de activos de riesgo. En consecuencia, el ingreso y el gasto tanto de empresas como de hogares se volvieron cada vez más sensibles a los tipos de interés. Así, cuando la Reserva Federal empezó a aplicar una política monetaria más restrictiva después del desplome bursátil de 1987 con el fin de estrangular la inflación activos-precios, el resultado fue una de las recesiones más profundas de la posguerra. La baja de los precios de los bienes raíces ocasionó minusvalías y una insolvencia generalizada, reduciendo la disposición y capacidad de los bancos para prestar y la de empresas y consumidores para gastar. Sin embargo, como reacción a la debilidad del sistema financiero y de la economía, los tipos de interés a corto plazo se redujeron en los primeros años noventa casi a niveles negativos en términos reales, proporcionando así un alivio no sólo a los bancos, sino también a empresas y hogares, que pudieron elevar la curva de rendimientos y refinanciar la deuda pagando unos intereses bastantes más bajos. Tal cosa acabó provocando un auge del mercado de valores, reduciendo con ello los tipos de interés a largo plazo y contribuyendo a restablecer el estado de los balances, propiciando con ello una fuerte recuperación.

La experiencia estadounidense de liberalización financiera brindó varias lecciones importantes. En primer lugar, confirmó lo que ya se había aprendido con el caso chileno, a saber, que una liberalización acelerada de las instituciones que reciben depósitos ha de ir acompañada de una reglamentación cautelar apropiada. En segundo término, mostró que si bien asegurar los depósitos rara vez constituye la causa inicial de un comportamiento de riesgo moral que pone a los bancos en dificultades, su existencia puede generar ese comportamiento una vez que un banco se encuentre en dificultades; tal situación conduce entonces a cuantiosas pérdidas adicionales, pues ya no existe ninguna posibilidad de que los riesgos disminuyan. La respuesta adecuada de la política económica no es eliminar el seguro, sino disponer unos rápidos cierres para que un banco insolvente no pueda con el seguro de los depósitos jugar a una recuperación de las ganancias. Esto forma ahora parte de las disposiciones federales de regulación cautelar que proporcionan pautas precisas para cerrar o intervenir rápidamente los bancos en dificultad.

Por último, la política económica aplicada en los primeros años noventa fue ejemplar en el sentido de que abordó la deflación de deuda, haciendo posible que la economía estadounidense disfrutara de una de las recuperaciones más dilatadas de la posguerra.

III. La crisis monetaria del SME

De modo muy parecido a la crisis asiática, la crisis de 1992 del SME que obligó a Italia y al Reino Unido a salirse del MTC fue provocada por grandes movimientos de fondos de arbitraje a corto plazo en respuesta a los diferenciales en los tipos de interés y a las perspectivas de plusvalías en condiciones de tipo de cambio fijos y crecientes desequilibrios exteriores. Las salidas de los fondos de arbitraje se produjeron por una apreciación de los tipos de cambio europeos y un alza de los tipos de interés en Alemania. También hubo un rápido contagio cuando la decisión de devaluar la lira italiana provocó mucha especulación contra la libra esterlina, lo que acabó con la salida de ambas monedas del MTC, y un contagio posterior que produjo un ataque especulativo al franco francés en el verano de 1993. Además, la desregulación también desempeñó un papel, pues Italia había removido todas las restricciones que tenía aún vigentes respecto de la cuenta de capital y adoptó la banda de fluctuación estrecha del SME en 1991.

En razón de la relativa estabilidad de los tipos de cambio después de 1987, había una expectativa general de que los tipos de cambio del entonces existente MTC se mantendrían estables y se convertirían en los tipos de conversión para la creación de la moneda europea única en la tercera etapa de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En las economías de alta inflación y alto crecimiento de Italia y el Reino Unido, la estabilidad cambiaria se

logró durante ese período mediante políticas monetarias restrictivas que crearon grandes diferenciales en los tipos de interés con el resto de Europa, especialmente Alemania. Esto provocó grandes entradas de capital, financiadas con fondos obtenidos mediante préstamos a bajos tipos de interés en Alemania y los Estados Unidos. Tales entradas estuvieron inicialmente dominadas por bancos estadounidenses, que estaban también especulando con que la creación de la moneda común suscitaría una convergencia a la baja de los tipos de interés y reportaría, por tanto, plusvalías en los valores italianos y británicos en su poder. Así, a diferencia del Asia oriental, los préstamos se hacían en moneda nacional con el fin de beneficiarse de las ganancias de capital previstas. Por otra parte, se esperaba que el riesgo cambiario fuese pequeño; como el SME había siempre tenido reajustes "dentro de la banda", el mayor movimiento posible de los tipos de cambios sería inferior al 4,5%.

Los bancos de los Estados Unidos también invirtieron en esos mercados de alto rendimiento fondos en dólares que habían pedido prestados, pero como el dólar estaba flotando frente a las monedas europeas, el riesgo monetario era mayor. No obstante, dada la dificultad de cubrirse frente a la lira, la cuantía de los diferenciales y la debilidad del dólar, esas posiciones inicialmente no se cubrieron para hacerlo luego por conducto del marco alemán frente a una apreciación del dólar en el supuesto de que el tipo de cambio lira/marco no podía divergir más de lo que permitía la estrecha banda cambiaria del 4,5%. Respecto de la libra esterlina cabía cubrirse directamente.

Las grandes entradas de capital generadas por los diferenciales de los tipos de interés y las perspectivas de plusvalías fortalecieron esas monedas, y la gran acumulación de reservas hizo creer en su estabilidad. No obstante, por causa de los diferenciales en la inflación, también produjeron una apreciación real y un aumento de los déficit por cuenta corriente. A comienzos de 1992, se hizo patente que los crecientes déficit exteriores no podían sostenerse, y se registraron grandes salidas de capital de Italia. La continua depreciación del dólar hizo aún mayor la merma de competitividad, mientras que los tipos de interés más altos establecidos por el Bundesbank redujeron la atracción de los beneficios del arbitraje. Ganó así terreno la opinión de que la lira requeriría un ajuste superior a los tradicionales "dentro de la banda", probablemente de una magnitud hasta del 10 al 15%. Cuando las reservas italianas disminuyeron, los mercados forzaron en septiembre de 1992 una devaluación de la lira, conduciendo a un tipo de cambio que resultó ser insostenible, y la presión pronto se extendió a la libra esterlina; Italia y el Reino Unido suspendieron entonces su participación en el MTC. A diferencia del Asia oriental, ambos países experimentaron una recuperación muy rápida con el respaldo de un fuerte incremento de las exportaciones, usando la libertad que habían adquirido en lo que atañe a la política monetaria para reducir los tipos de interés en relación con los vigentes en Alemania⁴.

⁴ Para un análisis más completo de estos hechos véanse el TDR 1993, segunda parte, capítulo I; y el TDR 1994, segunda parte, capítulo II.

Capítulo IV

LA GESTIÓN Y PREVENCIÓN DE LAS CRISIS FINANCIERAS

A. Introducción

En este capítulo se examinan aspectos fundamentales tanto de la gestión o contención de las crisis financieras como de las medidas de política económica que pueden ayudar a prevenirlas. Aquí es menester distinguir entre crisis bancarias (donde frecuentemente, entre otras cosas, el público se precipita a retirar sus depósitos de una parte de los bancos) y crisis monetarias (que consisten en que residentes y no residentes huyen de la moneda), aunque ambas pueden estar estrechamente conectadas y (tal como se analiza en el capítulo III) casi siempre lo han estado en los países en desarrollo. En el caso de las crisis bancarias no puede trazarse razonablemente una distinción conceptual entre su manejo, por un lado, y su prevención, por el otro. El hecho de fortalecer la reglamentación y supervisión financieras, por ejemplo, está manifiestamente encaminado a cumplir ambos objetivos. Los capítulos III y IV se centran sobre todo en las crisis en las que los ataques a la moneda fueron acompañados de amenazas al sistema bancario. En esos casos, distinguir entre gestión y prevención es útil, y en la sección que sigue sobre cómo afrontar y resolver las crisis se estudian las medidas que cabe adoptar en respuesta a un ataque a la moneda para detenerlo o hacer que cambie de signo, limitando así los consiguientes daños a la economía nacional.

Los asuntos abordados en la gestión de una crisis son la política macroeconómica, la administración de las reservas y el acceso al crédito, la financiación mediante prestamistas internacionales de última instancia, y los procedimientos de moratoria internacional y reestructuración de los países deudores. En vista de los elevados costos y de los inciertos resultados que entraña el basarse en medidas internas en el país deudor donde se produce el ataque y en la financiación exterior mediante acuerdos como los que están actualmente en vigor o pueden razonablemente preverse, se presta especial atención a la última de las acciones mencionadas, es decir, a los procedimientos de mora y reestructuración.

Las medidas para prevenir una crisis pueden adoptarse en el plano global, nacional o regional, y el examen que aquí se hace analiza disposiciones y propuestas clasificadas bajo epígrafes que se ajustan en términos generales a dicho orden. No obstante, las disposiciones y propuestas estudiadas no siempre encajan cabalmente en esa pauta. La supervisión internacional, por ejemplo, pertenece claramente al primero de los tres niveles señalados, y las consultas y la colaboración regionales al tercero. Pero en el caso de otras medidas (tales como la regulación financiera, las intervenciones en materia de préstamos internacionales e inversión en cartera, los controles de capital y la política cambiaria), aun cuando la acción generalmente se hace en el plano nacional, en los últimos años esas medidas han sido objeto cada vez más de iniciativas globales o regionales al tener unos apreciables efectos derivados transfronterizos, suscitar problemas de beneficiarios gratuitos (producidos por las ventajas que reporta para un país el que otros cumplan normas, patrones o pautas que él por su parte no observa), o restringir la autonomía de la política económica nacional. Tal como se explica más adelante, las dos primeras consideraciones han revestido particular importancia en las iniciativas internacionales sobre regulación y supervisión financieras, y también en la cooperación multilateral en el plano regional y global para prevenir perturbaciones en los mercados monetarios y devaluaciones competitivas. La tercera consideración ha suscitado el régimen global de convertibilidad monetaria de las transacciones internacionales actuales, así como diversos sistemas convenidos por grupos menores de países para la remoción de las restricciones de los movimientos de capital. El régimen de la OMC para el comercio internacional de bienes y servicios recoge plenamente las tres consideraciones, y en sus acuerdos figuran disposiciones explícitamente encaminadas a abordar los problemas derivados de cada una de ellas.

B. Gestión y solución de las crisis financieras

1. Movimientos de pánico respecto de la deuda que acaban justificándose a sí mismos

Si bien cada crisis financiera resulta diferente en los países en desarrollo, todas ellas tienen un rasgo común: la precipitación de inversores y acreedores por salir y el consiguiente pánico financiero. A decir verdad, sean cuales fueren las causas próximas de las crisis financieras o los acontecimientos que desencadenen los ataques a las monedas, los inversores y acreedores internacionales de los países en desarrollo a menudo siguen un comportamiento gregario tanto al retirarse como al invertir o prestar. La crisis de la deuda del decenio de 1980 registró una reducción drástica de los préstamos de los bancos internacionales a deudores soberanos, mientras que durante la crisis mexicana de 1994-1995 el afán por salir de los acreedores internacionales se hizo en forma de una rápida liquidación de los efectos públicos y la conversión del producto de la venta en dólares. También, en las perturbaciones más recientes del Asia oriental, el rechazo a renovar préstamos a corto plazo juntamente con el afán de los deudores no cubiertos por evitar pérdidas cambiarias fue el principal factor que agravó la crisis.

Las excesivas reacciones de los acreedores ante las dificultades financieras de los deudores suelen explicarse en términos de un problema de acción colectiva. Aun cuando los acreedores como grupo estarán mejor si renuevan a su vencimiento el crédito a un deudor, un inversor por separado tendrá razones para precipitarse a hacer lo contrario. Un deudor que normalmente genere recursos suficientes para atender al servicio de toda su deuda pendiente se encontrará con problemas de liquidez si más de un determinado número de acreedores se niega a renovar los préstamos. Si no tiene acceso a liquidez, se verá obligado a reducir sus actividades o tendrá que vender a precios de saldo sus activos, lo que a su vez reducirá sus ingresos y su patrimonio, limitando aún más su capacidad para cumplir con el servicio de la deuda y, por tanto, perjudicando los intereses de los acreedores en cuanto grupo. En este sentido, los movimientos de pánico de la deuda reflejan la falla de los mercados para coordinar decisiones individuales y generar así un resultado superior tanto para los acreedores como para los deudores.

Las consecuencias de un movimiento generalizado respecto de la deuda por acreedores internacionales suscitado por una merma de la confianza son mucho más graves que los movimientos de pánico de quienes han prestado a deudores dentro del propio país. Ese comportamiento puede fácilmente convertir un problema de liquidez en insolvencias y suspensiones de pagos generalizadas al alterar los precios de activos clave, las tasas de interés y los tipos de cambio. Cuando no existan reservas en gran cantidad o no se tenga acceso a liquidez internacional, la capacidad de un país en desarrollo deudor de reembolsar la totalidad de su deuda exterior a corto plazo cuando se solicite no es mayor que la capacidad de un banco de hacer frente a unas retiradas masivas por parte de sus depositantes. Cuando las obligaciones exteriores revisten la forma de valores directos expresados en moneda nacional, como fue el caso con los cetes y tesobonos mexicanos, la demanda de divisas procederá directamente de los acreedores. En el caso de los préstamos bancarios, la retirada de los mismos por los acreedores extranjeros puede hacer que las empresas y los bancos deudores no cubiertos se precipiten hacia la moneda extranjera a fin de pagar su deuda o cubrir sus posiciones abiertas. Esto impulsaría a su vez a la baja el valor de la moneda nacional y elevaría los tipos de interés haciendo más difícil que los deudores atiendan al servicio de esa deuda y forzándolos a liquidar activos, intensificando con ello el proceso de deflación de deuda. No son sólo los deudores internacionales los que resultarían así perjudicados; también habría consecuencias macroeconómicas más amplias, como un pronunciado descenso del empleo y la producción.

Habría además presiones sobre los tipos de cambio y los precios de los activos desde otras dos fuentes. En primer lugar, los residentes tenderán a huir de los activos en moneda nacional, y podrán hacerlo fácilmente cuando la economía esté dolarizada y exista un fácil acceso a activos en divisas. En segundo término, los movimientos precipitados respecto de la deuda por parte de acreedores extranjeros van muchas veces asociados con una huida de instrumentos distintos de la deuda en poder de no residentes, especialmente de valores bursátiles. Como esos inversores han de hacer frente a una baja de los precios cuando intenten liquidar sus tenencias, la presión vendedora en el mercado monetario se vería debilitada. Asimismo, como también sufrirían los efectos de las depreciaciones,

pueden tener menos alicientes para salir. Sin embargo, la reacción excesiva de los inversores podría con todo ampliarse, desestabilizando la retroalimentación entre el mercado de valores y el monetario. A decir verdad, ha habido una correlación muy grande entre el colapso de los precios de acciones y obligaciones y el de los tipos de cambio en los episodios recientes de crisis financiera en los países en desarrollo, y ese vínculo ha resultado especialmente intenso en el Asia oriental.

Teóricamente, hay cuatro líneas de defensa frente a un ataque masivo a la moneda de un país deudor:

- adoptar medidas de política económica interna, especialmente sobre la moneda y los tipos de interés, para restaurar la confianza en el mercado y frenar las retiradas precipitadas;
- cubrirse manteniendo suficientes reservas y líneas de crédito en divisas;
- recurrir a un servicio internacional de prestamista en última instancia para obtener la liquidez necesaria;
- aplicar una moratoria unilateral de la deuda y restricciones cambiarias, e iniciar conversaciones para una reestructuración ordenada de la deuda.

Los últimos tres mecanismos afectan no sólo a la gestión de la crisis sino también a la probabilidad de que emerjan crisis de la deuda al desalentar los movimientos precipitados contra la moneda. La amenaza de una moratoria unilateral de la deuda puede también frenar las entradas de capital a corto plazo, evitando con ello una mayor fragilidad financiera exterior.

En los apartados siguientes se examinan la viabilidad y los costos y beneficios de establecer y utilizar tales mecanismos. La respuesta de la política económica a un movimiento de pánico respecto de la deuda generalmente ha resultado ineficaz, y la acumulación de reservas para hacer frente a ataques especulativos es extremadamente costosa y apenas practicable. Además, hay serias dificultades para establecer un servicio internacional de prestamista en última instancia que proporcione el tipo de liquidez necesaria para contrarrestar esos ataques a una moneda. Un modo efectivo de afrontar estos últimos consistiría en establecer un marco internacional de moratorias y reestructuraciones de la deuda para impedir que las consiguientes crisis de liquidez acaben en insolvencias.

2. La política monetaria y la confianza en el mercado

Los diferenciales en los tipos de interés son sin duda un determinante importante de los movimientos internacionales de capital. Unos tipos de interés internos más altos, ceteris paribus, estimularían las entradas de capital aumentando la rentabilidad del arbitraje en los mercados de divisas. También podrían ser una indicación de que quienes dirigen la política económica están decididos a corregir ciertas inestabilidades macroeconómicas, tales como un excesivo gasto interno y grandes desequilibrios externos, cuando amenacen presionar sobre la moneda. En tales circunstancias, una política monetaria restrictiva y unos tipos de interés más altos pueden desempeñar un papel importante en la estabilización de las corrientes de capital.

