Capítulo IV

CRISIS Y RECUPERACIÓN EN EL ASIA ORIENTAL

A. Introducción

La celeridad de la recuperación de los mercados emergentes del Asia oriental más afectados por la crisis financiera ha asombrado a los observadores más optimistas, incluso aunque muchos predijeron para casi todas las economías de la región una reactivación en forma de V al estilo de México. Incluso instituciones tales como el FMI, que han contado con información de primera mano sobre el estado de esas economías e influido mucho en la política económica aplicada en respuesta a la crisis, ahora ven sus proyecciones primeras sobre los progresos económicos de la región superadas por un amplio margen. La República de Corea es un caso notable en este particular, donde la tasa de crecimiento se acercó al 11% en 1999, frente a una proyección del FMI en mayo de 1999 de 2%. Las economías de ASEAN-4 (Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) también se recuperaron, con un crecimiento de casi 3% en 1999, en contraposición con proyecciones anteriores del FMI de una nueva contracción de la actividad. La rapidez con que la región ha logrado levantar cabeza también ha desmentido las previsiones de otras instituciones y observadores, incluida la secretaría de la UNCTAD, que discrepaban de la ortodoxia del diagnóstico y de la política económica adoptada en respuesta a la crisis[1].

Hay opiniones encontradas sobre el origen y la índole de esta recuperación. Si bien, a juicio de algunos, su vivacidad constituye una vindicación del enfoque internacional de la política económica ante la crisis, para otros desacredita la prognosis ortodoxa de que esas economías adolecían de serias deficiencias estructurales e institucionales que, a menos que se subsanaran, impedirían reanudar el crecimiento. Al margen de todo reparto de errores y aciertos, un examen de cómo ha discurrido la recuperación resulta útil, ya que no sólo ayuda a comprender mejor las causas de esas crisis sino, lo que es más fundamental, brinda inestimables lecciones para gestionar mejor crisis similares cuando se produzcan.

El examen que se hace del proceso de recuperación en este capítulo respalda algunas conclusiones:

- La respuesta consistente en adoptar una política de restricciones monetarias agravó el impacto de la crisis sobre los sectores financiero y empresarial, y contribuyó a contraer la producción y el empleo aún más, sin aportar estabilidad. Las monedas se estabilizaron, no por las subidas de los tipos de interés, sino por la acumulación de reservas como consecuencia de los grandes recortes en las importaciones y de la reducción de las obligaciones con el exterior de resultas del rescalonamiento de la deuda, y gracias también a la imposición de controles de capital. Así, en retrospectiva, el que se facilite una adecuada liquidez internacional para reponer las reservas, junto con controles cambiarios, una congelación de la deuda y una renovación de los vencimientos (es decir, el tipo de medidas preconizadas en el TDR 1998), habría sido una respuesta mucho más eficaz que una política de tipos de interés altos.

- La rapidez de la recuperación se produjo en buena parte por la política económica aplicada después del endurecimiento inicial. La vigorosa respuesta de las economías de que se trata a la posterior distensión fiscal y monetaria sugiere que las medidas iniciales crearon una situación que era innecesariamente restrictiva. Las economías mejoraron rápidamente cuando se invirtió la política de austeridad y se dejó que las administraciones públicas desempeñaran un papel más positivo en la recuperación. Ese cambio se produjo al intensificarse la crisis y extenderse las críticas,

más bien que por formar parte de un conjunto de acciones cuidadosamente programadas.

- La rapidez de la reactivación no se debió a la eliminación de las insuficiencias estructurales, a las que se dio mucho peso a la hora de explicar la crisis. A decir verdad, a pesar de su ulterior cambio de signo, el alza de los tipos de interés causó serias dislocaciones en los sectores empresarial y financiero, agravando más bien que eliminando dichas insuficiencias. La reestructuración financiera y empresarial sólo acaba de empezar. Esto parece indicar que las recuperaciones no cuentan con una base firme y que las dificultades estructurales pueden volver a intervenir, conduciendo quizá a una reactivación en forma de W.

- Aunque en casi todos los países seriamente afectados por las crisis el ingreso per cápita supera ahora los niveles anteriores o está próximo a ellos, ese ingreso parece peor distribuido. En particular, el empleo y los sueldos y salarios se han quedado a la zaga del ingreso agregado, y la pobreza se sitúa bastante por encima del nivel anterior a la crisis. Según algunos análisis, podría llevar al Asia oriental un decenio eliminar la pobreza creada por la crisis financiera. Esto se compadece con la pauta general observada en los mercados emergentes de que los ciclos de auge-recesión-recuperación tienden a ser regresivos en términos de distribución del ingreso y de pobreza, aun cuando su impacto general sobre el crecimiento económico pueda ser neutral.