No obstante, tal como muestra lo ocurrido en el Asia oriental, cuando cunde el pánico en los mercados financieros, los efectos probables de las restricciones monetarias y de los tipos de interés más elevados sobre los flujos de capital son sumamente diferentes, ya que ejercen una gran influencia sobre el riesgo crediticio. La retirada de los préstamos extranjeros y la huida de la moneda comenzaron en primer lugar porque prestamistas e inversores no esperaban recibir los rendimientos de sus activos. Unos tipos de interés más altos simplemente señalan una disminución de la solvencia y un aumento del riesgo de impago, y la rentabilidad esperada ajustada por el riesgo tenderá a caer cuando suben esos tipos.

Para los prestamistas internacionales con créditos denominados en dólares, unos tipos de interés internos más altos en el país deudor no alterarán la rentabilidad de sus activos. Pero al incrementar las dificultades financieras de sus deudores y al reducir sus ingresos y patrimonio, aumentarán la probabilidad de impagos. Así, no supondrán un incentivo para que esos prestamistas extranjeros renueven sus préstamos en vigor u otorguen créditos nuevos.

Tampoco los tipos de interés elevados son siempre eficaces para frenar el éxodo de capitales hacia monedas extranjeras desencadenado por las expectativas de unas grandes depreciaciones. Incluso tipos de dos dígitos no consiguen persuadir al público de que mantenga su capital en activos en moneda nacional cuando se piensa que esos tipos son políticamente difíciles de mantener, como se vio en algunos países europeos durante la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) de 1992-1993, pues tales activos domésticos presentan un gran riesgo de impagos.

Si se aplican de manera persistente, las restricciones monetarias y los altos tipos de interés pueden sin duda llegar a estabilizar la moneda intensificando las dificultades de los deudores y aumentando las bancarrotas y las suspensiones de pagos, esto es, reduciendo la venta más bien que incrementando la compra de moneda nacional. Como la deflación de deuda y la recesión se intensificarán, los deudores se volverán cada vez más insolventes e incapaces de allegar fondos para adquirir divisas y atender al servicio de su deuda o para cubrirse frente al riesgo cambiario. Sin embargo, los mercados se estabilizarían más por la contracción de la economía y el incremento de los impagos que por el retorno del capital extranjero.

Al margen totalmente de la ineficacia de una política monetaria restrictiva para contener los movimientos de pánico respecto de la deuda que se acaban justificando por su misma evolución, también tiene poco fundamento económico defender el tipo de cambio a expensas de un alza de las tasas de interés. Las devaluaciones tienden a perjudicar sobre todo a quienes adolecen de desajustes monetarios entre sus posiciones de activo y pasivo, lo que a menudo es un reflejo de comportamientos especulativos. En cambio, la subida de los tipos de interés a corto plazo también causa un quebranto a los inversores nacionales con desajustes en los vencimientos. Asimismo, los sectores de bienes comercializables se resienten más de unos tipos de interés altos que de las devaluaciones; ello hace más difícil proceder a un arreglo de los pagos basado en mayor medida en la expansión de las exportaciones que en la reducción de las importaciones.

3. La política en materia de reservas

A veces se sugiere que los países deudores deberían mantener reservas adecuadas para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo con el fin de evitar una tormenta monetaria cuando se producen retiradas masivas de préstamos e inversiones extranjeras. Quienes propugnan esa política aducen la experiencia de economías con grandes reservas (como China; Provincia china de Taiwán; y Hong Kong, China), argumentando a este respecto que unas reservas cuantiosas también frenarían los ataques especulativos a la moneda.

No obstante, las consecuencias de acumular una gran cantidad de reservas mediante endeudamiento son muy diferentes de cuando las reservas se acopian gracias a unos excedentes comerciales. Una manera de acumular tales reservas es esterilizar buena parte de las entradas de capital, es decir, absorber sus rendimientos mediante la emisión de instrumentos de deuda interior. No obstante, esa estrategia presenta cierto grado de circularidad. En efecto, significa que un país debería endeudarse a corto plazo sólo cuando no use los réditos de esos préstamos para financiar inversiones e importaciones. Tal estrategia puede resultar muy costosa para la economía, ya que lo que reportan las reservas de divisas generalmente se queda por debajo del costo del endeudamiento exterior.

Asimismo, el costo de esterilizar el endeudamiento privado incumbe totalmente al sector público. En realidad, las pérdidas de este sector serán superiores al costo cambiario de mantener esas reservas, ya que los tipos de interés internos reales de la deuda pública superarán por un gran margen a los intereses que reporten las reservas. Habrá así una transferencia neta del sector público al privado, además del costo neto incurrido por la economía en su conjunto. A decir verdad, la experiencia muestra que una estrategia de esa índole puede suscitar grandes déficit fiscales o pérdidas del banco central (déficit cuasifiscales).

Una variante de esta propuesta es que el sector público cubra totalmente las obligaciones externas a corto plazo del sector privado endeudándose a largo plazo e invirtiendo a corto en el extranjero. No obstante, no todos los gobiernos tienen acceso a un endeudamiento exterior a largo plazo. Y lo que es más importante, el costo de esa

operación puede resultar prohibitivo, particularmente cuando los tipos internacionales a plazo largo superan a aquellos a corto por un gran margen y la prima de riesgo de la deuda soberana a largo plazo es alto.

Una estrategia similar consiste en mantener líneas de crédito con bancos privados extranjeros y usarlas cuando haya que hacer frente a un ataque, lo que equivale a disponer de un servicio de prestamista privado de última instancia. Aquí también, sin embargo, ese modo de proceder sólo funcionará si las cantidades son pequeñas. Asimismo, los costos incurridos pueden ser muy grandes y no hay garantías de que los bancos mantengan ese crédito cuando se produzcan retiradas generalizadas de los préstamos extranjeros.

Otro problema es que la vulnerabilidad a la retirada de fondos no se limita a los créditos a corto plazo. En este particular, lo que importa es la liquidez más que el vencimiento de las obligaciones. Una retirada masiva de fondos de los mercados de acciones y obligaciones o de bonos puede causar dificultades similares en el mercado monetario, incluso aunque la baja de los precios de esos activos tienda a aliviar las presiones sobre el tipo de cambio. Cuando los mercados bursátiles y de bonos sean importantes y la presencia extranjera apreciable, las situaciones bajistas en esos mercados pueden fácilmente traducirse en una huida respecto de la moneda nacional, necesiéndose intervenciones en gran escala para estabilizar el tipo de cambio. El costo de mantener unas reservas lo bastante grandes para hacer frente a esa eventualidad sería prohibitivo.

4. Medidas de ayuda y servicios internacionales de prestamista de última instancia

El suministro de liquidez por un prestamista internacional de última instancia para estabilizar los mercados monetarios no ha sido la respuesta de la política económica a las crisis monetarias de los países en desarrollo. Más bien, la asistencia coordinada por el FMI se ha facilitado por lo general después del colapso de la moneda, en forma de operaciones de emergencia destinadas a atender las demandas de los acreedores y prevenir las suspensiones de pagos. Esas operaciones, sin embargo, plantean problemas por muchos motivos. En primer lugar, protegen a los acreedores al evitar que asuman todos los costos de unas malas decisiones en materia de préstamos, haciendo así recaer toda la carga sobre los deudores. En segundo término, tienden consiguientemente a crear un riesgo moral en los prestamistas internacionales, fomentando unas prácticas crediticias imprudentes. No sólo reducen la preocupación de los acreedores por el riesgo de liquidez, sino a menudo, al ofrecer garantías públicas ex post a la deuda privada, también tienden a reducir la percepción del riesgo de impago. En tercer lugar, la financiación internacional requerida ha supuesto cantidades cada vez mayores que han sido difíciles de allegar.

No obstante, también existen serios impedimentos para crear un prestamista internacional genuino de última instancia que evite esos problemas. El funcionamiento efectivo de un servicio de esa índole dependerá de dos condiciones: tendría que haber unas normas y requisitos razonablemente bien definidos que el prestatario debería satisfacer, y el prestamista de última instancia gozaría de facultades discrecionales para crear liquidez al ejercer su cometido.

Entre los actuales acuerdos multilaterales para proporcionar financiación exterior, los servicios que existen dentro de la UE quizá sean los que cumplan menos mal ambas condiciones. Tales servicios facilitan un respaldo a corto plazo a los países miembros de la UE tanto si participan en el mecanismo de tipos de cambio (MTC) del SME como si no participan, así como otra financiación a plazo más largo. El acceso a financiación exterior a corto plazo se garantiza a un participante en el MTC mediante la intervención en los mercados cambiarios para mantener su moneda dentro de los límites de fluctuación prescritos; el endeudamiento mediante esos servicios queda sujeto a nuevas condiciones sólo si el vencimiento del préstamo se amplía más allá de un período inicial, que puede llegar a ser aproximadamente de dos meses y medio. Los países miembros de la UE dispondrán de otra financiación exterior a corto plazo dentro de ciertos límites una vez que tal cosa se haya convenido de conformidad con los procedimientos establecidos. También se contará con financiación exterior a plazo medio dentro de límites específicos sujetos a un acuerdo multilateral similar respecto de las necesidades del país prestatario (después de tomar en cuenta las medidas de política económica que adopte para superar sus dificultades).

En términos estrictos, el FMI no satisface ninguna de las condiciones anteriores para poder ser un prestamista de última instancia. En realidad, esa institución no se concibió originariamente para proporcionar financiación a aquellos de sus miembros que tropiezan con problemas de liquidez asociados a las corrientes de capital. El artículo VI de su Convenio Constitutivo prevé específicamente los préstamos destinados a financiar salidas persistentes de capital. Hasta ahora en sus intervenciones con tal fin el FMI ha recurrido al suministro de fondos por sus principales accionistas. A raíz de la crisis mexicana se hizo una propuesta para crear un nuevo "servicio de financiación a corto plazo" (SFCP) con tal propósito¹. El servicio se usaría por países muy integrados en los mercados internacionales de capital, incluidos países industriales y mercados emergentes. No obstante, tal propuesta tropezó con muchas dificultades.

La primera se refiere a las condiciones en que se facilitaría la financiación a los países con problemas de liquidez. En la propuesta del SFCP se preveían dos posibilidades: un derecho automático de giro (análogo al tramo de oro) y un giro sujeto a la aprobación del Directorio Ejecutivo. Se pensaba que con ese proceder en dos etapas se conseguiría un equilibrio entre celeridad y riesgo. Mientras el acceso automático aseguraría una respuesta en tiempo oportuno a las presiones del mercado, también podría crear mayor incertidumbre para el FMI y suscitar un riesgo moral en el prestatario. En cambio, el giro condicional reduciría aquella contingencia en el caso del Fondo, pero las negociaciones y la aprobación podrían causar grandes demoras e incertidumbres y acabar menoscabando la confianza del mercado. El documento del Fondo sugería que en el caso del giro condicional la solicitud se hiciera en el momento de las consultas del artículo IV, y que el servicio no serviría para financiar déficit insostenibles por cuenta corriente. En este sentido, la aceptación por el Fondo del acceso supondría el marchamo de la aprobación de la posición subyacente del país en materia de pagos exteriores.

En principio, el acceso a un servicio de prestamista de última instancia dependería de que se cumplieran unas condiciones especificadas de antemano, más bien que del compromiso de que se emprenderán ciertas acciones después de que la crisis se produzca. Tales condiciones pueden referirse no sólo a la sostenibilidad de los tipos de cambio y las posiciones por cuenta corriente, sino también a factores que afectan a la estabilidad financiera, como la cuantía y la estructura de vencimientos de la deuda exterior y una regulación cautelar efectiva. El prestamista de última instancia debería gozar de facultades y de capacidad para supervisar hasta qué punto esas condiciones se satisfacen y determinar si los países las cumplen.

Existen, con todo, serias dificultades para aplicar ese modo de proceder. En primer lugar, se requeriría una ampliación considerable de las consultas del artículo IV sobre cuestiones relacionadas con la cuenta de capital, y no está claro si tal cosa exigiría modificar el Convenio Constitutivo con el fin de otorgar al Fondo jurisdicción en tales asuntos. En segundo término, puede no ser fácil ponerse de acuerdo sobre qué constituye el conjunto pertinente de medidas de política económica e instituciones. Por ejemplo, ha habido una controversia considerable sobre las acciones demandadas por el Fondo como parte de su conjunto de ayudas a la República de Corea; a decir verdad, se ha considerado que algunas de las condiciones impuestas interfieren "innecesariamente en la jurisdicción propia de un gobierno soberano" y no constituyen cuestiones técnicas para hacer frente al problema de pagos². Asimismo, la idoneidad de la política económica nacional para sostener el tipo de cambio y la estabilidad financiera cuando un país está integrado en los mercados internacionales de capital plantea problemas de interpretación que van más allá de los suscitados tradicionalmente en los casos de supervisión del FMI. Así, pueden surgir diferencias considerables entre el Fondo y el miembro de que se trate durante las consultas del artículo IV sobre el cumplimiento de las condiciones de habilitación. Por último, si bien la experiencia confiere mucho peso a la sugerencia de que las crisis

¹ Esta idea en realidad se remonta al Comité de los Veinte. Fue reavivada por el FMI en 1994, y elaborada en un documento de la dirección titulado "A short-term financing facility" (Washington, D.C., FMI, septiembre de 1994). Para un examen de las cuestiones suscitadas véanse E.V.K. Fitzgerald, "Intervention versus regulation: The role of the IMF in crisis prevention and management", UNCTAD Review, 1996; y J. Williamson, "A new facility for the IMF", en UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol. VI (publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.96.II.D.7), Nueva York y Ginebra, 1995.

² M. Feldstein, "Overdoing it in East Asia", Foreign Affairs, marzo/abril de 1998, pág. 26.

financieras pueden producirse a pesar de unos reglamentos cautelares efectivos y de unas posiciones macroeconómicas sostenibles, hay una tendencia a asumir que vienen causadas principalmente por una política económica defectuosa y la debilidad del mecanismo institucional. Por ejemplo, varias de las fallas de la política económica y las instituciones del Asia oriental surgieron a la luz sólo después de la crisis, aunque la política económica y los resultados de esos países habían sido muy alabados anteriormente. Si el simple hecho de que una crisis ha ocurrido se toma como una prueba prima facie de una política económica y unas instituciones deficientes, nunca será posible que los países en desarrollo estén habilitados para recurrir a un servicio de prestamista de última instancia sin compromisos adicionales y hasta ahora no especificados de que emprenderán ciertas acciones.

Una segunda serie de problemas se refiere al nivel de acceso y a la adecuación de los fondos. En la propuesta de 1994 se preveía que estos últimos estuvieran en proporción a la cuantía de las pérdidas de reservas que los países pueden soportar, pero no se pensaba que el servicio financiara los choques plenamente. Se consideraba un 300% de aquella cuantía como posible límite superior. Esa cantidad sería ciertamente muy modesta en relación con las posibles necesidades derivadas de unas salidas repentinas, pero podría absorber una proporción importante de los recursos del Fondo. Por ejemplo, en la crisis mexicana de 1994-1995, la oferta inicial del FMI de financiación de 7.800 millones de dólares suponía tres veces la cuota del país. Incluso, aunque esa cifra se elevó después a 17.800 millones de dólares, representando no más que un tercio del conjunto total de ayudas, se consideró por muchos como insólitamente elevada y arriesgada para el Fondo.

La intervención reciente del FMI en el Asia oriental superó también en mucho las cuotas de los países de que se trata, y se sufragó mediante disposiciones especiales y procedimientos de financiación urgente establecidos después de la crisis mexicana en la hipótesis de que "se esperaba que no se hiciera mucho uso de esos procedimientos de emergencia, y que el papel del FMI no pasaría de ser catalítico"³. Al ahondarse la crisis en el Asia oriental, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó en diciembre de 1997 el Servicio de Reservas Suplementarias para facilitar financiación a países que experimenten dificultades excepcionales de pagos mediante un acuerdo ampliado o un acuerdo de derecho de giro sumamente condicional por tiempo de hasta un año⁴.

Teóricamente, los DEG podrían desempeñar un papel fundamental en la creación de un servicio de prestamista de última instancia, al convertirse en un genuino activo fiduciario y aumentar su cometido y su parte en las reservas globales. En realidad, después de que se desencadenara la crisis mexicana, en su declaración a la Cumbre Social de Copenhague de 1995, el Director Gerente del FMI sugirió que una cura efectiva dependía de que "se convenciera a nuestros miembros de que mantuvieran, por lo que atañe al FMI, el nivel apropiado de recursos que permitiera frenar crisis similares cuando ocurrieran", añadiendo que esto implicaría, entre otras cosas, una decisión acerca de "trabajos ulteriores sobre el papel que los DEG podrían desempeñar en implantar una red de seguridad financiera de última instancia en el mundo"⁵. Ese paso obligaría a modificar el Convenio Constitutivo y podría encontrar la oposición de algunos grandes países industriales. Como se insiste en que el FMI debería seguir siendo mayormente una institución basada en las cuotas, la financiación mediante la emisión de bonos por esa institución también se descarta. Esto deja los recursos normales del Fondo, juntamente con sus servicios de préstamo, como la única fuente potencial de financiación. No obstante, por sí solos no proporcionarían financiamiento de la magnitud facilitada por el FMI y otras fuentes durante las recientes crisis de México y el Asia oriental.

³ IMF Survey, Supplement on the IMF, septiembre de 1996, pág. 15.