- La crisis tiene implicaciones a más largo plazo para el desarrollo económico de la región no sólo porque ha provocado perturbaciones estructurales en los sectores empresarial y financiero, sino también y sobre todo porque ha puesto al desnudo la vulnerabilidad a la que la región está expuesta como consecuencia de su excesiva dependencia de los mercados y los capitales extranjeros para su crecimiento económico. Tal cosa puede aconsejar una reconsideración de la estrategia del desarrollo.

B. La respuesta de la política económica a la crisis y el proceso de recuperación

Ha habido diferencias apreciables entre los países tanto en las causas y evolución de la crisis así como en la índole y rapidez de la reactivación[2]. Si bien todos los países que se vieron seriamente afectados tenían en general un gran pasivo a corto plazo y otras obligaciones internacionales líquidas como consecuencia del incremento de las entradas causadas por el arbitraje, su exposición a una rápida salida del capital foráneo variaba mucho; por ejemplo, en contraste con otros países, en Malasia la deuda exterior a corto plazo estaba cubierta con creces por sus reservas internacionales. También se registraron diferencias en el uso de las entradas de capital. En algunos países, en particular la República de Corea, hubo una inversión excesiva en la industria manufacturera en relación con la demanda y la producción, generada por un afán de hacerse con mercados de exportación a expensas de la rentabilidad, mientras en otros, especialmente en Tailandia, hubo un auge especulativo del mercado inmobiliario, apoyado por las entradas de capital. Del mismo modo, algunas empresas privadas del Asia sudoriental habían invertido mucho en otras actividades que no son objeto de comercio, concretamente en infraestructura física, con fondos prestados por el extranjero. En vísperas de la crisis, los indicadores macroeconómicos fundamentales de las cuentas exteriores eran mucho menos favorables en Tailandia que en otras partes de la región. En realidad, la de ese país fue una crisis típica de balanza de pagos agravada por una deuda excesiva a corto plazo y por la apertura de la cuenta de capital, mientras las demás economías sufrieron en primer lugar un contagio. La repentina pérdida de confianza en Tailandia parece haberse visto muy influida por tres grandes preocupaciones: el déficit por cuenta corriente, que había estado aumentando de manera constante desde 1993 para llegar al 8% del PIB en 1995-1996; el considerable volumen del pasivo a corto plazo con el exterior y de otras obligaciones líquidas, que superaba a los activos internacionales líquidos por un amplio margen; y, en menor medida, una moneda apreciada.

Los indicadores fundamentales de la balanza de pagos eran mejores en otros países de la región, aunque muchos de ellos resultaban financieramente vulnerables por causa de una

rápida acumulación de obligaciones con el exterior a corto plazo y otro pasivo líquido. En particular, en Indonesia hubo poca apreciación monetaria, y el déficit corriente en proporción del PIB era menos de la mitad del de Tailandia. Con cerca del 4% del PIB, el déficit en cuenta corriente de la República de Corea no era muy superior a los niveles de decenios anteriores, y estaba ya disminuyendo. Malasia presentaba una apreciación mayor y un déficit por cuenta corriente ligeramente superior. Los parámetros fundamentales de la balanza de pagos de Filipinas eran peores que los de la República de Corea y de Indonesia, pero su vulnerabilidad financiera exterior era mucho menor. Si bien todas las monedas de la región sufrieron ataques, fueron la gran vulnerabilidad financiera exterior y las presiones especulativas los factores determinantes en la incidencia de la crisis.

Indonesia cayó en una recesión más profunda que sus vecinos y su recuperación ha sido también débil y desordenada, a pesar de sus mejores indicadores macroeconómicos iniciales, principalmente como consecuencia de las perturbaciones políticas producidas por las repercusiones de la crisis sobre las condiciones de vida y las disputas sobre las causas de la recesión y la política económica más apropiada para hacerla frente, en la que también participaron organismos internacionales. Los efectos económicos y sociales fueron particularmente nocivos, ya que el ingreso de una gran parte de la población no estaba en general muy por encima del umbral de la pobreza. En Tailandia y la República de Corea, la política económica adoptada se proponía mantener el libre movimiento de capitales, recurriendo a un endurecimiento monetario y fiscal para restablecer la confianza. En la República de Corea se registró un pronunciado declive de la producción a pesar de su estructura industrial más robusta y flexible y de no haber inversiones especulativas apreciables en propiedades, ni préstamos dudosos vinculados a esa financiación, pero la recesión fue aún mayor que en Tailandia. La respuesta inicial de la política económica de Malasia fue también ortodoxa, aunque después introdujo controles de capital con el fin de estabilizar su moneda y lograr autonomía para una política monetaria expansiva que permitiera salir de la crisis. En comparación con Tailandia, el descenso de la producción en Malasia resultó moderado y su recuperación ha sido también más robusta.