⁴ IMF Survey, 12 de enero de 1998, pág. 7.

⁵ IMF Survey, 20 de marzo de 1995, pág. 86.

Las operaciones de ayuda del FMI seguirán así basándose en acuerdos ad hoc con los principales países industriales. En vista de la creciente preocupación del público por el reparto de las cargas y el riesgo moral, y por la cuantía e incertidumbre cada vez mayores de esas operaciones, no hay garantías de que en lo futuro se cuente siempre con los fondos necesarios. Los críticos señalan más y más la índole no transparente de tales operaciones. Asimismo, también es motivo de preocupación el riesgo de impago para los países que proporcionan los fondos de ayuda. Aunque México pudo reembolsar rápidamente su deuda con los Estados Unidos a raíz de la operación de emergencia refinanciándola en los mercados internacionales de capital, nada asegura que otros deudores con problemas sean igualmente capaces. Se suscitan así cuestiones sobre si esa transformación de deuda exterior no podría lograrse sin pasar por operaciones de rescate del FMI y sin crear riesgos para los contribuyentes de los países acreedores⁶. A este respecto, la aplicación de principios de insolvencia, examinados en el apartado siguiente, puede proporcionar una alternativa eficaz.

5. Procedimientos de insolvencia y crisis internacionales de la deuda

a) Principios de insolvencia

Comentando la crisis de la deuda del decenio de 1980 hace más de 10 años, la secretaría de la UNCTAD expresaba el dilema principal que afrontan los países deudores como sigue:

La inexistencia de un marco imparcial y bien articulado para solucionar los problemas internacionales de la deuda crea el gran peligro, que en parte ya se ha materializado, de que los deudores internacionales se vean en las dos peores situaciones posibles; pueden padecer (y muchos ya lo padecen) el estigma económico y financiero de que se les considere de facto en quiebra, con todas las consecuencias que esto supone para su solvencia y la obtención de financiación en el futuro, y al mismo tiempo no reciben en gran parte los beneficios de la ayuda y la reorganización financieras que acompañarían una quiebra de jure tramitada de manera similar a la prevista en el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos⁷.

Los procedimientos concursales revisten especial interés en las crisis internacionales de deuda producidas por problemas de liquidez, al proponer una reestructuración financiera más que una liquidación. En el Código de Quiebras de los Estados Unidos se basan en la premisa de que el valor de la empresa como un conjunto de actividades que se están ejerciendo excede del valor de sus activos en el caso de liquidación. No se nombra ningún administrador o síndico para hacerse cargo de las actividades de los deudores, y por lo general éstos siguen en posesión de sus bienes, con todas las facultades de un fideicomisario⁸. La finalidad de estos procedimientos es facilitar una reestructuración ordenada en tres etapas.

Al principio tales procedimientos permiten una moratoria automática del servicio de la deuda con el fin de proporcionar a los deudores que siguen en posesión de sus bienes un respiro por parte de sus acreedores, que no pueden emprender acciones legales o ejecutar el pago de las deudas. La cláusula de mora automática se basa en el reconocimiento de que el hecho de que los acreedores compitan por hacerse con los activos es perjudicial para el deudor tanto como para los acreedores en cuanto grupo. Brinda al primero una oportunidad para que formule un plan de reorganización y garantiza la paridad de trato de los segundos. La solicitud de quiebra paraliza todas las acciones

⁶ Véase, por ejemplo, A. J. Schwartz, "The world's Central Bank. Time to terminate the ESF and IMF" (Washington, D.C., National Bureau of Economic Research, 1998), mimeografiado.

⁷ TDR 1986, anexo al capítulo VI.

⁸ Véanse también J. Sachs, "External debt, structural adjustment and economic growth", en UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*. Vol. IX. (publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.98.II.D.3), Nueva York y Ginebra, 1998; y, UNCTAD, *Informe de 1992 sobre las inversiones en el mundo*, recuadro XI.I.

contra el deudor, con lo que las obligaciones derivadas de los intereses futuros del endeudamiento anterior a la solicitud cesan de acumularse a partir de la fecha de esta última y no pueden hacerse valer contra el deudor.

En la segunda etapa, entre la solicitud y el final de la quiebra mediante la reorganización de las cuentas del deudor, el Código permite que este acceda al capital de explotación necesario para proseguir con sus actividades. Ello se hace otorgando una preferencia a la deuda contraída después de la solicitud. Esa financiación del deudor en posesión de sus bienes no depende de la autorización de los acreedores existentes, y se aprueba siempre que se piense que la continuidad de las actividades de la empresa aumentará su valor.

La etapa final es la reorganización del activo y pasivo del deudor y de sus actividades. El Código desalienta las posiciones cerradas de cualquier grupo de acreedores y acelera el proceso hacia una rápida solución. El plan no requiere el apoyo unánime de los acreedores (basta la aceptación de la mitad de ellos y de los dos tercios de la cuantía de las deudas), y el deudor puede obtener la aprobación judicial de sus planes de reorganización mediante las cláusulas llamadas de "cram down", que disponen la aceptación forzosa de los mismos.

Estos procedimientos se usan no sólo para la deuda privada. El capítulo 9 del Código se ocupa de los deudores públicos (municipios) y aplica los mismos principios del capítulo 11. El reciente éxito de la reorganización de la deuda del Condado de Orange se hizo con arreglo al capítulo 9. Disposiciones similares existen en casi todos los demás países industriales. Aunque no siempre van tan lejos como los Estados Unidos en la salvaguardia de los intereses y las necesidades del deudor, no establecen procedimientos rígidos y legalistas encaminados a satisfacer el interés de los acreedores a toda costa⁹.

b) Aplicación internacional

Los deudores internacionales privados pueden disfrutar de una protección frente a la insolvencia mediante cláusulas en sus contratos con los acreedores aun cuando la aplicación de las mismas suscite muchas y complejas cuestiones legales, tales como la determinación del derecho y la jurisdicción competentes y el problema del cumplimiento¹⁰. No obstante, en los casos en que haya unos movimientos generalizados de los acreedores para recuperar la deuda, esa protección no brindará mucha ayuda al país de que se trate incluso si el grueso de la deuda exterior está en manos de empresas y bancos privados. Si hay muchos deudores, será muy difícil iniciar simultáneamente procedimientos de insolvencia respecto de todos ellos a fin de frenar la carrera de los acreedores por hacerse con los activos. Asimismo, como en el caso del Asia oriental, casi todos los deudores privados pueden ser realmente solventes y estar, por ende, poco dispuestos a solicitar una situación de insolvencia, aunque el país quizá no cuente con reservas para atender la demanda de divisas¹¹. Sin embargo, como ya se señaló, los movimientos de unos acreedores inducidos por el pánico pueden hacer a esos deudores insolventes, y ese peligro será mayor cuando la deuda exterior corresponda al sector privado y se hayan desmantelado los controles cambiarios. Con una deuda soberana, la "carrera de activos" sobre la moneda estará limitada, y los controles de los tipos de cambio pueden ayudar a que los residentes no se desprendan de activos nacionales. Incumbirá a los gobiernos tomar medidas para garantizar el tipo de protección suministrada por los procedimientos de insolvencia, particularmente la moratoria de la deuda.

⁹ Para una comparación de los códigos concursales de los Estados Unidos, el Reino Unido y Alemania, véanse B. Eichengreen y R. Portes, *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors* (Londres: Centre for Economic Policy Research, 1995); y J. Franks, "Some issues in sovereign debt and distressed reorganizations", *ibid.*, anexo 2.

¹⁰ Sobre tales cuestiones véase D. M. Sassoon y D.D. Bradlow (eds.), *Judicial Enforcement of International Debt Obligations* (Washington, D.C.: International Law Institute, 1987).

¹¹ Este fue también el caso de México en 1994-1995 cuando el Gobierno era solvente, en el sentido de que podía reembolsar en pesos a todos los tenedores de los tasebonos pendientes que estaban vinculados al dólar, pero el banco central no contaba con reservas suficientes para que esos tenedores convirtieran los pesos en dólares.

No obstante, las prácticas judiciales corrientes y las acciones de los gobiernos en los principales países industriales no permiten a los gobiernos deudores beneficiarse de los procedimientos de moratoria de la deuda en el caso de obligaciones exteriores (véase el recuadro 4). En este contexto se suscita la cuestión de si las disposiciones pertinentes del Convenio Constitutivo del FMI pueden brindar una base legal para que los gobiernos deudores tomen medidas mediante controles cambiarios. La disposición que hace más al caso figura en la sección 2 b) del artículo VIII:

Los contratos de cambio que comprendan la moneda de un país miembro y que sean contrarios a las disposiciones de control de cambios mantenidas o impuestas por dicho país miembro de conformidad con este Convenio serán inexigibles en los territorios de cualquier país miembro. Además, los países miembros podrán, por mutuo acuerdo, cooperar en la aplicación de medidas que tengan por objeto hacer más eficaces las disposiciones de control de cambios de cualquiera de los países miembros, siempre que dichas medidas y disposiciones sean compatibles con este Convenio.

Este artículo ha dado pie a interpretaciones diferentes y contradictorias¹². Según un parecer, permite a los gobiernos tomar decisiones unilaterales de mora de los pagos de la deuda, ya que con arreglo a la sección 3 del artículo VI los miembros tienen libertad para imponer controles de capital sin la aprobación del FMI. Los tribunales de los países miembros no pueden desestimar esas medidas si son compatibles con el Convenio Constitutivo. De ello se sigue, por tanto, que toda suspensión del servicio de la deuda introducida en el contexto de controles cambiarios aprobados por el FMI entrañaría que los contratos de deuda no se podrían ejecutar por los tribunales de ningún miembro de Fondo.

Según otra opinión, éste no era el propósito original de la cláusula. A decir verdad, existen considerables ambigüedades acerca de conceptos tales como control de cambios y contratos de cambio, permitiendo diferentes interpretaciones. Si bien los tribunales parecen favorecer en Francia una interpretación más amplia, los de los Estados Unidos y el Reino Unido tienden a definir los contratos cambiarios sólo como aquellos que tienen por objetivo inmediato el canje de medios de pago internacionales, más bien que todo contrato que afecte a las reservas de divisas de un país. Consiguientemente, en esa interpretación los acuerdos de préstamos internacionales no son "contratos de cambio" y, por ende, no caen dentro del ámbito del artículo¹³.

En la práctica, los gobiernos son reacios a recurrir a la suspensión unilateral del servicio de la deuda y a controles cambiarios incluso en el caso extremo de un pánico financiero. Las razones expuestas por el FMI son que:

Como no existe un procedimiento legal bien definido y aceptado que se aplique en tales casos, el sistema de resolver el problema de la deuda mediante una reestructuración involuntaria resulta ser necesariamente ad hoc con un resultado incierto. Los tenedores de bonos pueden intentar corregir la situación, mediante acciones individuales o coordinadas, procurando hacerse con los activos de los deudores o amenazando con perturbar sus sistemas comerciales y de pagos ... Acreedores que quieran beneficiarse sin esfuerzo también pueden socavar cualquier solución negociada intentando que se paguen en su caso las deudas de que son titulares. Además, una reestructuración involuntaria de la deuda dañará la solvencia e incrementará posiblemente el costo de acceder a los mercados internacionales en el futuro¹⁴.

¹² Véanse L. Nurick, "The International Monetary Fund Articles of Agreement", en Sassoon y Bradlow (eds.), *op. cit.*; y Eichengreen y Portes, *op. cit.*

¹³ Para varias normas basadas en esa interpretación, véase Nurick, *op. cit.*, págs. 111 a 113.

¹⁴ International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues (Washington, D.C.: FMI, 1995), pág. 11.

Recuadro 4

FALLOS JUDICIALES EN LOS ESTADOS UNIDOS SOBRE LA APLICACIÓN DEL CAPÍTULO 11 DEL CÓDIGO DE QUIEBRAS A DEUDA INTERNACIONAL

En 1982 las dificultades de pagos hicieron que el Gobierno de Costa Rica suspendiera el pago del servicio de la deuda por tres bancos públicos. Inicialmente, el asunto llevado por los acreedores ante el Tribunal del Distrito de Nueva York en 1983 fue desestimado con el argumento de que la acción del Gobierno costarricense constituía un acto de Estado – es decir, era "gubernamental" (en contraposición con comercial) – tanto por su índole como por su finalidad ¹. El Tribunal de Apelación confirmó ese fallo, aunque por motivos diferentes, a saber, que la acción era consistente con el derecho y la política seguida en los Estados Unidos, con referencia en particular al capítulo 11 del Código de Quiebras. Dictaminó que la acción de Costa Rica "no era una repudiación de la deuda sino más bien un simple aplazamiento de los pagos mientras intentaba de buena fe renegociar sus obligaciones", y era "plenamente compatible con el espíritu de las leyes sobre la quiebra, cuya obligatoriedad para los que están sujetos a la jurisdicción competente es reconocida por todas las naciones civilizadas", lo que provocó comentarios en la prensa financiera como el de que Nueva York era "inseguro para los acuerdos sobre préstamos" ².

No obstante, después de reabrir el asunto el mismo tribunal se desdijo en 1984, cuando "el Gobierno de los Estados Unidos afirmó sin rodeos que la decisión anterior del tribunal había interpretado incorrectamente la política estadounidense como un apoyo a la aplicación de los decretos costarricenses" ³. El tribunal falló que la declaración del Departamento de Justicia establecía claramente que la política del Gobierno era respaldar "un procedimiento de solución de la deuda que operase con los auspicios del Fondo Monetario Internacional", y que "el intento de Costa Rica de reestructurar unilateralmente obligaciones privadas era incompatible con este sistema de cooperación y negociación internacionales y, por lo tanto, con la política de los Estados Unidos".

El fallo final estableció en efecto que para que los gobiernos extranjeros disfrutaran de protección en caso de insolvencia en los tribunales estadounidenses, sus acciones deberían ser conformes no sólo con el derecho de los Estados Unidos sino también con la política de ese país respecto de la reestructuración de la deuda internacional. A decir verdad, ese fallo dio pie a observaciones tales como la de que "las doctrinas legales vigentes en los Estados Unidos ... no podían fácilmente extenderse para crear lo que equivalía a un código de prácticas internacionales en materia de bancarrotas, cuando no había leyes ni otra base para tal fin ... Al faltar pautas acerca de lo que constituía una renegociación de buena fe de una deuda soberana, la suspensión de los remedios legales de los acreedores podría facultar a un poder soberano extranjero a actuar unilateral y arbitrariamente en materias que afectan directamente a los bancos de los Estados Unidos e indirectamente a la estabilidad del sistema bancario de este país" ⁴.

¹ Para un estudio completo de este asunto véanse L. C. Buchheit, "Act of State and comity: Recent developments" en Sassoon y Bradlow, *op. cit.*: y TDR 1986, recuadro 6. Las citas que se hacen a continuación de las referencias a los fallos judiciales están tomadas de esas dos fuentes.

² Financial Times, 24 de mayo de 1984.

³ Buchheit, *op. cit.*, pág. 103.

⁴ *Ibid.*, pág. 102.

Sin embargo, el Fondo también reconoce que "puede haber razones económicas y políticas de peso para una reestructuración involuntaria respaldadas por un cálculo económico que indique que unos mayores costos de financiación en lo futuro serán menores que las pérdidas y el peso muerto que entraña un reajuste interno rápido y profundo"¹⁵.

En vista de las deficiencias de las actuales disposiciones institucionales para afrontar las crisis de deuda, y la mayor capacidad de los mercados financieros para infligir serios daños, ahora se acepta cada vez más la necesidad de reformas. Tal como se dijo antes, hay muchas dificultades para emplear los procedimientos nacionales de insolvencia en la solución de las crisis internacionales de deuda. Asimismo, sería difícil repetir esos procedimientos en el plano internacional para contratos crediticios transfronterizos. También ha de reconocerse que la reorganización de la deuda internacional inevitablemente cobra una dimensión política sustancial. Todo ello ha de tenerse presente a la hora de diseñar un marco global para abordar los problemas internacionales de la deuda.

Los debates sobre la reforma se han centrado hasta ahora en la deuda soberana y en el modo de aplicar internacionalmente el tipo de principios y procedimientos sobre bancarrotas del capítulo 11 (o del 9) del Código de Quiebras de los Estados Unidos. Una propuesta es crear un tribunal concursal internacional con el fin de extender la aplicación del capítulo 11 mediante un tratado internacional ratificado por todos los miembros de las Naciones Unidas. En ese modo de proceder, el tribunal internacional estaría facultado no sólo para imponer una moratoria automática y permitir que el deudor continúe en posesión de sus bienes para poder financiarse, sino también para reestructurar la deuda y aliviarla. Acreedores y deudores designarían de común acuerdo unos árbitros y, con el fin de asegurar la imparcialidad, ningún tribunal del país de los acreedores o del deudor debería supervisar sus actuaciones¹⁶.

Una opción menos ambiciosa y quizá más viable sería establecer un marco para aplicar a los deudores internacionales principios fundamentales en materia de insolvencia, a saber, una moratoria de la deuda y una financiación del deudor al que se deja en posesión de sus bienes, combinándolos con las prácticas establecidas de reestructuración de la deuda, incluidas las negociaciones en que participa el FMI, que desempeñaría un papel principal en la aplicación de esos dos principios.

Según un parecer, las moratorias tendrían que ser sancionadas por el FMI: " una vez tomada esa determinación por el Directorio Ejecutivo del FMI, el gobierno deudor estaría protegido contra las demandas legales de sus acreedores para el pago inmediato de la deuda"¹⁷. Ello requeriría una interpretación amplia del artículo VIII 2) b), lo que podría hacerse bien por el Directorio Ejecutivo del Fondo o mediante una enmienda al Convenio Constitutivo para que se incluyeran las moratorias de deuda. Estas podrían autorizarse cuando se haya perdido una determinada proporción de las reservas o la moneda caiga por debajo de un cierto umbral o cuando se produzcan ambas cosas a la vez.

Según otra opinión, bastaría un procedimiento más informal:

Incitar al FMI a que asesore al deudor u a otro organismo sobre la justificación (o no) de una suspensión de los pagos del servicio de la deuda permitiría al Fondo ejercer una función de señalización; un gobierno que viera su moratoria aprobada sufriría unos daños relativamente pequeños en su reputación, mientras que la posibilidad de que el Fondo no diera su aprobación desalentaría a los gobiernos a que utilizaran la opción estratégicamente. Naturalmente, el FMI debería limitar su asesoramiento ex ante al gobierno deudor y daría

¹⁵ *Ibid.*, pág. 11.

¹⁶ Esta sugerencia ha sido hecha por K. Raffer. Véase su trabajo "Applying chapter 9 insolvency to international debts: An economically efficient solution with a human face", *World Development*, Vol. 18, N° 2, 1990.

¹⁷ Sachs, *op. cit.*, pág. 52.

a conocer su opinión a los mercados ex post para evitar que se desencadene un pánico. Una reinterpretación definitiva del artículo VIII 2) b) confirmaría al FMI en este papel incluso si ello no surtiera efectos jurídicos en los tribunales nacionales¹⁸.

No obstante, se han suscitado varias objeciones contra la concesión al Fondo de tanto poder, aduciendo un conflicto de intereses. Se ha argüido que el Directorio Ejecutivo del FMI no es un órgano neutral, del que quepa esperar que actúe como un árbitro independiente, ya que los países afectados por sus decisiones figuran entre sus accionistas. Asimismo, como el propio Fondo es un acreedor y una fuente de dinero nuevo, y actúa con la autoridad de imponer condiciones a los países prestatarios, pueden surgir conflictos de intereses tanto con los deudores como con otros acreedores¹⁹.

Un procedimiento alternativo sería así establecer un grupo independiente que determinase si el país de que se trata tiene motivos justificados para imponer restricciones cambiarias que surtan el efecto de una moratoria de la deuda con arreglo al artículo VIII 2) b). Esa disposición tendría que tener fuerza legal en los tribunales nacionales para que el deudor gozara de protección en caso de insolvencia. La decisión de mora podría tomarse unilateralmente por el país deudor y luego presentarse al grupo para su aprobación en un determinado plazo de tiempo. Tal modo de proceder ayudaría a evitar "las incitaciones al pánico" y sería similar a las cláusulas de salvaguardia de la OMC que permiten a los países emprender acciones en casos de emergencia.

También sería menester combinar las moratorias de deuda con la financiación de los deudores dejados en posesión de sus bienes a fin de reponer las reservas de los países deudores y disponer de capital circulante. Esto significaría que el FMI "prestaría para el pago de atrasos". Los fondos requeridos para esos préstamos de emergencia serían muy inferiores en magnitud a las operaciones de ayuda. Asimismo, el Fondo podría también ayudar a que se facilitara crédito de emergencia por parte de mercados reputados de capital privado.

Por lo que se refiere a la deuda soberana contraída con acreedores privados, la reorganización se haría mediante negociaciones con esos acreedores, y cabría esperar del FMI que siguiera desempeñando un papel importante al proporcionar un foro para que todos los acreedores negociaran con el gobierno deudor. Podrían necesitarse disposiciones especiales para los bonos, que suelen ser más difíciles de reestructurar. En el caso de la deuda privada, se entablarían negociaciones con los acreedores privados inmediatamente después de la imposición de la moratoria. Cabría también aplicar procedimientos judiciales a deudores individuales con arreglo a la jurisdicción y el derecho reconocidos por los contratos de que se trate. Su aplicación se vería muy facilitada por la existencia de procedimientos concursales adecuados en los países deudores.

En los episodios pasados de crisis de la deuda, las soluciones negociadas a menudo acababan en la socialización de la deuda privada cuando los gobiernos de los países en desarrollo se veían forzados a asumir las

¹⁸ Eichengreen y Portes, *op. cit.*, págs. 49 y 50.

¹⁹ Para un examen de esas objeciones véanse Eichengreen y Portes, *op. cit.*, págs. 43 y 44; y Raffer, *op. cit.*

pérdidas crediticias²⁰. Esto conduce no sólo a una redistribución regresiva de la riqueza en el país deudor, sino también produce riesgo moral tanto en deudores como en acreedores privados. La introducción de una moratoria automática, juntamente con una financiación de los deudores a los que se deja en posesión de sus bienes, podría ayudar a aliviar tales presiones.

Ciertamente, sería menester resolver bastantes cuestiones al establecer unos procedimientos que protegiesen a los deudores de las consecuencias de los movimientos de pánico de los acreedores, movimientos que acaban justificándose a sí mismos, y los permitieran continuar con sus actividades sin crear un riesgo moral y sin la posibilidad de que se abusara de los controles cambiarios. La reciente crisis del Asia oriental ha mostrado una vez más que hay una necesidad de salvaguardar a los países deudores contra las reacciones excesivas de los mercados financieros, lo que "es plenamente compatible con el espíritu de las leyes sobre la quiebra, cuya obligatoriedad para los que están sujetos a la jurisdicción competente es reconocida por todas las naciones civilizadas" (véase también el recuadro 4)²¹. La adopción del principio de una suspensión automática de los pagos a los acreedores e inversores internacionales constituye sin duda uno de los pasos más útiles que podrían tomarse en esa dirección.

C. Prevención de las crisis financieras

1. La supervisión global

La supervisión global no ha logrado prevenir las crisis financieras internacionales. Esa falla refleja en parte la adaptación tardía, y hasta ahora sólo parcial, de los procedimientos existentes a los problemas suscitados por las grandes corrientes privadas y autónomas de capital. Pero quizá ello se deba más fundamentalmente a la naturaleza desequilibrada de esos procedimientos, que prestan muy poca atención al impacto mundial desproporcionadamente grande de las políticas monetarias de una pequeña minoría de países de la OCDE.

En vista del tamaño y la integración cada vez mayores de los mercados financieros, toda gran crisis financiera tiene ahora ramificaciones mundiales. En consecuencia, prevenir una crisis interesa no sólo al país inmediatamente aquejado, sino también a los demás países que están estrechamente integrados en el sistema comercial y financiero internacional y que pueden verse afectados de muchas maneras. Como ya se señaló, el contagio puede producirse por conducto de varios canales, como los que forman la interdependencia de la liquidez y el crédito entre las principales instituciones y mercados financieros del mundo, las expectativas de unos ajustes competitivos de los tipos de cambio, y las modificaciones en cómo se contemplan riesgos asociados a una cierta clase de mercados. Se requiere así una supervisión global de las políticas económicas nacionales, con miras a asegurar la estabilidad y sostenibilidad de los tipos de cambio y las posiciones en materia de pagos exteriores.

²⁰ Uno de los casos mejor conocidos es la crisis de la deuda chilena de los primeros años del decenio de 1980, producida por lo que se conoce como el experimento del Cono Sur con la liberalización. Una parte muy grande de la deuda exterior de Chile durante los años inmediatamente anteriores y posteriores a 1980 estaba en manos de empresas y bancos privados y sin garantía pública. "Esas deudas privadas han sido incluidas en la reestructuración de la deuda que se está negociando entre el Estado chileno y el comité bancario asesor para Chile de bancos extranjeros. Aparentemente el gobierno chileno cedió ante la presión del comité asesor. Para que su punto de vista quedara totalmente claro, parece que los bancos extranjeros restringieron la concesión de créditos comerciales a muy corto plazo a Chile en el primer trimestre de 1983, una técnica de la que se decía que se había utilizado con algún éxito 10 años antes respecto del mismo país. El Fondo Monetario Internacional, también activo en la labor de reescalonomiento de la deuda, no ha formulado objeciones públicas a esa amenaza" (C. Díaz Alejandro, "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, N° 1/2, septiembre-octubre de 1985, pág. 12).

²¹ Del fallo del Tribunal de Apelación de Nueva York en el asunto costarricense de 1984.

Sin embargo, las crisis financieras no siempre se generan en el propio país. Como ya se dijo en el capítulo anterior, las crisis financieras internacionales suelen estar conectadas con grandes cambios en indicadores macroeconómicos ajenos a los países donde las crisis en cuanto tales se manifiestan primero. Esto es cierto de la crisis de la deuda del decenio de 1980 y de la crisis financiera de Asia. Los orígenes de la primera han de encontrarse en cambios en la política macroeconómica de los principales países de la OCDE en respuesta a presiones inflacionarias. La inconsistencia entre una política monetaria contractiva y una política fiscal expansiva en los Estados Unidos, combinada con la actitud deflacionaria general de la política macroeconómica de otros grandes países industriales, redundó en un pronunciado aumento de los tipos de interés en los Estados Unidos y en la apreciación del dólar, hechos ambos que desempeñaron un papel crucial en la crisis de la deuda de los países en desarrollo²². La crisis asiática se vio influida por factores similares. Las grandes entradas de capital antes de la crisis en los países del Asia oriental (que sobrefinanciaron sus déficit por cuenta corriente) empezaron en los primeros años noventa en buena parte como respuesta a una atenuación de las condiciones monetarias en los principales países de la OCDE, por una parte, y a unas tasas de interés altas y unos tipos de cambio relativamente estables en los países asiáticos, por la otra. Aquí también, como ya se indicó con anterioridad, el cambio de signo de esas corrientes estuvo muy relacionado con las fluctuaciones de los tipos de cambio y las condiciones monetarias en los Estados Unidos y el Japón. Varios otros ejemplos recientes de influencias externas en los movimientos de capital y los mercados monetarios vienen fácilmente a la mente, tales como las fluctuaciones de la financiación exterior privada de los países latinoamericanos, de las que un determinante sustancial han sido las modificaciones de las condiciones monetarias en los Estados Unidos. En realidad, las investigaciones econométricas señalan que los factores internos y externos eran de importancia parigual en el auge de las corrientes de capital a América Latina durante los primeros años del decenio de 1990²³.

Los objetivos de la supervisión del FMI, tal como se exponen oficialmente, se limitan a las medidas cambiarias, centrándose primordialmente en la sostenibilidad de los tipos de cambio y las posiciones de los pagos externos y en la adecuación de la política económica correspondiente de cada país. No obstante, su alcance ha tendido a ampliarse con el tiempo. Por ejemplo, las pautas establecidas en 1977 en materia de supervisión hacían referencia explícita a la obligación de un miembro de no manipular los tipos de cambio o el sistema monetario internacional con miras a adquirir una ventaja competitiva desleal sobre otros miembros²⁴. Aquí también, en el decenio de 1980 los principales miembros del Fondo volvieron a favorecer una interpretación más amplia y reconocieron que "para ser efectiva, la supervisión de los tipos de cambio ha de ocuparse de la evaluación de todas las medidas que afectan al comercio, los movimientos de capital, los ajustes externos y el funcionamiento adecuado del sistema monetario internacional"²⁵.

No obstante, entre las modalidades de la supervisión del FMI no figura manera alguna de responder a los impulsos unidireccionales derivados de cambios en la política monetaria y cambiaria de los Estados Unidos y de unos pocos países de la OCDE que ejercen una fuerte influencia en la competitividad internacional y los movimientos de capital. Al no haber incentivos y procedimientos en vigor vinculados a un proceso de examen entre iguales bajo la supervisión del FMI, los países de otras partes de la economía mundial carecen de mecanismos en el sistema actual

²² Véase el TDR 1986.

²³ G.A. Calvo, "The management of capital flows: Domestic policy and international cooperation", en UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. IV (UNCTAD/GID/G24/4), Nueva York, 1994.

²⁴ Decisión N° 5392-(77/63) de 29 de abril de 1977 del Directorio Ejecutivo.

²⁵ Grupo de los Diez, "The functioning of the international monetary system", informe elevado a los Ministros y Gobernadores por el Grupo de Suplentes (Washington, D.C., junio de 1985), párr. 40. Para un análisis más detenido, véanse J. Williamson y M. Gavin, "International monetary issues in 1985", e Y. Akyüz y S. Dell, "Issues in international monetary reform", ambos en UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries* (publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.87.II.D.3), Nueva York y Ginebra, 1987.

de ordenación económica internacional para corregir o impugnar las soluciones que se arbitren en relación con esos impulsos. En este aspecto, la ordenación de la esfera de las finanzas mundiales va a la zaga de la del comercio internacional, donde esos mecanismos forman parte del régimen de la OMC²⁶.

La necesidad de fortalecer la supervisión del FMI en respuesta a las condiciones producidas por la mayor integración financiera mundial y las crisis financieras recurrentes ha sido reconocida por el Comité Provisional. Por ejemplo, en su reunión de abril de 1998, el Comité acordó que el Fondo "debería intensificar su supervisión de los aspectos relacionados con el sector financiero y las corrientes de capital, prestando particular atención a la interdependencia de la política económica y a los riesgos de contagio, y asegurarse de que conoce bien las opiniones y perspectivas del mercado". Se hacía especial referencia a los riesgos suscitados por unos cambios de signo abruptos de las corrientes de capital y a la necesidad de que el Fondo y el Banco Mundial desplegasen esfuerzos para ayudar a los países miembros a robustecer sus sectores financieros, y de que hubiera una mejor comunicación entre el FMI y los países miembros, pidiendo al Directorio Ejecutivo que desarrollase una "respuesta por etapas" que entrañase unas advertencias cada vez más duras a los países de los que se pensara que seguían una política económica que estuviera seriamente fuera de lugar²⁷.

No obstante, a pesar de la referencia a la interdependencia, no resulta evidente que tales propuestas se extiendan a las debilidades producidas por la falta de equilibrio de los procedimientos vigentes. La atención se sigue centrando en las repercusiones de las medidas nacionales que generan fragilidad financiera y crisis más bien que las influencias externas producidas por la política monetaria y cambiaria de los principales países industriales.

Asimismo, incluso con los actuales límites de supervisión, el FMI cuenta con un historial dispar de diagnosis de por qué se genera una fragilidad financiera y una vulnerabilidad exterior. Así, cabe hacerse varias preguntas sobre la dirección que deberían seguir unas pautas más concretas para la supervisión con arreglo al artículo IV, como continuación del comunicado del Comité provisional:

En el contexto de esa supervisión, ¿cabe confiar en que mejorará la capacidad para identificar las causas probables de tales crisis en un mundo de corrientes de capital cada vez más liberalizadas?²⁸.

²⁶ Durante períodos relativamente cortos el tipo de cambio efectivo real de un país puede variar en una cuantía que resulta grande en términos porcentuales en comparación con el nivel medio de sus derechos de aduana, y las modificaciones consiguientes, incluso aunque conduzcan a un alejamiento del nivel de equilibrio del tipo de cambio del país, pueden persistir algún tiempo. Así, las repercusiones económicas de los movimientos cambiarios pueden exceder sustancialmente de las modificaciones multilateralmente convenidas de los derechos arancelarios, aun cuando las elasticidades estimadas de las corrientes comerciales con respecto a los cambios arancelarios sean considerablemente superiores a aquellas respecto de las variaciones de los tipos de cambio; véase, por ejemplo, C. F. Bergsten y J. Williamson, "Exchange rates and trade policy", en W. Cline (ed.), *Trade Policy in the 1980s* (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1983).

²⁷ Comunicado de 16 de abril de 1998 del Comité Provisional.

²⁸ Últimamente se han hecho muchos análisis econométricos de los determinantes de las crisis monetarias y bancarias como parte del intento de desarrollar unos indicadores principales de las mismas. Si bien esa labor ha servido para aclarar las cuestiones que entraña establecer tales indicadores, el que luego pueda recurrirse a ellos para prever crisis financieras mediante una supervisión mundial parece improbable (como ciertamente lo es que sustituyan a los indicadores actuales cuantitativos y cualitativos, que resultan más ad hoc, usados por los supervisores de los bancos y los analistas financieros de los bancos de inversión). Los esfuerzos han producido hasta ahora indicadores que claramente hacen predicciones excesivas de posibles crisis bancarias. Para un breve análisis de estas cuestiones véase M. Goldstein, "Early warning indicators of currency and banking crises in emerging economies", en *Financial Crises and Asia*, Informe N° 6 de la Conferencia CEPR (Londres: Center for Economic Policy Research, 1998).

Al no haber tal capacidad, ¿no sería más prudente y lógico confiar en mayor medida en los controles de capital y otras medidas en el plano nacional dirigidas a los activos y pasivos exteriores (tales como los que se examinan en el apartado 5 infra)?

Si se adoptase esta última forma de proceder, ¿no deberían las nuevas pautas de supervisión del FMI especificar las circunstancias en las que el Fondo debería recomendar en la práctica la imposición o fortalecimiento de controles de capital?

¿Cómo debería ampliarse la supervisión del FMI para abarcar asuntos tales como la regulación financiera y las normas sobre información y contabilidad del sector financiero?