Un examen detenido de la evolución de la política económica y del desempeño de la región ofrece valiosas lecciones sobre los límites de las medidas macroeconómicas ortodoxas en condiciones de crisis de pagos originadas en la cuenta de capital, en contraposición con las crisis tradicionales de pagos asociadas a desequilibrios macroeconómicos y dificultades de la financiación de los déficit por cuenta corriente. Como ya se examinó con algún detalle en ediciones anteriores del TDR, el alza de los tipos de interés no logró aportar una estabilidad monetaria mientras intensificaba la recesión. Esto también fue señalado por el Gobierno de la República de Corea en un informe al G-20 en el que se hacía referencia a los "malignos efectos secundarios" de unos tipos de interés altos, incluidos "la pronunciada desaceleración de la actividad económica real mediante la contracción del consumo y la inversión; el número mucho mayor de quiebras de empresas; y el incremento de los préstamos morosos de las instituciones financieras"[3]. A decir verdad, las dificultades financieras producidas por las grandes depreciaciones monetarias y la interrupción de las líneas de crédito en el exterior se vieron agravadas por los altos tipos de interés, que hicieron insostenibles los costos arrastrados por la deuda. Al disminuir sus ventas nacionales y sus ingresos de exportación, las empresas se vieron en la imposibilidad de cumplir sus obligaciones con las instituciones financieras, que ya se habían visto debilitadas por las quiebras empresariales (como en la República de Corea) o el colapso del mercado inmobiliario (como en Tailandia).

En realidad, los datos indican que la depreciación monetaria infligió mucho menos daño a las empresas que el alza de los tipos de interés y el recorte de las líneas de crédito dentro del país, ya que muchas firmas con un gran endeudamiento en el exterior estaban orientadas hacia la exportación[4]: si se hubieran mantenido las líneas de crédito, una mayor competitividad y unos ingresos de exportación mejores habrían proporcionado una protección contra el aumento de las obligaciones en moneda nacional como consecuencia de las depreciaciones. En este aspecto las empresas de Asia se encontraban en una posición mucho mejor que las de otros países con mercados emergentes[5].

Si bien los tipos de interés más altos no lograron estabilizar las monedas al no restablecer la confianza, lo consiguieron indirectamente al hacer una contribución de primer plano a una acusada caída de la demanda interna, que, juntamente con la falta de liquidez, produjo un declive de la producción industrial, el empleo y el consumo, conduciendo a una cuantiosa disminución de las importaciones. En la República de Corea, por ejemplo, las importaciones bajaron desde 142.000 millones de dólares en 1997 a 90.000 millones en 1998; junto con una modesta

expansión de las exportaciones, surtió el efecto de cambiar rápidamente de signo la balanza corriente desde un déficit de 8.000 millones de dólares a un superávit de 41.000 millones, que supone un asombroso 14% del PIB. El rápido incremento de las reservas, unido a un reescalonamiento de más del 95% de la deuda a corto plazo con bancos comerciales, restauró la confianza en la moneda y finalmente trajo estabilidad al mercado de divisas. Simultáneamente, el impacto expansivo del excedente por cuenta corriente sobre la liquidez de la economía permitió reducir los tipos de interés; hacia el tercer trimestre de 1998 habían vuelto a sus niveles anteriores a la crisis.

De esta suerte, fue la pronunciada recuperación de las reservas en divisas debida a la mejor situación de los pagos corrientes, producida a su vez por el hundimiento de las importaciones, junto con la reducción de las obligaciones con el exterior por causa de la reestructuración de la deuda a corto plazo, lo que aportó estabilidad monetaria y un cambio de tendencia en la rígida política de tipos de interés. Si bien el alza de estos últimos no logró convencer a los inversores de que adquirieran activos internos fomentando su retorno, el efecto colateral del aumento de las reservas utilizables con respecto a las obligaciones exteriores reaseguró a esos inversores foráneos y estabilizó el tipo de cambio[6].

En Malasia, también, la respuesta inicial en forma de tipos de interés más altos no consiguió restablecer la confianza y estabilizar la moneda, ahondando en cambio la crisis. En vista de la continua especulación sobre la moneda, el Gobierno introdujo controles temporales de capital en septiembre de 1998, lo que resultó ser sumamente eficaz para conferir estabilidad a la moneda y permitir la recuperación de la economía (recuadro 4.1).