¿Cuáles deberían ser las relaciones entre la política de supervisión del FMI y los procedimientos de consulta y colaboración de los organismos regionales, que en lo futuro es probable incluyan no sólo los acuerdos existentes como los de la UE sino también otros nuevos entre países en desarrollo, verbigracia los que se describen en el apartado 7 infra?

Por último ¿cómo cabe lograr una aplicación más eficaz de las recomendaciones sobre política económica hechas como parte de la supervisión?

Son éstas claramente cuestiones delicadas que entrañan no sólo un marco apropiado y el desarrollo de competencias técnicas, sino también facultades y responsabilidades en esferas donde existen órganos multilaterales distintos del FMI.

2. Información y transparencia

La crisis financiera asiática ha acelerado las iniciativas para mejorar la rapidez y calidad de los datos macroeconómicos clave, así como la información financiera de bancos y entidades no financieras. El primero de esos asuntos fue considerado por el Comité Provisional del FMI en abril de 1998 como un aspecto esencial de sus propuestas para fortalecer la arquitectura del sistema monetario internacional.

El elemento central de las propias iniciativas del FMI en esta esfera es el Patrón de Difusión de Datos Especiales (PDDE), establecido en abril de 1996 con el fin de orientar a los países miembros en la divulgación pública de información económica y financiera útil para buscar o mantener el acceso a los mercados financieros internacionales. Entonces se esperaba que las normas nuevas y más rígidas asociadas a ese patrón servirían como un sistema de alerta rápida que ayudaría a prevenir futuras crisis financieras. Sin embargo, llegado el momento, las normas no hicieron esa contribución en el caso de la crisis asiática.

Los países que suscriben el patrón citado se comprometen a cumplir ciertas normas sobre la difusión de datos en cuatro esferas: cobertura, periodicidad y calendario; acceso público; integridad de los datos; y calidad de los mismos. Los extremos que se incluyen son las cuentas nacionales, la producción, las condiciones del mercado de trabajo, los precios, los determinantes y rasgos principales del saldo fiscal de las administraciones públicas y la posición de la deuda, las cuentas del banco central y del sector financiero (que comprenden agregados monetarios y créditos), los tipos de interés y los precios de los valores, la balanza de pagos y las reservas internacionales, la inversión internacional, y los tipos de cambio al contado y a término. En abril de 1998, el Comité Provisional propuso que se ampliara el PDDE, claramente inspirado en parte por lo que se consideraba había sido el papel de las deficiencias informativas en la crisis asiática, a fin de que el sistema también abarcara más datos financieros tales como las reservas netas (después de descontar las obligaciones del banco central derivadas de transacciones a término o derivados), la deuda (especialmente a corto plazo) de los agentes económicos y otros indicadores relacionados con la estabilidad del sector financiero.

Mientras que iniciativas tales como el PDDE son capaces de brindar información adicional, más oportuna y fidedigna a inversores y gobernantes, hacer hincapié en una información inadecuada como el principal motivo de que no se previera la crisis asiática parece erróneo o exagerado. Por lo general, se disponía de datos sobre variables

clave en los países que se trata, tales como su balanza de pagos, su deuda exterior tanto a corto como a largo plazo y los activos exteriores netos (en particular en los informes periódicos del Banco de Pagos Internacionales [BPI] sobre los préstamos en el extranjero de los bancos), los créditos de bancos y otras entidades financieras a diferentes sectores o categorías de actividad económica, los problemas del sector inmobiliario y (en la República de Corea) los precarios balances y la baja rentabilidad reciente de muchas empresas no financieras. La crisis ha señalado la debilidad de la información disponible sobre la capacidad de los gobiernos para dirigir las corrientes de capital y la deuda exterior: por ejemplo, en algunos casos los sistemas de datos existentes proporcionaban indicaciones inadecuadas sobre la escala e índole del crédito de los bancos asiáticos a otros países de la región, y sobre el país de último riesgo en los préstamos internacionales interbancarios de esas entidades. Pero estas debilidades no fueron un motivo esencial de que no se previera la crisis. Más bien, lo que faltaba era una evaluación adecuada de las implicaciones de la información disponible sobre la capacidad de los países de seguir allegando fondos en los mercados financieros internacionales.

Asimismo, debería señalarse que un acceso más rápido a información macroeconómica y financiera puede constituir también una fuente de inestabilidad. La divulgación general de ciertos datos actualizados (incluidos algunos sobre acontecimientos desfavorables que afectan a los activos y pasivos exteriores de los países) puede en realidad acrecentar la volatilidad de las corrientes de capital. Si, en consecuencia, se decidiera restringir la disponibilidad de esa información con miras a evitar la inestabilidad, podría tener que tomarse una difícil y quizá ingrata decisión sobre a quién se comunicaría la información.

La crisis asiática también ha atraído una atención especial sobre las normas de contabilidad e información financiera. Ya se estaban introduciendo mejoras en esas esferas antes de la crisis dentro de la labor de perfeccionamiento de los mercados financieros, no sólo en Asia sino también en otras regiones. Pero la crisis ha hecho que cobre más fuerza el proceso, particularmente como parte del fortalecimiento de la regulación y supervisión bancarias, donde se integran una contabilidad e información adecuadas.

3. Regulación y supervisión financieras nacionales

Una evaluación endeble del crédito y unos préstamos especulativos, así como el que no se controlase el riesgo monetario entre los bancos y otras entidades financieras, contribuyeron a que se desencadenara la crisis financiera asiática y también a su amplitud. El incremento de préstamos dudosos y fallidos, acompañado en algunos países de insolvencias generalizadas en el sector financiero, crearán grandes problemas a los presupuestos públicos y serán una rémora para disponer de crédito durante bastante tiempo en el futuro. Existe un acuerdo general de que la reforma de la regulación forma parte esencial del reforzamiento y reestructuración de los sectores financieros de casi todos los países afectados por la crisis. No obstante, esa reforma no es un salvoconducto para prevenir las crisis financieras, aunque puede reducir su probabilidad y ayudar a contener sus efectos.

En los últimos años ha habido una reforma y un fortalecimiento generales de la regulación financiera en el plano nacional, acompañados de una proliferación de iniciativas internacionales para elevar las normas reglamentarias y mejorar la cooperación entre los supervisores. Esos procesos se han visto en buena parte impulsados por las preocupaciones suscitadas en relación con la liberalización financiera y la integración mundial. Por una parte, la diversificación de sus servicios y la mayor competencia que acompañan a la liberalización han expuesto a las entidades financieras a nuevos niveles de riesgo, que han hecho necesario revisar no sólo la regulación financiera en general sino también los sistemas de control interno de las entidades. Por otra parte, la integración financiera global ha traído como secuela una exposición mucho mayor de los países a las condiciones macroeconómicas y financieras de los demás y aumentado las posibilidades de que se transmitan por encima de las fronteras influencias desestabilizadoras. Esos riesgos han sido puestos de manifiesto de forma dramática por varios acontecimientos desde comienzos del decenio de 1970. Por ejemplo, la insolvencia de dos bancos internacionales en 1974 (Bankhaus Herstatt y Franklin National Bank) señalaron los riesgos de una difusión transfronteriza de los problemas de las entidades financieras y proporcionaron el impulso inicial para unas iniciativas internacionales sobre regulación y supervisión financieras. Los esfuerzos ulteriores para fortalecer las normas y la cooperación internacional en ese

particular también han constituido en parte una respuesta, influida en su contenido por ellos, a acontecimientos tales como la crisis de la deuda de los países en desarrollo en el decenio de 1980 y las quiebras de entidades financieras tales como el Banco Ambrosiano (1982), el Bank of Credit and Commerce International (1991) y Barings (1995), cada uno de los cuales puso de relieve a su manera puntos flacos de la reglamentación bancaria y de la cooperación internacional entre supervisores bancarios.

Los cauces principales de las iniciativas internacionales sobre regulación y supervisión financieras han sido el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y demás órganos con estrechos vínculos con el BPI, otros grupos de supervisores financieros, asociaciones de mercados de valores, y organizaciones que se ocupan de normas contables. Entre las iniciativas del Comité de Basilea han figurado la adopción de principios encaminados a garantizar que ningún banco internacional escape a una supervisión adecuada y la prescripción de niveles de capital en proporción a los riesgos que asumen los bancos: en 1988 se suscribieron en este particular acuerdos sobre riesgos crediticios y en 1996 sobre riesgos de mercado²⁹. El Comité de Basilea también ha dedicado mucha atención a la mejora de los sistemas de control interno de los bancos y, juntamente con la Organización Internacional de Comisiones de Valores, ha desarrollado pautas para que los bancos y las entidades que operan con valores divulguen sus actividades en transacciones y derivados. Asimismo, el Comité sobre Sistemas de Pagos y Liquidaciones ha hecho varias propuestas encaminadas a reducir los riesgos que corren las entidades financieras ante la posibilidad de que en las transacciones internacionales la otra parte contratante no pague.

Los miembros de los diversos organismos vinculados al BPI que se ocupan de diferentes aspectos de la supervisión bancaria son sólo un pequeño grupo de países. No obstante, se ha procurado promover las normas de Basilea mediante contactos con otros grupos de supervisores bancarios, y últimamente se ha prestado especial atención a la regulación y supervisión de los mercados financieros emergentes. Un resultado importante de esos esfuerzos es la publicación reciente de la declaración titulada Principios básicos para una supervisión bancaria efectiva, cuya redacción conllevó muchas consultas con partes de países en desarrollo. En el ámbito de esos principios figuran las actividades permisibles de los bancos, los criterios para autorizarlos, el estudio de las participaciones de los bancos cuando ejercen un control, la gestión del capital y los riesgos, las pautas para prestar a compañías y particulares con los que existan vínculos, procedimientos de "conozca a su cliente" encaminados a prevenir el uso delictivo de bancos, la información y los métodos requeridos para una supervisión efectiva, las facultades de los supervisores, y la supervisión consolidada de bancos internacionales. No obstante, la introducción de normas mejores en esta esfera lleva mucho tiempo y es poco probable que se dejen sentir en un plazo breve todas las ventajas de las iniciativas internacionales. Asimismo, el alcance de la cooperación internacional en materia de regulación y supervisión es incompleta, lo que restringe su eficacia: los centros financieros internacionales y varios agentes cada vez más importantes de las corrientes internacionales de capital tales como los fondos de inversión sólo están incluidos parcialmente o no lo están en absoluto. Y todavía se están desarrollando las redes de cooperación e intercambio de información entre supervisores financieros tan necesarias para la aplicación cabal de los acuerdos internacionales.

Una mayor regulación financiera sólo podrá en el mejor de los casos reducir la probabilidad de las crisis financieras. Pero la incidencia periódica desde comienzos del decenio de 1980 de las crisis bancarias en países industriales tales como los Estados Unidos, el Reino Unido y partes de Escandinavia pone de manifiesto su incapacidad para eliminarlas. Esta incapacidad se debe en parte a imperfecciones del propio proceso regulador, como su tendencia a quedarse a la zaga de los cambios en las prácticas de las entidades financieras y la dificultad de

²⁹ El riesgo crediticio se deriva de la posibilidad de que la contraparte de un banco incumpla sus obligaciones, y el riesgo de mercado es la posible pérdida debida a cambios en el valor de mercado de un activo de un banco antes de que pueda ser liquidado o compensado de algún modo.

imponer una transparencia en la regulación de esas entidades³⁰. Quizá fuera más fundamental para saber qué puede y no puede hacer la regulación el que ningún préstamo u otro activo del balance de un banco se clasificara genéricamente como "bueno". Por razonable que sea la decisión primera de la dirección de facilitar un préstamo y por justificada que esté su clasificación inicial como un riesgo bajo por los supervisores bancarios, el préstamo será vulnerable a la posibilidad de un deterioro eventual de su situación. Cambios desfavorables en las condiciones macroeconómicas (de origen tanto exterior como nacional) constituyen un factor frecuentemente citado aquí. Parece lógico que el deterioro de la situación de muchos préstamos sea en realidad un rasgo intrínseco del proceso de auge y depresión a menudo asociado a las crisis financieras. Durante ese proceso los riesgos tardan tiempo en generarse y hacerse del todo patentes. A decir verdad, durante un tiempo la calidad de un préstamo podrá revalidarse o aun aumentar por los efectos sobre los valores del mismo auge financiero del que es una parte constituyente. Así, durante la ola de prosperidad, los incentivos para un comportamiento gregario no se limitan a los prestamistas especulativos. En consecuencia, "la competencia basada en el riesgo impulsa a todo el sistema hacia niveles excesivos de endeudamiento"³¹, pero el exceso de capacidad generado por el propio auge (muy patente durante la crisis de las sociedades de ahorro y crédito de los Estados Unidos examinada en el anexo al capítulo III), así como las posiciones demasiado extendidas de las entidades financieras, las acaban haciendo derrumbarse, a menudo en conjunción con alzas en los tipos de interés o contracciones de la actividad económica.

Los límites que tiene la reglamentación financiera para prevenir las crisis están generalmente reconocidos por los especialistas en este campo³², de suerte que se considera que sus objetivos primarios tienen más que ver con la reducción de los problemas de liquidez y solvencia de las entidades financieras, la protección de los depositantes y la prevención de los riesgos sistémicos debidos a los efectos de contagio. Con esto no se quiere negar que la beneficiosa relación entre reglamentación, incentivos y controles internos pueda acrecer la seguridad de las empresas financieras. Unos requisitos en materia de capital congruentes con los riesgos crediticios y de mercado asumidos por esas empresas mejorarán la calidad de sus préstamos y la gestión de sus carteras, y conducirán a unos mejores precios de los servicios que ofrecen. Pero como debería desprenderse con claridad del argumento anterior, algunos de los riesgos afrontados por las entidades financieras se derivan de circunstancias sobre las que tienen poco o ningún control. Frente a esos riesgos una regulación financiera robusta proporciona un sostén tanto a las empresas por separado como al sistema financiero. Así y todo, se ha demostrado reiteradamente que la protección que ello otorga es sólo parcial.

Si la ausencia de una protección completa frente a las crisis es un rasgo de incluso sectores financieros sujetos a regímenes de regulación y supervisión relativamente desarrollados, no sorprenderá que eso mismo ocurra a mayor abundamiento en aquellos sectores sujetos a regímenes más débiles en la gran mayoría de los países en desarrollo, cuya vulnerabilidad ha sido gráficamente ilustrada con algunos de los ejemplos examinados en el capítulo III supra. Asimismo, los sectores financieros de estos últimos países frecuentemente han de afrontar choques

³⁰ Por ejemplo, William McDonough, Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, ha señalado este extremo como sigue: "... antaño se podía mirar el balance de una institución financiera y obtener una rápida impresión de las dimensiones y los riesgos crediticios. Hoy en día la información del balance es claramente inadecuada para tal fin ... el acelerado ritmo de actividad en el mercado actual deja anticuadas las declaraciones financieras casi antes de que puedan prepararse". Véase J.A. Leach, W.J. McDonough, D.W. Mullins y B. Quinn, "Global derivatives: Public sector responses", Estudio N° 44, (Washington, D.C.: Grupo de los Treinta, 1993), págs. 15 y 16.

³¹ R. Dale, *The Regulation of International Banking* (Cambridge: Woodhead-Faulkner, 1984), pág. 83. El argumento del autor se refiere a las crisis de los préstamos bancarios internacionales pero puede fácilmente ampliarse a las crisis financieras en general.

³² Véase, por ejemplo, M. Goldstein, "The case for an international banking standard", en *Policy Analyses in International Economics*, N° 47 (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1997), pág. 33.

macroeconómicos más severos que sus homólogos de los países industriales³³. La severidad y la frecuencia de esos choques no siempre podrán reducirse por la política macroeconómica. Es muy cierto que cabe mejorar la regulación y supervisión financieras hasta que alcancen el nivel de las mejores prácticas vigentes (aunque, como ya se sugirió, tal cosa generalmente llevará varios años), pero incluso entonces las crisis financieras seguirán siendo posibles.

4. Controles más estrictos de los préstamos internacionales y las inversiones en cartera

Cabría aducir que en una economía mundial que funcionase bien no se necesitarían normas o restricciones separadas para los préstamos internacionales y las inversiones en cartera más allá de las asociadas a una regulación cautelar en el plano nacional de las entidades financieras, tanto de los países de donde proceden las corrientes de capital como de los países receptores, y a la reglamentación de los procedimientos de emisión y transacción de los mercados de valores organizados y de otros mercados de activos e instrumentos financieros. En ese mundo los flujos internacionales de capital estarían muy relacionados con los pagos y la financiación del comercio y la inversión internacionales, y obedecerían a los indicadores económicos fundamentales de las empresas y de otros receptores. Pero la realidad es distinta. Buena parte de los préstamos bancarios y de la inversión en cartera en valores de la deuda a corto plazo se hace en respuesta a los márgenes de arbitraje en los tipos de interés, que reflejan las exigencias de la política monetaria y pueden persistir durante largos períodos (eliminándose frecuentemente cuando se acaban haciendo grandes devaluaciones), o a diferencias entre países en el tratamiento fiscal o la reglamentación del endeudamiento exterior. Asimismo, gran parte de la inversión internacional en cartera responde menos a las perspectivas económicas a largo plazo de las empresas que a las expectativas de plusvalías y minusvalías a corto plazo, de las que uno de los principales determinantes es en muchos casos el flujo y reflujo de la propia inversión internacional en cartera, ya que los efectos en los precios de los valores reflejarán la disparidad entre la limitada capitalización de muchos mercados bursátiles y la cuantía tan grande de los fondos a disposición de las instituciones de inversión de los grandes países industriales. Las conexiones frecuentemente tenues entre las fuerzas que influyen en los préstamos internacionales y la inversión en cartera, por una parte, y los indicadores fundamentales de economías y empresas, por la otra, han conducido a auges y depresiones en esa financiación que presentan muchas analogías con las fluctuaciones parecidas del crédito bancario en el plano nacional descritas al hablar de la regulación financiera interior.