En un sentido, las políticas económicas ortodoxas consiguieron estabilizar los tipos de cambio pero no restableciendo la confianza por conducto de unos tipos de interés altos, como era su intención, sino creando una profunda recesión. La experiencia sugiere así que los "malignos efectos secundarios" de unos tipos de interés elevados podrían haberse evitado con una congelación temporal de la deuda y con un reescalonamiento de aquella a corto plazo por parte de prestatarios y prestamistas de consuno, reforzado todo ello por un rápido suministro de liquidez internacional para reponer reservas y ofrecer financiación de la cuenta corriente, más bien que intentando persuadir a los inversores de que no se movieran mediante grandes subidas de los tipos de interés y la provisión de fondos para socorrer a los acreedores mientras se mantenía la cuenta de capital abierta.

Un factor adicional que aportó estabilidad cambiaria fue la política económica adoptada por China y Malasia. A pesar de las adversas repercusiones sobre su competitividad de la acusada depreciación monetaria de muchos países de la región, China resistió a la tentación de una devaluación competitiva. Del mismo modo, el éxito de Malasia al vincular su tipo de cambio al dólar proporcionó un ancla estable a la región, particularmente en vista de la importancia del comercio intrarregional y de la estabilidad de la pauta regional de los tipos de cambio. A partir de septiembre de 1998, el won, la rupia y el baht dieron muestras todos ellos de estabilidad y luego registraron moderadas ganancias frente al dólar. La experiencia malasia también demuestra que fijar el valor nominal de la moneda no conduce necesariamente a una apreciación, siempre que esa medida vaya acompañada de un control efectivo de los flujos de capital.

No obstante, la estabilidad monetaria no fue suficiente para cambiar la tónica de la actividad económica. La recuperación sólo se produjo cuando se cambió de signo la política económica inicial y se dejó que jugaran los déficit fiscales y los menores tipos de interés para compensar la masiva reducción del gasto privado interno. Por ejemplo, en la República de Corea, el primer acuerdo convenido con el FMI, en diciembre de 1997, insistía en una política fiscal restrictiva, pero acuerdos subsiguientes reconocieron la inevitabilidad de un déficit fiscal, fijándolo en alrededor del 0,8% del PIB en febrero de 1998, en 1,7% en mayo del mismo año y, finalmente, en torno al 5% a partir de julio de 1998[7]. En el segundo semestre del año, la economía registró un estímulo fiscal sin precedentes, junto con tipos de interés que eran casi la mitad de los niveles de antes de la crisis. La expansión fiscal y la creciente exportación inducidas por los tipos de interés más bajos, la mayor liquidez y unas tasas de cambio competitivas, espolearon ambas la demanda y redujeron las limitaciones que pesaban sobre la oferta, sacando así a la economía de la recesión y dándole un fuerte impulso. Claramente, gran parte de la recuperación revistió una índole técnica, ya que el declive había sido demasiado acelerado y había ido demasiado lejos. La actuación fiscal discrecional siguió siendo expansiva en 1999, pero el rápido crecimiento proporcionó una corrección fiscal cíclica, y se introdujo un segundo presu-

Recuadro 4.1

LA RAZÓN DE SER Y LOS EFECTOS DE LOS CONTROLES DE CAPITAL EN MALASIA

Aunque al igual que la República de Corea y Tailandia, Malasia experimentó un gran incremento de las entradas de capital a corto plazo en la primera mitad del decenio de 1990, en vísperas de que se desencadenara la crisis en 1997 la estructura de los vencimientos de su deuda exterior era mucho más favorable que en aquellos dos países, y sus reservas eran más que suficientes para cubrir sus obligaciones con el exterior a corto plazo, cifrándose en unos 70.000 millones de ringgit, frente a un pasivo de 36.000 millones (de los que alrededor de 27.000 millones se debían al sector bancario). A finales de 1997, la deuda exterior total suponía sólo el 40% del PIB y la proporción del servicio de la deuda no llegaba al 7%. Asimismo, aun cuando los bancos pechaban con una parte desproporcionada de la financiación del sector privado, con unos préstamos que representaban el 150% del PIB, las reformas introducidas desde mediados del decenio de 1980 habían fortalecido al sector financiero: los préstamos sobre bienes raíces estaban garantizados a más del 100%, mientras los destinados a financiar la compra de acciones no suponían más del 8% del total. En junio de 1997, la parte de los préstamos morosos no superaba el 2%, y el coeficiente de capital ponderado por el riesgo del sistema bancario giraba en torno al 12%, muy por encima del coeficiente de Basilea del 8%, mientras que la proporción entre provisión de fondos y préstamos fallidos era casi del 100%. Del lado fiscal, 1997 fue el quinto año con excedente, con más del 2% del PIB[1].

A pesar de esas condiciones financieras relativamente favorables, las presiones sobre la moneda malasia fueron similares a las que sufrieron otros países golpeados por la crisis. El tipo de cambio se desplomó desde 2,6 ringgit por dólar en julio de 1997 hasta 4,7 en enero de 1998, el índice de valores de Kuala Lumpur cayó desde alrededor de 1000 a 300 en su momento más bajo, y los préstamos de dudoso cobro del sector bancario superaron el 12%. Claramente, una excesiva deuda a corto plazo no era el motivo principal. A decir verdad, aun antes de que la crisis estallara no se registraron salidas sustanciales de capital, tal como ocurrió en la República de Corea y Tailandia, y las reservas nunca disminuyeron por debajo de los 50.000 millones de ringgit. La razón principal fue la especulación contra esta moneda, facilitada por la existencia de un mercado internacional en Singapur.

Como en los otros dos países, la respuesta inicial al colapso de la moneda y a la subida de la inflación fue un endurecimiento de la política monetaria en un contexto de disciplina fiscal continua. En consecuencia, en los primeros nueve meses de 1998 el PIB era un 6% inferior al del período correspondiente del año anterior, entrañando grandes recortes de las importaciones y un rápido cambio de tendencia en la balanza de pagos corrientes, que alcanzó un superávit de más del 12% del PIB. No obstante, a diferencia de la República de Corea o Tailandia, como Malasia nunca sufrió de falta de garantías para atender a sus compromisos a corto plazo con el extranjero, la mejor situación de los pagos no surtió el mismo efecto estabilizador sobre su tipo de cambio. Por causa de las consecuencias que tuvo el debilitamiento del sector empresarial sobre los préstamos morosos, los préstamos bancarios nuevos cayeron a casi cero cuando los bancos intentaron sanear sus balances.

Frente al acusado descenso de la producción, se tomó la decisión de apoyar a la economía mediante estímulos fiscales y una expansión monetaria para corregir la falta de liquidez. Habida cuenta, sin embargo, de las endebles condiciones económicas y de las continuas presiones especulativas, buena parte de la mayor liquidez se filtró hacia el exterior. Para impedir tal cosa, en agosto de 1997 se fijó un limite de 2 millones de dólares a las permutas monetarias de los bancos malasios con residentes para las transacciones no relacionadas con el comercio. No obstante, el resultado fue que el endeudamiento se trasladó al mercado internacional de Singapur. En éste, a comienzos de 1998, los tipos de los depósitos en ringgit subieron a más del 20%, e incluso alcanzaron el 40%, frente a unos tipos internos del orden del 11%. La única justificación plausible de ese diferencial era la especulación contra el ringgit. Así, la existencia del mercado internacional no sólo menoscabó los esfuerzos del Banco Central para reducir los tipos de interés y expandir la liquidez con miras a respaldar la actividad económica, sino también impidió que la moneda se estabilizara. En vista de ello se decidió cerrar el mercado de Singapur declarando ilegales las transacciones internacionales en ringgit. Aquél había desempeñado un papel similar al del mercado bancario internacional en el Servicio Internacional de Banca de Bangkok, pero a diferencia de este último, que se había creado mediante pasos bien meditados, se trataba de algo heredado del pasado[2]. Como no podía regularse o controlarse directamente por Malasia, la única alternativa era traerlo al país, que es lo que se hizo mediante las oportunas disposiciones.

En una serie de medidas introducidas a comienzos de septiembre de 1998, se prohibió a los bancos nacionales que prestaran a bancos y corredores bursátiles no residentes, o que hicieran ninguna permuta

financiera ni transacciones de recompra con no residentes, a fin de eliminar el que estos últimos tuvieran saldos en ringgit en el extranjero. Además, las transacciones en cuentas exteriores en ringgit sólo podrían hacerse para comprar y vender activos en esa moneda, y los saldos no podían transferirse entre no residentes. Por último, como uno de los principales motivos para mantener cuentas internacionales era proteger las transacciones denominadas en ringgit, se obligó a los residentes en el país a cumplir unos requisitos de facturación en todas las transacciones externas en moneda extranjera, y se limitó estrictamente la importación y exportación de billetes de banco en ringgit. Todo ello tuvo por resultado que fuera imposible cerrar contratos en ringgit como no fuera mediante bancos malasios en Malasia[3].

Estas medidas destinadas a aislar las tasas de interés internas de los tipos externos se combinaron con la decisión de vincular el tipo de cambio, una decisión que se vio muy influida por un nuevo declive de la moneda cuando comenzó la crisis rusa[4]. A decir verdad, a partir de julio de 1998 la moneda mostró una tendencia a volver a los mínimos anteriores a la crisis, y ello a pesar de que las medidas tomadas estaban dando fruto al mejorar las condiciones macroeconómicas en materia de saldo fiscal, excedente de pagos e inflación. Aunque la fijación del tipo de cambio en 3,8 ringgit por dólar representó una apreciación sustancial de la cotización de mercado entonces vigente, fue consistente con las condiciones macroeconómicas del momento: la cuenta exterior arrojaba ya un superávit que amenazaba con crear una expansión demasiado fuerte, con unas reservas exteriores que suponían alrededor de cuatro meses de importación y duplicaban el nivel de las obligaciones a corto plazo con el extranjero.