Los riesgos de pérdidas en ese sistema no se distribuyen por igual. Si bien durante las crisis financieras los inversores exteriores en los mercados de valores pueden incurrir en grandes pérdidas, los bancos están muchas veces protegidos contra ellas en sus préstamos internacionales de formas diversas, por ejemplo mediante una protección frente a la insolvencia, explícita o implícita, proporcionada por los gobiernos de los países deudores a sus bancos nacionales (con frecuencia grandes receptores de fondos prestados desde el extranjero)³⁴, o en algunos casos mediante garantías otorgadas abiertamente por los gobiernos a los depósitos extranjeros en sus bancos, y (como se señaló en el capítulo III) mediante las operaciones de ayuda del FMI.

Cabe imponer controles a los préstamos internacionales y a la inversión en cartera en la fuente, o por el receptor, o en ambos lugares. Los controles por el receptor corresponden al apartado de aquellos sobre las transacciones de capital y se han examinado antes. La razón de ser de las propuestas para unos controles en la fuente

³³ Véase M. Goldstein y P. Turner, "Banking crises in emerging economies: Origins and policy options", Estudio Económico N° 46 del BPI (Basilea, BPI, 1996), págs. 9 a 14.

³⁴ El carácter de esas garantías ha sido bien descrita en un libro reciente sobre la crisis financiera asiática como sigue: "En toda economía, las autoridades públicas respaldan la viabilidad de su sistema financiero nacional ... Esto no puede interpretarse como una distorsión del mercado; se trata de un rasgo de la economía capitalista, de la que los mercados de activos financieros constituyen un aspecto indispensable. Tales mercados, sin embargo, no pueden liberalizarse de la misma manera que cabría hacer con un mercado de bienes ... Esto crea al menos una garantía implícita, por no decir explícita, de que las autoridades monetarias amparan las obligaciones con el extranjero de, como mínimo, la parte oficialmente supervisada de su sistema financiero". M. F. Montes, *The Currency Crisis in Southeast Asia*, edición sin fecha (Singapur: Institute of Southeast Asian Studies, 1998), pág. 26.

es la creencia de que no toda la responsabilidad de esos controles ni sus costos deberían recaer en los receptores, y que incluso cuando éstos apliquen controles, los establecidos en la fuente son capaces de reducir más la probabilidad de unas corrientes de capital potencialmente desestabilizadoras y de crisis financieras. En los últimos años se han avanzado muchas ideas para controlar las corrientes de capital en la fuente, constituyendo inicialmente varias de ellas, relativas a los préstamos bancarios internacionales, una respuesta a la crisis de la deuda de los países en desarrollo del decenio de 1980³⁵. Las propuestas encaminadas a frenar unos excesivos préstamos bancarios internacionales suelen consistir en mecanismos para limitar el endeudamiento externo que no cabría esperar que surgieran en unos mercados financieros competitivos, tales como acuerdos de tipo cártel entre bancos para imponer topes crediticios o la aceptación por los prestamistas de pautas sobre el nivel sostenible de endeudamiento establecido por una institución multilateral. No ha de extrañar que la crisis financiera asiática haya sido un estímulo a nuevas propuestas, y se haya otorgado mayor atención a las corrientes de carteras, que no fueron prominentes en la crisis de la deuda del decenio de 1980. La conclusión general del análisis de las propuestas que sigue es que las ideas más ambiciosas presentan unos rasgos que constituyen un obstáculo para su adopción, mientras que la contribución de aquellas mejoras que parecen más probablemente estar dentro de lo posible no es tanta como para remover la necesidad de los controles de capital impuestos por los países receptores.

Una propuesta, que tendría como subproducto un mejor control de los préstamos internacionales, es la de reforzar radicalmente la supervisión existente de las entidades financieras mediante el establecimiento de un órgano internacional – la Junta de Supervisores de Grandes Instituciones y Mercados Internacionales - con amplias facultades para vigilar y regular los bancos comerciales, las sociedades de valores y las compañías de seguros (actividades ahora englobadas en algunos casos en conglomerados financieros). Con tal fin, ese órgano tendría "facultades para sentar normas mutuamente aceptables por todas las principales instituciones, con pautas uniformes sobre las transacciones, la información y la comunicación en los mercados crediticios libres, y para supervisar el desempeño de las instituciones y mercados bajo su jurisdicción"³⁶. Con esta propuesta se abordarían los problemas derivados de las apreciables diferencias que siguen caracterizando a los regímenes nacionales de regulación financiera. Esas diferencias, como ya se señaló, constituyen una de las causas de las corrientes de capital en forma de préstamos bancarios internacionales que muchas veces guardan escasa relación con la actividad económica real. Pero a pesar de que las recientes iniciativas internacionales sobre regulación y supervisión financieras han permitido avanzar hacia objetivos tales como unas normas más estrictas y una mayor convergencia entre regímenes nacionales, la propuesta parece utópica.

Otra propuesta, que se centra más en los préstamos bancarios internacionales, sugiere establecer una Corporación Internacional de Seguro del Crédito (CISC) "como institución hermana del FMI"³⁷. Este órgano garantizaría los préstamos internacionales cobrando primas pequeñas pero establecería un tope a la cuantía del endeudamiento de cada país que estaría dispuesto a asegurar. El tope se basaría en la evaluación de datos sobre todas sus deudas, que el país estaría obligado a facilitar a la Corporación. En consecuencia, los países podrían obtener crédito a unos tipos de interés bajos hasta el tope, pero a partir de éste los prestamistas serían mucho más cautelosos y sólo se facilitaría dinero a tipos de interés que incorporarían una prima sustancial por el riesgo (o no se facilitaría). La posibilidad de una excesiva expansión crediticia ser vería así reducida, como también la de las crisis financieras que podrían producirse en consecuencia.

Esta propuesta obliga a preguntarse sobre su viabilidad, la calidad de la clasificación de los créditos y las facultades que se otorgarían a tal institución. La viabilidad no parece constituir un problema insuperable: trataríase

³⁵ Para un estudio de las propuestas generadas por esas crisis véase D.F. Lomax, *The Developing Country Debt Crisis* (Londres: Macmillan, 1986), págs. 255 a 280.

³⁶ H. Kaufman, "Ten reasons to reform", *Euromoney*, noviembre de 1992, pág. 57. Kaufman ha vuelto a formular esta propuesta a raíz de la crisis asiática, por ejemplo en las notas de su discurso en la Reunión ministerial extraordinaria del Grupo de los 24 celebrada en Caracas en febrero de 1998.

³⁷ G. Soros, "Avoiding a breakdown", *Financial Times*, 31 de diciembre de 1997 y 1º de enero de 1998.

de una aplicación más generalizada de modalidades bien establecidas de seguro del crédito. Entre esas modalidades figura el establecimiento de criterios de riesgo, decisiones sobre la solvencia de los deudores en cada caso concreto medida por esos criterios con el fin de calcular las primas del seguro, y la administración de los servicios correspondientes. Esas tareas ya se llevan a cabo por los organismos de crédito a la exportación (OCE) de los países de la OCDE. La principal novedad en el caso de que se estableciera una CISC sería conferir a un único órgano la responsabilidad sobre los criterios de riesgo y los indicadores de solvencia para los préstamos cubiertos por el seguro que ofrecería³⁸. La administración podría en realidad hacerse por instituciones ya existentes como los OCE. Con todo, cabe preguntarse si una CISC podría desarrollar unos indicadores generalmente aceptables, habida cuenta de lo que se sabe actualmente en esta esfera. El historial de los organismos de clasificación del crédito, por ejemplo, en la evaluación de la solvencia de deudores de países en desarrollo, muestra las dificultades que entraña la evaluación requerida, aunque una CISC no tendría que depender, como sucede a veces a esos organismos, sobre todo de información publicada³⁹. La vigilancia del FMI, por otra parte, que supone una evaluación similar en algunos aspectos a la efectuada para la clasificación crediticia, no sólo se ha caracterizado en ocasiones por fallas a la hora de identificar los puntos flacos que podrían redundar en crisis financieras, sino también ilustra la sensibilidad política asociada a la divulgación de las evaluaciones de un órgano multilateral oficial con el consiguiente efecto sobre la solvencia de los países (incluso cuando, como en este caso, la divulgación está vinculada menos directamente al acceso a préstamos de lo que ocurriría con la propuesta de una CISC). No obstante, cabría esperar que una información más cabal sobre los deudores condujera con el tiempo a la posibilidad de evaluar mejor la solvencia de los países⁴⁰. Sobre la última pregunta que se hacía antes acerca de las facultades que tendría una CISC, las perspectivas de un acuerdo internacional que confiera esas facultades a un órgano internacional existente o a otro nuevo parecen sin embargo remotas.

En el debate sobre cómo ejercer un control más idóneo de los préstamos bancarios internacionales la atención se ha centrado en los flujos interbancarios. Hay acuerdo general acerca de que una mayor supervisión de tales flujos podría contribuir a que los participantes en los mercados financieros decidieran mejor y hubiera una gestión más adecuada del sistema financiero internacional⁴¹. Pero también se piensa que los préstamos interbancarios suelen ir asociados a una evaluación crediticia más endeble y a niveles de capital en los bancos que no reflejan adecuadamente el riesgo crediticio en que incurren. Esto ha conducido a Alan Greenspan, por ejemplo, a sugerir que los préstamos interbancarios internacionales son una esfera que requiere cambios en la regulación con miras a aumentar el costo

³⁸ El Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones, filial del Banco Mundial, asegura contra ciertos riesgos (tales como los riesgos de transferencia) que acompañan a la inversión extranjera y algunas otras transacciones internacionales, como préstamos vinculados a inversiones aseguradas. Existe alguna duplicación entre sus actividades aseguradoras y las de los organismos nacionales de crédito a la exportación, pero los riesgos cubiertos por estos últimos relacionados con los préstamos internacionales suelen ser generalmente más amplios y, por ende, más adecuados para que sirviesen de modelo a una CISC.

³⁹ Véase, por ejemplo, S. Irvine, "Rating agencies: Caught with their pants down", Euromoney, enero de 1998.

⁴⁰ Hay que señalar, sin embargo, que los efectos de contagio de la índole registrada en las crisis recientes de los mercados financieros emergentes, que desde el punto de vista del seguro guardan alguna analogía con los desastres naturales, complicarían la tarea de fijar las primas que cobraría la CISC. La mayoría de los OCE de los países de la OCDE experimentaron una larga serie de déficit de caja en sus operaciones después de la crisis de los países en desarrollo del decenio de 1980.

⁴¹ M. Mayer ha sugerido que "la comunidad internacional necesita algún tipo de registro que atrajese la atención sobre unos incrementos continuos del endeudamiento a corto plazo de todo banco o de todo sistema bancario nacional con entidades financieras". Para casi todas las empresas que participan de manera apreciable en los mercados financieros internacionales esa información existe en el plano nacional (aunque en un mercado como el de las transacciones interbancarias, que opera de manera continua, elegir en qué momento han de hacerse públicas las posiciones interbancarias puede no ser fácil). Véase M. Mayer, "The Asian disease. Plausible diagnoses, possible remedies", Documento de trabajo N° 232 del Jerome Levy Economics Institute (Annandale-on-Hudson, Nueva York, abril de 1998), págs. 31 y 32.

para los bancos de esos préstamos y reflejar así mejor sus riesgos⁴². Avanzar en esa dirección supondría invertir las tendencias de larga data a reducir los costos de los préstamos bancarios internacionales⁴³. Un punto de partida posible para tomar medidas en ese particular sería el Acuerdo sobre Capital de Basilea de 1988, a cuyo tenor los créditos concedidos por bancos domiciliados fuera de la zona de la OCDE con un vencimiento residual de hasta un año y todos los créditos de bancos registrados en la zona de la OCDE reciben un coeficiente de riesgo bajo (20%) a los efectos de calcular los requisitos de capital. Sin embargo, los créditos a corto plazo de los bancos internacionales han sido uno de los componentes principales de las recientes crisis de la deuda exterior. Así, una forma de lograr un control más estricto de los créditos interbancarios internacionales sería incrementar el coeficiente de riesgo de los mismos al fijar el capital requerido.

Tal paso conduciría a una mejor contabilidad interna por los bancos de los riesgos de esa clase de préstamos internacionales, pero sería no obstante un método tosco de abordar los problemas causados a los bancos por los créditos interbancarios a países con una solvencia deteriorada. Un modo de actuar más flexible podría basarse en los procedimientos existentes en cada país en concreto para vigilar los riesgos de los créditos exteriores de los bancos como parte de la supervisión bancaria. Esos procedimientos frecuentemente confieren a los supervisores facultades para determinar el nivel de reservas apropiado a los riesgos externos de los bancos, y podrían fácilmente utilizarse para aplicar un tratamiento más riguroso a los créditos interbancarios otorgados a países de mayor riesgo (aunque, una vez más, la eficacia de la medida dependería de la calidad de los sistemas de supervisión en lo que atañe a la calificación crediticia).

Como ya se ha señalado, las propuestas para controlar los movimientos de capital suscitadas por la crisis asiática han abarcado también formas distintas de los préstamos bancarios. Una de esas propuestas quiere incrementar la estabilidad de las inversiones de los fondos mutuos en valores emitidos por entidades de los países en desarrollo, requiriendo para ello que los fondos mantengan reservas líquidas que supongan cierta proporción de tales valores⁴⁴. Cabría entonces recurrir a esas reservas en el caso de grandes descensos del valor de mercado y disminuirían así los incentivos a vender a precio de saldo esos valores con el fin de obtener la liquidez necesaria para hacer frente a los rescates. También, se expresa la esperanza de que aunque tales requisitos en materia de reservas reducirían los rendimientos especulativos de las inversiones de los fondos mutuos en los mercados financieros emergentes, la reducción resultante del riesgo de mercado incrementaría sin embargo su atractivo para inversores a largo plazo.

El requisito legal de que los fondos mutuos mantuvieran reservas líquidas de esa índole supondría una ruptura radical con la práctica reguladora actual. Asimismo, otro rasgo de esa propuesta, al introducir variaciones en los requisitos de liquidez con arreglo a la solvencia de los países donde los fondos mutuos efectuaran sus

⁴² Sugerencia hecha en un editorial del Financial Times, 11 de mayo de 1998.

⁴³ Estas tendencias han sido especialmente evidentes en las operaciones en euromoneda de los bancos. Tradicionalmente, esas operaciones se definían como aquellas en monedas distintas de la del país donde esté domiciliado el banco participante (inicialmente sobre todo dólares de los Estados Unidos pero posteriormente también las monedas de otros de los principales países de la OCDE). Sin embargo, con el establecimiento de servicios bancarios internacionales en los Estados Unidos y el Japón la definición se ha ampliado a transacciones específicas de los bancos en sus monedas nacionales, principalmente con no residentes o en relación con actividades internacionales, sujetas a un régimen regulador similar al de las operaciones tradicionales en euromoneda. Tales regímenes se caracterizan en general por una regulación menor que las de la banca nacional (aunque la desregulación reciente ha hecho reducir esas divergencias) y a menudo se han beneficiado de ventajas fiscales.

⁴⁴ Véase S. Griffith-Jones, "Regulatory challenges for source countries of surges in capital flows", en J.J. Teunissen (ed.), *The Policy Challenges of Global Financial Integration* (La Haya: Fondad, 1998). Tal como se dice allí, la propuesta se caracteriza por emplear la expresión más bien desafortunada de "gravamen cautelar sobre el capital" para las reservas líquidas que se exigirían a los fondos mutuos, instituciones cuyo pasivo consiste en el capital de los partícipes.

inversiones (haciendo que los requisitos estuviesen "ponderados por el riesgo" en palabras del autor), obligaría a introducir procedimientos de supervisión de esos fondos análogos a los de los bancos (y por la misma regla de tres un sistema convenido de calificación de la solvencia, tarea ésta que entraña problemas ya mencionados).

No obstante, a pesar de los problemas que plantea, la propuesta representa un intento de enfrentarse con una fuente de volatilidad potencial de una categoría cada vez más importante de corrientes financieras a los mercados emergentes. En cuanto tal, puede servir para estimular el debate sobre otras posibles medidas con ese fin. Otro modo de proceder, por ejemplo, podría consistir en elevar las comisiones de reembolso que caracterizan a algunos fondos mutuos⁴⁵. Esas comisiones pueden variar con el período que se mantengan las inversiones y cabría por tanto esperar que actuaran como un desincentivo para los inversores que buscan una rentabilidad a corto plazo. Si ese proceder se considerara apropiado, podría buscarse la manera de generalizar las comisiones de reembolso de los fondos mutuos que invierten en mercados emergentes. Tiene la ventaja de que se basaría en una práctica que ya existe en el mercado. No obstante, requeriría acuerdos entre los países donde están principalmente domiciliados tales fondos con el fin de prevenir una huida de los mismos a jurisdicciones que no impongan comisiones de reembolso, y un acuerdo de esa índole no sería fácil de conseguir.