Las medidas para controlar los flujos de capital fueron selectivas: las corrientes a largo plazo y la IED no se regularon, y la moneda siguió siendo plenamente convertible para transacciones comerciales siempre que se hicieran por conducto de bancos malasios. Al juzgar estas medidas[5] es importante recordar que no se introdujeron en una situación de emergencia para controlar unas salidas excesivas de capital, ni tampoco para apoyar unas políticas y unas condiciones macroeconómicas insostenibles, tales como un aumento de los déficit fiscales y de pagos o una gran inflación. Se introdujeron cuando ya había transcurrido más de un año desde el comienzo de la crisis, período en que casi todo el capital extranjero a corto plazo ya había salido, el ajuste interno ya se había hecho, la balanza de pagos había pasado a arrojar un gran excedente, la inflación se había estabilizado, y se habían dado pasos para fortalecer los sectores financiero y empresarial. Por último, se dejó en claro que los controles eran temporales y sólo se removerían para permitir a no residentes sacar ringgit una vez que las condiciones se hubieran estabilizado. En realidad, la rápida reactivación de la economía permitió la supresión paulatina de los controles desde febrero de 1999.

Así, aquellos factores que habían producido una estabilidad cambiaria y permitido que los tipos de interés se redujeran en la República de Corea y Tailandia no jugaron en Malasia por causa de los diferenciales en los tipos de interés entre los mercados del ringgit nacionales e internacionales. En consecuencia, la mejora de los indicadores macroeconómicos fundamentales no sirvió para lograr una mayor estabilidad del mercado cambiario. El éxito de las medidas adoptadas se confirmó por el hecho de que cuando los controles se levantaron en septiembre de 1999 hubo una salida inmediata de tan solo 5.200 millones de ringgit, y de otros 3.100 millones en el resto del año. En el primer trimestre de 2.000 hubo una entrada neta de 8.500 millones de ringgit, una cantidad aproximadamente igual a la que había huido cuando cesaron los controles[6]. En mayo de 2000 los activos totales de las reservas oficiales eran de 32.000 millones de dólares, más de seis veces la deuda a corto plazo[7]. En diciembre de 1999, la calificación en el extranjero de la moneda de Malasia a largo plazo se elevó a BBB y más recientemente el país volvió a ser incluido en los índices que sirven de referencia de los valores en los mercados emergentes de Morgan Stanley Capital International, lo que indica una normalización de relaciones con los mercados internacionales de capital.

---

[1] Véase Bank Negara Malaysia, Annual Report 1998, Kuala Lumpur, 1999: 31-33.

[2] Ibid.: 69-71.

[3] Para la descripción completa de estas medidas, véase Bank Negara Malaysia, op. cit.: 214-219; las enmiendas introducidas en febrero de 1999 se documentan en el Annual Report 1999 del Banco, Kuala Lumpur, 2000.

[4] Para un análisis alternativo que sugiere que los mercados cambiarios de la región ya se habían estabilizado cuando se adoptaron las medidas, véase FMI, Perspectivas de la economía mundial, octubre de 1999, recuadro 2.4.

[5] Véase, por ejemplo, la evaluación de Bank Negara Malaysia en su Annual Report 1998: 61 et seq.

[6] Bank Negara Malaysia, Economic and Financial Developments in the Malaysian Economy in the First Quarter of 2000 (www.bnm.gov.my/pub/info/index.htm).

[7] Véase Bank Negara Malaysia, Comunicado de prensa de 30 de mayo de 2000, Detailed disclosure of international reserves as at end April 2000 (http://www.bnm.gov.my/pa/2000/0530b.htm).

puesto complementario para ayudar a los grupos de ingreso bajo y mediano a superar los efectos regresivos de la crisis.

El reescalonamiento de la deuda exterior y el abandono de la política monetaria y fiscal restrictiva no fueron un proceso que se hiciera de forma ordenada. Se efectuaron mucho más rápidamente en la República de Corea que en Tailandia e Indonesia; juntamente con los factores estructurales y las condiciones iniciales mencionadas antes, ese diferente ritmo contribuye mucho a explicar por qué la recesión fue menos profunda, y la recuperación más vigorosa que en el caso de los dos últimos países[8]. En Malasia, el gasto en consumo público aumentó más del 7% en 1997, pero se redujo en una tasa igual en 1998, seguida de un incremento de más del 20% en 1999; el déficit presupuestario creció desde menos del 2% del PIB en 1998 a casi 6% en 1999. No obstante, lo que distinguió a Malasia de los demás países fue su política de tipos de interés. A partir de la primavera de 1998, esos tipos se mantuvieron relativamente bajos; por ejemplo, en mayo de 1998 el tipo de los préstamos interbancarios era del 11%, frente a alrededor del 19% en la República de Corea, 21% en Tailandia y 46% en Indonesia. Esas diferencias no reflejaban simples disparidades en la tasa de inflación, ya que ésta no era muy inferior a la de la República de Corea o Tailandia. Sin embargo, como la disponibilidad continua de crédito interno a tipos de interés reducidos creaba oportunidades para especular contra el ringgit, el control de las corrientes de capital resultaba esencial para estabilizar la moneda e iniciar la recuperación (véase el recuadro 4.1). Después de la introducción de esos controles, los tipos de interés se redujeron aún más a lo largo de 1999, cifrándose en torno al 3% en diciembre, frente al 5% en Tailandia, 6,7% en la República de Corea y 13% en Indonesia. En un análisis de lo ocurrido, el patrón y el desafío que suponían la adopción por Malasia de una política económica alternativa a la del modelo ortodoxo, y su éxito en la estabilización de la moneda y el inicio de la recuperación, parecen haber desempeñado un papel importante en el cambio de sentido de las actuaciones ortodoxas en la región y en la aplicación de políticas monetarias y fiscales más realistas.

Sin embargo, el daño infligido a las empresas y al sistema financiero por los tipos de interés altos fue irreparable. Tal como se examinó con algún detalle en el TDR 1998, el endurecimiento monetario agravó el proceso de deflación de deuda ya en curso causado por las grandes salidas de capital, provocando quiebras generalizadas. Asimismo, algunas de las medidas introducidas para fortalecer el sistema financiero en medio de la deflación de deuda produjeron en realidad una mayor fragilidad. En la República de Corea, por ejemplo, cuando las empresas se precipitaron a reducir su endeudamiento interno y externo y los bancos procuraron cubrir sus préstamos morosos, el Gobierno impuso a los bancos los requisitos fijados por el BPI en materia de capital, haciendo que en la práctica fuera imposible a las empresas obtener créditos a la exportación[9]. La consiguiente pérdida de ingresos por causa de la cesación casi total de la actividad empresarial a principios de 1998 agravó también el proceso de deflación de deuda, obligando a las firmas a vender activos a precios de saldo con el fin de superar las restricciones de liquidez, lo que causó serias perturbaciones en sus balances. La presión sobre las empresas se agravó aún más por los esfuerzos para disminuir el apalancamiento, ya que se pensaba que la elevada proporción de deuda respecto del capital social era la causa fundamental de la crisis.

En vista de la incapacidad del sistema bancario para suministrar liquidez, la financiación de las empresas tenía que proceder de los ingresos por ventas. Esto coloca en su justa perspectiva el papel crucial desempeñado por el aumento de las exportaciones y la distensión fiscal en la financiación necesaria para que la economía se recuperara. No obstante, la reactivación ha sido incapaz de restablecer la salud del sistema bancario o los balances de las empresas, necesitándose una intervención pública continua en el mecanismo de crédito. En la República de Corea, por ejemplo, el Gobierno tuvo que facilitar muchas garantías en el caso de los préstamos a la pequeña y mediana empresa, incluso a finales de 1999, cuando la recuperación estaba ya muy adelantada.

Los países que sufrían las consecuencias de la mayor morosidad e impago de los préstamos han seguido estrategias diferentes a la hora de intervenir en el sistema financiero y reestructurar tanto éste como las empresas (recuadro 4.2). En Tailandia, donde las autoridades adoptaron un enfoque basado en el mercado para hacer frente a los préstamos improductivos del sector privado, la reestructuración ha sido lenta. En Indonesia, la República de Corea y Malasia se prefirió un planteamiento más público para reestructurar la banca: los préstamos de dudoso cobro y los bancos con problemas fueron en gran parte prácticamente nacionalizados, y el sector público ha prestado apoyo en forma de liquidez o de capital nuevo a muchos bancos con dificultades financieras. Esa nacionalización virtual se ha traducido, en la

República de Corea por ejemplo, en que el Gobierno ahora tiene más del 50% de las acciones totales de los mayores bancos supervivientes, tres de los cuales representan el 25% de todos los préstamos que otorga la banca. Incluso aquellos bancos que parecen sólidos presentan riesgos sustanciales por sus créditos a filiales (tales como compañías de arrendamiento financiero), cuyas pérdidas tienen todavía que incorporarse a los balances debidamente consolidados.