5. Controles de capital y otras medidas para la gestión de activos y pasivos exteriores

La gestión de los activos y pasivos exteriores de un país está vinculada a muchos otros aspectos de la política económica, tales como unos buenos indicadores macroeconómicos fundamentales, una reglamentación y supervisión financieras efectivas e incluso un buen desempeño empresarial. No obstante, la experiencia muestra que se trata de condiciones necesarias pero no suficientes para evitar las crisis financieras. Indica también que en esa esfera ejercen un papel esencial las medidas que se refieren en concreto a los activos y pasivos exteriores, fundamentalmente los controles de capital pero también otras disposiciones destinadas a influir en el endeudamiento, los préstamos y la tenencia de activos.

Los controles de las corrientes de capital se aplican tanto como parte de la gestión macroeconómica como para el logro de objetivos de la política económica a largo plazo relacionados con el desarrollo y la autonomía nacionales. Los controles impuestos por razones macroeconómicas suelen guardar conexión con otras medidas monetarias y fiscales, siendo su función reforzar tales disposiciones o sustituirlas cuando se considera probable que los demás instrumentos de la política económica resulten ineficaces u ocasionen grandes movimientos indeseables de variables clave, tales como los tipos de interés y de cambio. Los controles sobre estos últimos se proponen lograr que el capital de los residentes en un país se invierta localmente o que ciertas clases de actividades económicas se reserven parcial o totalmente para residentes.

Las transacciones que pueden ser objeto de controles de capital son muchas y desde algunos puntos de vista eluden toda clasificación sencilla. Esto se aplica, por ejemplo, cuando se intenta distinguir entre transacciones a plazo corto y largo: ciertos activos o instrumentos están claramente asociados principal o exclusivamente con transacciones a corto, pero otros sirven igualmente para el plazo corto u otro más largo siempre que exista un mercado secundario líquido de los mismos⁴⁶. Tampoco, las distinciones legales y administrativas que figuran en los regímenes nacionales sobre controles de capital se corresponden necesariamente con la clasificación conceptual usada por los economistas (por ejemplo, en lo que atañe a la inversión directa en contraposición con aquella en cartera). En una lista nada exhaustiva de los activos que intervienen en las transacciones de capital pueden figurar inversiones directas,

⁴⁵ Esta idea se expuso en A. Cornford y J. Kregel, "Globalizations, capital flows and international regulation", Documento de trabajo N° 161 del Jerome Levy Economics Institute (Annandale-on-Hudson, Nueva York, mayo de 1996), pág. 29. Para más detalles sobre las comisiones de reembolso de los fondos mutuos, véase J.C. Bogle, Bogle on Mutual Funds (Burr Ridge, Illinois: Irwin, 1994), págs. 193 y 194.

⁴⁶ La situación se complica aún mas con los derivados. Innovaciones recientes han hecho posible cada vez más las carteras e instrumentos financieros "sintéticos" con unos flujos efectivos a lo largo del tiempo que aventajan a los activos más tradicionales. En consecuencia, si un gobierno desea dirigirse a ciertos activos tradicionales para controlar los movimientos de capital, quizá tenga que ampliar el alcance de su acción para incluir las carteras o instrumentos "sintéticos".

préstamos a largo y corto plazo, adquisición por extranjeros de bienes raíces, valores y deuda emitidos nacional e internacionalmente (variando los títulos de la deuda en su vencimiento desde instrumentos del mercado monetario a pagarés y bonos a más largo plazo), títulos en inversiones colectivas (tales como participaciones en fondos mutuos), depósitos en bancos y otras entidades financieras, garantías y otros servicios de respaldo financiero, contratos de seguros de vida, activos diversos asociados con movimientos de capital de índole personal (tales como donaciones, dotes y herencias), fondos bloqueados propiedad de no residentes, e instrumentos derivados.

Por causa de las características institucionales y reglamentarias de los sistemas financieros y de sus efectos sobre los incentivos, los controles impuestos a las entradas de capital o al pasivo en el extranjero pueden también influir en la salida de capital y en los activos en el exterior, y viceversa. Tales influencias pueden advertirse, por ejemplo, en los controles a la inversión en cartera o a aquella directa, donde las normas sobre repatriación del capital claramente afectan a los incentivos de las entradas de fondos. Del mismo modo, las disposiciones que se apliquen a las carteras de empresas extranjeras en cuestiones tales como la libertad para hacer transacciones que entrañen entradas y salidas de fondos del país influirán en la predisposición a establecer una presencia comercial mediante inversiones directas. Por lo general, las normas relativas a las transacciones transfronterizas de capital de las entidades financieras de un país, así como el que puedan ajustar en diferentes monedas sus activos y pasivos, afectarán a su inclinación a depender de tales entradas y a sus esfuerzos por atraerlas.

En vista de las estrechas conexiones entre controles de capital, por un lado, y ciertos otros instrumentos de la política económica, por el otro, la clasificación de las medidas bajo uno u otro apartado resultará algo arbitraria. Por ejemplo, los requisitos de reservas especiales en el caso del pasivo de los bancos relacionado con no residentes (una medida a la que se hacen frecuentes referencias en el análisis que sigue) pueden clasificarse razonablemente tanto como un instrumento de la política monetaria o como un control del capital. Asimismo, como tales requisitos afectan a la calidad de los balances de las entidades financieras, pueden igualmente clasificarse (y a menudo se clasifican) como una medida "cautelar". También cabe hacer clasificaciones alternativas similares respecto de las restricciones a los activos o pasivos netos de los bancos en moneda extranjera.

Tradicionalmente, los controles de capital se centran mayormente en las transacciones internacionales de residentes y no residentes. No obstante, por causa de la desregulación y de la evolución de las técnicas bancarias que permiten ofrecer servicios cada vez más diversificados, los residentes ahora disponen casi siempre de cuentas y transacciones expresadas en divisas, lo que afecta a las condiciones macroeconómicas, particularmente a los tipos de cambio, del mismo modo que las transacciones financieras transfronterizas.

Se cuenta con muchas medidas diferentes para controlar los movimientos de capital, algunas con una gran incidencia y otras encaminadas a transacciones más estrechamente definidas. Los controles de las entradas de IED y de inversiones en cartera (no siempre claramente distinguidas en las reglamentaciones, como ya se dijo antes) pueden revestir la forma de autorizaciones, topes a la participación de capital extranjero en las empresas nacionales, anuencia oficial para la emisión internacional de valores, diferencias en las regulaciones que se aplican a las empresas nacionales y extranjeras en materia de establecimiento y desempeño, y diversos tipos de diferenciación del mercado en dos segmentos. Por ejemplo, con arreglo a esto último las inversiones en valores de un país por no residentes pueden limitarse a los adquiridos a otros no residentes, y las transferencias de la moneda del país para tales transacciones limitarse a las derivadas de la compraventa de esos valores por no residentes (una medida destinada a reducir la probabilidad de que las caídas de los precios de los valores vayan acompañadas de depreciaciones de la moneda o de una disminución de las reservas).

Cabe también imponer algunos de esos controles a las entradas de capital asociadas con títulos de la deuda, ya se trate de bonos o de otros instrumentos. Tales entradas pueden ser así objeto de gravámenes especiales o limitarse a transacciones efectuadas mediante un mercado de dos segmentos. Cabe aplicar topes (quizás tan bajos como cero) a la tenencia por no residentes de deuda emitida por empresas o por el gobierno, o exigir una autorización

para la compra de esas emisiones por extranjeros. Además, los no residentes pueden quedar excluidos de las licitaciones de bonos y efectos públicos.

Diversos otros controles se usan comúnmente para restringir el endeudamiento en el exterior de los bancos: los requisitos de reservas especiales en el caso de obligaciones con no residentes ya mencionados (para aumentar los costos y reducir la rentabilidad asociada al empréstito de las entradas de capital); la prohibición de que los bancos paguen intereses en los depósitos de no residentes o incluso la implantación de tipos de interés negativo ("comisiones") en tales depósitos; la tributación del endeudamiento exterior para eliminar el margen de arbitraje entre los tipos de interés nacionales y extranjeros⁴⁷; y la imposición a las empresas tanto financieras como no financieras de depósitos en efectivo en la banca central en cuantía proporcional al endeudamiento exterior (una medida adoptada por primera vez por Alemania en 1972 con el nombre de "Bardepot").

Los controles de la salida de fondos de un país para inversiones directas y en cartera pueden aplicarse tanto a residentes como no residentes. Las restricciones a estos últimos pueden dirigirse a la repatriación del capital, por ejemplo en forma de períodos obligatorios antes de que se permita esa repatriación o mediante disposiciones que establecen una repatriación por fases con arreglo a la disponibilidad de divisas o a la necesidad de mantener un mercado ordenado de la moneda del país. Los residentes pueden ver restringidas sus tenencias de valores extranjeros, bien directamente o mediante limitaciones de las carteras autorizadas de los fondos de inversión del país. También cabe usar tipos de cambio duales para restringir las inversiones en el extranjero de residentes, requiriendo que las transacciones de capital se hagan por medio de un mercado donde se aplique un tipo menos favorable que en el caso de las transacciones corrientes. Algunas de esas técnicas también se usan para las adquisiciones de títulos de la deuda emitidos en el extranjero y para otras formas de préstamos en el exterior. En el caso de depósitos bancarios de residentes en otros países, pueden estar restringidos por ley.

Como ya se mencionó, la cuestión del control de la "dolarización", en particular de los depósitos bancarios de residentes en moneda extranjera, así como de los préstamos bancarios a residentes en divisas, también corresponde al capítulo de los controles de capital. Tales préstamos y depósitos pueden incrementar los desajustes monetarios, que constituyen una fuente potencial de inestabilidad financiera, y precipitar y facilitar grandes alteraciones entre las monedas durante las crisis financieras, ejerciendo una presión sobre el tipo de cambio y redundando en insolvencias generalizadas de los deudores.

La crisis asiática ha atraído la atención sobre algunos extremos que merecen una mención aparte al hablar de las medidas para gestionar activos y pasivos externos. Durante esa crisis la atención se centró en la huida hacia monedas extranjeras que acompañó a las depreciaciones, pero era imposible distinguir entre la fuga de capitales que se debía a la especulación y aquella ocasionada por intentos tardíos de cubrir los riesgos cambiarios. No obstante, tal como se estudió en el capítulo III, hay poca duda de que los desajustes entre las denominaciones monetarias de los activos y pasivos de empresas no financieras y financieras influyeron mucho, y se vieron propiciados tanto por la facilidad de endeudarse en divisas como, en algunos casos, por la apertura por residentes de depósitos bancarios expresados en moneda extranjera⁴⁸. En tanto en cuanto esos pasivos se correspondan con activos (préstamos incluidos) denominados en las mismas monedas, la incertidumbre cambiaria se traslada a los deudores, cuyas contingencias podrán cubrirse con ingresos de exportación pero que frecuentemente se traducen en un riesgo crediticio. En la medida en que el pasivo no esté monetariamente equilibrado, los riesgos resultantes recaerán

⁴⁷ Este gravamen a veces se designa como un "impuesto de compensación de intereses". Los Estados Unidos lo aplicaron por primera vez con ese nombre a los préstamos extranjeros, inicialmente en 1964 a valores foráneos con un vencimiento de más de tres años, extendiéndolo después, en 1965, a los préstamos bancarios.

⁴⁸ En los países del Asia oriental más afectados por las crisis pueden abrirse cuentas en moneda extranjera, en casi todos los casos con sólo contadas restricciones. Pero en la mayoría de los países de la OCDE esa disponibilidad es un hecho relativamente reciente asociado a la liberalización más general de las transacciones de capital. En fecha tan tardía como 1985, esas cuentas todavía no estaban siempre autorizadas.

directamente sobre los bancos. La existencia de esos activos y pasivos, cuando está suficientemente difundida, puede así suponer una amenaza para el sistema financiero.

Parte de la solución a ese problema podría encontrarse en una aplicación estricta de las normas cautelares sobre la equiparación de las denominaciones monetarias del activo y pasivo de las entidades financieras y en medidas para aumentar el costo del endeudamiento en el extranjero mediante la imposición de gravámenes, requisitos de reservas especiales o depósitos en efectivo en el banco central. Pero como ya se ha sugerido, también cabe aplicar restricciones más rígidas a la propia "dolarización". Estas restricciones pueden consistir en limitar los préstamos bancarios y los depósitos en divisas. Podrían establecerse unas reservas obligatorias que no reporten interés sobre las cuentas bancarias en moneda extranjera, reduciendo o eliminando así el interés que perciben y disminuyendo su atractivo.

La crisis asiática ha mostrado también de manera patente los riesgos que entraña el que no se aplique una separación adecuada entre las actividades nacionales e internacionales de los bancos de un país. Varios países asiáticos han establecido centros bancarios internacionales, cuyas actividades están sujetas a una menor reglamentación y gozan de ciertos privilegios fiscales, con la finalidad, entre otras cosas, de facilitar la participación de los bancos en el negocio bancario regional o mundial. Uno de esos centros es el Servicio Bancario Internacional de Bangkok, establecido por Tailandia en 1992. Como ya se indicó en el capítulo III, las entidades de ese servicio sirvieron cada vez más de cauce para el arbitraje de tipos de interés entre los mercados financieros nacional e internacional, usándose buena parte de la financiación obtenida con ese arbitraje para financiar la especulación en valores bursátiles y bienes raíces.

Existe un contraste entre esta utilización relativamente no controlada de la financiación internacional en Tailandia y el funcionamiento del centro bancario internacional de Singapur establecido en 1968⁴⁹. Las actividades bancarias internacionales se realizan en Singapur por medio de las llamadas ACU (Asian Currency Units o unidades que operan con monedas asiáticas), que forman parte integrante de los bancos autorizados. A decir verdad, excepto en lo que respecta a la segregación de sus actividades con fines contables, fiscales y reglamentarios, una ACU no tiene personalidad distinta de la del banco en que está ubicada. El marco legal de esas unidades se propone facilitar su participación en el negocio bancario regional, sin perjuicio de restringir el uso del dólar de Singapur como moneda internacional y controlar las actividades bancarias internas de las ACU. Estas pueden aceptar depósitos en dólares de Singapur sólo a partir de una cierta cantidad y únicamente de no residentes y de otros bancos y entidades financieras, y los préstamos a las empresas nacionales en dólares de Singapur están también sujetos a un tope. Desde 1983, las ACU han tenido que recabar la aprobación oficial para conceder créditos a no residentes superiores a 5 millones de dólares de Singapur o a residentes para su utilización fuera del país, un requisito que obsta la venta al descubierto del dólar de Singapur en el mercado monetario y el empleo por no residentes de esos créditos para inversiones en cartera y en bienes raíces.

El éxito de esas medidas en el mantenimiento del carácter internacional de las ACU de Singapur puede ilustrarse con datos sobre sus activos y pasivos: el 63% de su pasivo en 1996 procedía de fuentes de fuera del país, y el 42% de su activo consistía en préstamos a bancos extranjeros. En cambio, hay estimaciones de que tanto como el 95% del dinero allegado por las entidades del Servicio Bancario Internacional de Bangkok se prestaba dentro del país. El ejemplo de las primeras muestra tanto la viabilidad de una medida de aislamiento de las actividades bancarias internacionales respecto del mercado interior como sus beneficios en lo que atañe a la contribución a la estabilidad financiera.

El uso de controles de capital ha sido un rasgo constante de los últimos decenios. En los primeros años de la posguerra y por razones macroeconómicas, se impusieron generalmente controles de capital a las salidas de fondos como parte de la política encaminada a afrontar las dificultades de balanza de pagos y evitar o reducir la cuantía de

⁴⁹ Sobre los orígenes de la banca internacional en Singapur, véase M. Ishihara y H.C. Kim, "Financial system of Singapore", en R.C. Effros (ed.), *Emerging Financial Centres* (Washington, D.C.: FMI, 1982). Para los acontecimientos más recientes, el análisis del texto se basa en un documento inédito de M.F. Montes y T.K. Giap.

las devaluaciones. Asimismo, los países tanto desarrollados como en desarrollo recurrieron mucho a controlar las entradas de capital por los motivos estructurales o de desarrollo a más largo plazo mencionados antes. Con el retorno a movimientos más libres de capital a partir de la década de 1960, las grandes entradas de fondos plantearon problemas en varias ocasiones a los gobiernos de ciertos países industriales como Alemania, los Países Bajos y Suiza, que respondieron con controles diversos, tales como los ya examinados en las adquisiciones por no residentes de valores de la deuda emitidos nacionalmente y en los depósitos bancarios de no residentes. Más recientemente, varios países en desarrollo que han experimentado análogos problemas macroeconómicos como consecuencia de grandes entradas de capital han recurrido a controles de capital como parte de su respuesta⁵⁰.

En Malasia, el recurso inicial a la esterilización sirvió para fomentar la diferencia entre los tipos de interés internos y externos, provocando un gran incremento de las entradas de capital a corto plazo. En enero de 1994 el Gobierno respondió imponiendo los siguientes controles de capital (removidos gradualmente a partir de 1995): los bancos quedaron sometidos a un tope de su pasivo externo no relacionado con el comercio o la inversión; se prohibió a los residentes que vendieran instrumentos monetarios a corto plazo a no residentes; se exigió a los bancos comerciales que depositaran en el banco central sin percibir intereses las cuentas en ringgit de bancos extranjeros; y también se aplicaron restricciones a los bancos comerciales en las transacciones directamente a término y en las permutas financieras que podían hacer con extranjeros⁵¹.

En Chile, también, el recurso a la esterilización en los primeros años del decenio de 1990 en respuesta a las crecientes entradas de capital provocó un aumento de los tipos de interés y una aceleración de las entradas. En consecuencia, el Gobierno adoptó varias medidas para frenar las entradas a corto plazo e incluso alentar ciertas categorías de salidas, como el requisito de establecer una reserva no remunerada del 20% (aumentado después al 30%) del endeudamiento en el extranjero que se tenía que depositar en el banco central durante un año

En Colombia, la esterilización acabó abandonándose como respuesta a las entradas de capital en los años noventa, y en su lugar se establecieron unas reservas obligatorias en el caso de los préstamos (distintos de los créditos a corto plazo relacionados con el comercio) con vencimientos de hasta cinco años, que tendrían que mantenerse durante toda la duración del préstamo pero cuya magnitud estaba en función decreciente de su vencimiento.

En el Brasil, las medidas de esterilización adoptadas para hacer frente a las mayores entradas de capital después de que el país hiciera una reforma monetaria a mediados de 1994 se completaron con un incremento del impuesto pagado por las empresas brasileñas sobre los bonos emitidos en el exterior, la imposición de un gravamen a las inversiones extranjeras en el mercado de valores, y una subida del impuesto por las compras en el extranjero de los fondos de inversión nacionales de renta fija.

En la República Checa, un gran incremento de las entradas de capital en 1994-1995 condujo inicialmente a una política de esterilización, pero tal cosa fue seguida de la imposición de un gravamen del 0,25% a las

⁵⁰ El análisis que sigue de los controles de capital en algunos países en desarrollo se basa mucho en un documento inédito de C.M. Reinhart y R.T. Smith, "Temporary capital controls", agosto de 1997 (mimeografiado); y en V.G. Le Fort y C.L. Budnevich, "Capital-account regulations and macroeconomic policy: Two Latin American experiences", en UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. VII (publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.97.II.D.5), Nueva York y Ginebra, 1997.

⁵¹ Una transacción directa en divisas es un acuerdo entre dos partes de cambiar monedas al cabo de un plazo de más de dos días, mientras una permuta financiera en divisas tiene dos tramos separados, uno que consiste en la venta o compra de una moneda extranjera y el otro que es una recompra o reventa de la moneda en fecha ulterior (deshaciendo así el primer tramo).

transacciones en divisas con los bancos, así como de límites al endeudamiento a corto plazo en el extranjero de bancos y otras empresas, que requerían además autorización oficial.

La evaluación de esos controles sugiere que en casi todos los casos resultaron eficaces en mayor o menor grado: las entradas disminuyeron apreciablemente en porcentaje del PIB después de su imposición excepto en el Brasil y Colombia, volviéndose las entradas a corto plazo totalmente negativas durante un tiempo en Chile y Malasia; y en Chile y Colombia hubo una disminución del corto plazo en la composición de las entradas.

Este recurso reciente a controles de capital, a veces durante períodos considerables de tiempo, ha tenido lugar en un contexto marcado por iniciativas internacionales encaminadas a restringir la libertad de los países para tomar esas medidas. Un objetivo principal de tales iniciativas es el único régimen global que se aplica a tales movimientos, es decir, el del FMI⁵². El primer propósito de ese régimen con respecto a tales movimientos era promover el comercio y la actividad económica mundiales mediante la eliminación de restricciones a las transacciones corrientes. La libertad de los movimientos de capital no era un principio del Convenio Constitutivo original del FMI. En realidad, a tenor de la sección 3 del artículo VI, se otorga explícitamente a los miembros el derecho a regular los movimientos internacionales de capital en tanto en cuanto los controles no restrinjan también las transacciones corrientes, y en virtud de la sección 1 a) del artículo VI la Cuenta de Recursos Generales no se usará para financiar unas salidas cuantiosas o sostenidas de capital⁵³.

No obstante, la atenuación gradual de las limitaciones iniciales sobre la participación del FMI en la liberalización de las transacciones de capital ha sido evidente en varias decisiones y otros cambios registrados desde los últimos años del decenio de 1970. En la versión modificada del Convenio Constitutivo que entró en vigor en 1978, en el artículo IV se declara que un fin esencial del sistema monetario internacional es establecer un marco que facilite el intercambio de capital entre los países. En abril de 1995, la lista de acontecimientos que pueden hacer que se celebren conversaciones entre el Fondo y un país miembro bajo la vigilancia por el FMI de las políticas cambiarias se amplió para incluir "unas corrientes insostenibles de capital privado"⁵⁴. En diciembre de 1997 se aprobó el establecimiento del Servicio de Reservas Suplementarias que permite otorgar asistencia financiera a un país que experimente dificultades de balanza de pagos debidas a una pérdida repentina y perturbadora de la confianza del mercado que se refleje en presiones sobre su cuenta de capital y reservas. Por último, en virtud de una iniciativa actual aprobada por el Comité Provisional el Convenio del Fondo se modificará para incluir la liberalización de los movimientos de capital entre los fines de la organización y ampliar oficialmente su jurisdicción a esos movimientos⁵⁵.

Si se aprueba esa enmienda, podrá tener unos efectos que se dejen sentir en otras normas internacionalmente convenidas. Por ejemplo, en virtud de los acuerdos de la OMC sobre el comercio de bienes y servicios, cuando un país recurra a restricciones para salvaguardar su balanza de pagos, esas restricciones han de ser congruentes con sus obligaciones a tenor del Convenio Constitutivo del FMI, e incumbe al Fondo evaluar la justificación de las restricciones con arreglo a la situación de la balanza de pagos y las reservas del país. La extensión propuesta de la jurisdicción oficial del Fondo a las transacciones de capital podría así hacer que se redujera la actual autonomía de

⁵² Los países desarrollados también están sujetos a obligaciones en este particular en virtud del Código de Liberalización de los movimientos de capital de la OCDE y (para los miembros de la UE) a tenor de la Directiva de 1988 del Consejo de la CEE sobre los movimientos de capital y el Tratado de Maastrich. Algunos países en desarrollo han asumidos tales obligaciones como parte de tratados de amistad, comercio y navegación o acuerdos regionales tales como el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC).

⁵³ Esta restricción no se aplica necesariamente a los servicios financieros especiales del FMI, que usan recursos prestados.

⁵⁴ Decisión N° 10950-(95/37), de 10 de abril de 1995, del Directorio Ejecutivo del FMI, por la que se modifica la Decisión N° 5392-[77/63] de 29 de abril de 1977.

⁵⁵ En el conjunto de medidas de ayuda financiera presentado por el FMI al Gobierno de la República de Corea figuraban condiciones sobre la liberalización de las transacciones de capital.

los países sobre el control de las transacciones de capital en conformidad con el régimen de la OMC⁵⁶. Pero las recientes crisis financieras y el frecuente recurso por los países a controles para contener los efectos y las oscilaciones de las corrientes de capital son un argumento para seguir otorgando a los gobiernos esa autonomía. El análisis que se hace en este capítulo no pretende sugerir que se haya encontrado ya la forma de eliminar en el plano mundial la transmisión por encima de las fronteras de los choques financieros asociados a la mayor integración financiera mundial u otras presiones relacionadas con aquellos movimientos de capital que son capaces de desencadenar crisis financieras. Esos puntos flacos del arsenal existente de medidas de política económica suscitan serias cuestiones sobre la idoneidad de los pasos actuales para promover la liberalización de los movimientos de capital como un objetivo internacional. En realidad, en un futuro previsible, lo que parece necesitarse es flexibilidad más bien que restricciones u obligaciones adicionales.

6. La política cambiaria

La contribución de unos tipos de cambio estables (con su acompañamiento de un excesivo endeudamiento exterior a corto plazo y un mayor riesgo monetario) a la generación de fragilidad financiera en el Asia oriental y el papel de los movimientos consiguientes de los tipos de cambio en el desencadenamiento de la crisis y su difusión por toda la región han hecho plantearse preguntas sobre la conexión entre los regímenes cambiarios y las crisis financieras. La conclusión del análisis que sigue es que ningún régimen proporcionará probablemente una protección total contra esas crisis. No obstante, unos tipos de cambio bien dirigidos, en combinación con controles de las transacciones de capital, pueden hacer mucho para prevenir grandes oscilaciones de las corrientes de capital, haciendo así una aportación importante a la estabilidad macroeconómica.

Tal como se describe en el recuadro 2, cuando estalló la crisis las economías del Asia oriental más seriamente afectadas, con la excepción de Hong Kong, China, tenían unos regímenes cambiarios en los que el banco central intervenía para estabilizar el tipo al contado con arreglo a unas pautas que todos conocían, mientras Hong Kong, China, contaba con un sistema de junta monetaria. Durante 1990-1996 muchos países del Asia oriental y meridional recibieron grandes entradas de capital. Cuando ocurre tal cosa, las autoridades monetarias pueden o bien dejar que la moneda se aprecie o bien intervenir para prevenir una apreciación, y casi todos los receptores del Asia oriental optaron por lo segundo.

Se ha suscitado la cuestión de si unos tipos de cambio que flotasen libremente habrían sido preferibles a unos tipos dirigidos como los que estaban en vigor en varios países del Asia oriental y meridional antes de la crisis. Unos tipos flotantes habrían probablemente conducido en los primeros años noventa a apreciaciones muy pronunciadas en comparación con los niveles realmente observados, lo que casi con toda certeza habría provocado duras resistencias políticas por sus efectos sobre las exportaciones. Si unos tipos de cambio que flotasen libremente hubiesen producido mayor inestabilidad en los tipos relativos, podrían haber desalentado las corrientes de arbitraje pero también habrían acabado amenazando al sistema de tipos de cambio relativamente estables en que se basaba el desarrollo económico de la región, con el riesgo de que surgieran tensiones en las relaciones comerciales.

En el otro extremo se ha sugerido que cabría evitar crisis como la asiática si se establecieran sistemas de juntas monetarias que suponen unos tipos de cambio rígidamente vinculados a una moneda ancla. En esos sistemas se asume el compromiso inequívoco de la autoridad monetaria de ofrecer o rescatar pasivo monetario a un tipo fijo. Asimismo, sólo en esas condiciones se intercambia el pasivo. Dos sistemas particularmente bien conocidos de este tipo son los de la Argentina y Hong Kong, China, pero varios otros países, incluidas algunas economías en

⁵⁶ Para un examen más detenido véase A. Cornford y J. Brandon, "The WTO agreement on financial services: Problems of financial globalization in practice", sección E, en UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. X (de próxima publicación).

transición, también los tienen. En su forma más depurada, las juntas monetarias no pueden otorgar crédito al gobierno, al sistema bancario o a otros prestatarios y los tipos de interés vienen determinados por el mercado, estando rígidamente vinculada la base monetaria a las reservas en divisas del país. Esas condiciones no se aplican estrictamente en tanto en cuanto la junta monetaria disponga de reservas externas superiores a la base monetaria del país (lo que ha ocurrido recientemente, por ejemplo, en Hong Kong, China) o cuando el ordenamiento jurídico permita que algunas de las reservas que respaldan la base monetaria se tengan en otras formas que no sean moneda exterior (como en la Argentina).

Entre los beneficios que atribuyen sus defensores a las juntas monetarias figuran la credibilidad que confiere ese régimen a la autoridad monetaria y la eliminación de los problemas de gestión de la deuda exterior derivados de desajustes entre la denominación monetaria de las deudas y la de los ingresos generados por las actividades que financian. No obstante, tal como muestra la experiencia reciente, tales regímenes no aíslan a las economías de la inestabilidad de origen externo, ya que las repercusiones de las entradas y salidas de capital se transmiten, por conducto de sus efectos sobre la base monetaria, a diversas actividades económicas y a los precios de bienes y activos. Asimismo, si no hay un prestamista de última instancia, la contracción de los depósitos que suele seguir a la salida de capital en ese sistema puede amenazar la estabilidad bancaria⁵⁷. Un sistema de junta monetaria cumplirá un cometido importante en ciertas circunstancias, tales como las de frenar una hiperinflación. Pero la consiguiente reducción de la autonomía de la política económica significa que esos sistemas seguirán siendo aceptables y apropiados sólo para una pequeña minoría de países.

No hay así motivos para condenar los regímenes cambiarios dirigidos basándose en la experiencia reciente (aunque su restablecimiento es imposible en los países de Asia oriental y meridional si éstos no vuelven a gozar de condiciones más ordenadas en sus mercados monetarios). Las alternativas de unos tipos de cambio flotantes o rígidamente fijos también pueden imponer costos que superen a los beneficios. No obstante, la experiencia reciente ha mostrado asimismo que los regímenes cambiarios dirigidos son vulnerables a grandes acumulaciones de deuda bancaria exterior a corto plazo y de otras inversiones exteriores potencialmente volátiles. A veces, introducir mayor flexibilidad ampliando la banda de intervención podría ayudar a que se eliminasen las apuestas en una sola dirección y se desalentaran las corrientes de arbitraje. Pero es probable que tales regímenes sólo sean sostenibles si van acompañados de una gestión activa del pasivo exterior, lo que puede obligar a menudo a recurrir a controles de capital.

7. La colaboración y las consultas regionales

En los acuerdos económicos regionales suelen figurar modalidades de colaboración y consulta mutua en una amplia gama de asuntos de política económica. Esas modalidades frecuentemente apuntan a la prevención de crisis financieras en los países miembros que pueden tener desfavorables efectos transfronterizos y perjudicar así el logro de los objetivos de los acuerdos correspondientes.

En la Unión Europea (UE) se cuenta con un conjunto completo de procedimientos de esa índole, con el objetivo de asegurar que el funcionamiento del mercado común no se vea afectado de manera adversa por acontecimientos macroeconómicos o financieros en los Estados miembros. El Tratado de Roma por el que se estableció la Comunidad Económica Europea (Tercera parte – Título II, capítulos 1 a 3) abarcaba la cooperación y las consultas entre los miembros sobre medidas monetarias y otras coyunturales, así como sobre la balanza de pagos. El artículo 107, por ejemplo, instaba a los miembros a que considerasen su política en materia de tipos de cambio como una cuestión de interés común⁵⁸. Asimismo, las consultas y la supervisión han formado parte de los

⁵⁷ Con el objetivo de evitar otra fuerte reducción de liquidez como la experimentada por la salida de capital a raíz de la crisis mexicana de 1995, la Argentina ha establecido una línea de crédito en bancos internacionales privados para su uso en el caso de que se reanuden tales salidas.

⁵⁸ Estos artículos fueron modificados por el Tratado de Maastrich que estableció la Unión Económica y Monetaria.

procedimientos de la UE a la hora de facilitar a los miembros respaldo financiero para intervenir en los mercados monetarios y para ayudarlos a resolver dificultades de balanza de pagos.

La colaboración y las consultas en el plano regional también han sido propuestas en otras partes con el fin de ayudar a prevenir las crisis financieras, pretendiendo en buena parte esas iniciativas evitar efectos de contagio. Algunas de las ideas expuestas en ese contexto entrañan una supervisión mutua encaminada a asegurar que se aplica adecuadamente la política de estabilidad económica y financiera diseñada por el FMI. Pero una política concreta no forma parte integrante de la colaboración y las consultas regionales en pro de la estabilidad financiera. Una iniciativa aplicada en la ANASO, por ejemplo, consiste en un mecanismo para supervisar la situación y la política económicas de los miembros con arreglo a pautas mutuamente convenidas a tal fin.

La convicción de los miembros de la ANASO de que tienen que cooperar para prevenir las crisis financieras ya se hizo patente en el período anterior al que se fraguó la crisis. Por ejemplo, en una reunión celebrada en marzo de 1997 los ministros de finanzas de la ANASO reconocieron que podía establecerse con esa finalidad un mecanismo de supervisión. Dos meses después, la presión sobre el baht tailandés impulsó una intervención coordinada de varios bancos centrales asiáticos en apoyo de la moneda. Sin embargo, no hubo ninguna intervención de esa índole cuando el abandono general de los regímenes de tipos de cambio dirigidos en julio de 1997, un hecho que sugiere que los gobiernos decidieron que habría resultado demasiado costoso intentar defender los tipos de cambio en esa etapa.

No obstante, las consultas dentro de la ANASO sobre una supervisión mutua prosiguieron y en una reunión de diciembre de 1997 los ministros de finanzas de la Asociación recomendaron que se aplicara la propuesta de establecer un mecanismo de vigilancia regional, que posteriormente ha venido a conocerse como el Mecanismo de Supervisión de la ANASO. La función de ese instrumento sería ayudar a los gobiernos de la ANASO a prevenir futuras crisis financieras, entre otras cosas sirviendo de sistema de alerta rápida que permitiese a los países individualmente o por separado emprender acciones correctivas y proteger los intereses de la región durante el proceso de integración financiera global mediante el examen de las cuestiones financieras y monetarias suscitadas en los foros internacionales. Esa iniciativa responde a una necesidad muy sentida en los miembros de la ANASO, pero también podría acabar haciendo que se extendiera tal cooperación a otros países asiáticos. Si en lo futuro la ANASO y posiblemente otros países del Asia oriental y meridional decidieran prestarse un apoyo financiero exterior mutuo mediante acuerdos más explícitos que los aplicados en mayo de 1997 en defensa del baht (en cierto modo de manera similar a algunos de los instrumentos de la UE mencionados antes), sería posible prever un vínculo entre esas disposiciones y cualquier mecanismo de vigilancia que esté entonces en vigor.