Así, contrariamente a las expectativas, la recuperación se ha producido sin ninguna reestructuración financiera y empresarial importante:

> la experiencia enseña que la duración y la rapidez con que se produce la recuperación de una crisis financiera varían considerablemente de un caso a otro, y a menudo dependen de la eficacia con que se resuelvan los problemas del sector financiero y las dificultades del sector empresarial… En la crisis actual, también será importante la diligencia con que se aborden los problemas financieros y empresariales porque determinará no sólo el dinamismo del repunte inicial de la actividad económica sino también las perspectivas de una reactivación sostenida[10].

A decir verdad, la actual recuperación es probablemente más frágil de lo que parece. Es improbable que las exportaciones sigan al ritmo reciente y proporcionen o bien los mercados o bien la liquidez necesaria para expandir la producción, ya que el impulso inicial tenía elementos que sólo se dan una sola vez asociados a las pronunciadas oscilaciones de los tipos de cambio. En la República de Corea, por ejemplo, el superávit comercial ha desaparecido prácticamente cuando las importaciones aumentaron con la reactivación y lo hicieron en mayor medida que las exportaciones: en el período de enero a mayo de 2000 estas últimas fueron alrededor del 29% superiores a las de un año antes, pero las importaciones se incrementaron en un 41%. En Tailandia, las importaciones aumentaron un 20% en 1999, mientras las exportaciones lo hicieron en un 9%. En cambio, a pesar de la reactivación del empleo y los salarios en la República de Corea, el consumo privado va a la zaga, más bien que a la cabeza, del crecimiento del ingreso, y se espera que la proporción del ahorro de los hogares aumente en los próximos años[11]. La inversión privada fue en 1998 un 25% menor que la de 1996 y es poco probable que recobre su nivel anterior en un próximo futuro; en términos de su parte en el PIB, la inversión interna bruta cayó más de 10 puntos porcentuales entre 1996 y 1999. Lo mismo ocurrió en otros países de la región: tanto en Tailandia como en Malasia el consumo privado creció en 1999 mucho menos que el ingreso, después de unos acusados declives en 1998, y la parte de la inversión en el PIB fue en ambos países inferior a la de 1996 en alrededor de 15 puntos porcentuales (cuadro 4.1). En Malasia, sin embargo, el consumo privado se recuperó mucho en el primer trimestre del año 2000, cuando aumentó 14% respecto del correspondiente período de 1999. Este fue el incremento mayor desde finales de 1993. Junto con la inversión, el consumo privado se ha convertido en el principal factor de la recuperación, con una tasa de crecimiento del PIB superior en casi 12% a la del mismo trimestre del año anterior. Por lo demás, la reactivación de la región parece depender de los estímulos fiscales, al menos de momento. De Tailandia, donde los déficit fiscales suponen actualmente el 7% del PIB, ha dicho el FMI que "el estímulo fiscal ha ayudado y, si fuera necesario, debería mantenerse en los próximos trimestres mediante la extensión temporal de los programas de gasto social. Al sostenerse por sí misma la reactivación, será menester comenzar la tarea de consolidación fiscal, que es esencial para frenar el crecimiento de la deuda pública" [12]. Sin embargo, como la deuda pública interior está aumentando rápidamente – desde menos de 16% del PIB en 1996 hasta el 40% que arrojan las proyecciones para finales del año en curso – es importante que se logre una pronta transición hacia una recuperación inducida por la demanda privada.

No sólo la rapidez sino también las fuentes de la actual reactivación del Asia oriental son muy diferentes de lo que se esperaba con arreglo a una prognosis y una interpretación de la crisis basadas en la ortodoxia. Por ejemplo, con arreglo a un escenario inicial diseñado por el FMI, se esperaba que la recuperación en los cuatro países más afectados se viera impulsada sobre todo por la inversión privada, incluso aunque era sabido que muchos países de la región contaban con un exceso de capacidad apreciable, mientras se preveía que la contribución del consumo público y de la balanza exterior al crecimiento fuera negativa[13].

Al evaluar la sostenibilidad de la actual reactivación, conviene señalar que hasta ahora las condiciones mundiales han sido generalmente favorables. La fortaleza de la economía de los Estados Unidos ha constituido un factor importante en la expansión de las exportaciones de la región. Por otra parte, a diferencia de 1997, la reciente alza del dólar no creó serios problemas de competitividad, ya que el dólar se ha mantenido débil respecto del yen. Si bien las últimas subidas de los tipos de interés estadounidenses ejercieron alguna presión a la baja sobre las monedas del Asia

Recuadro 4.2

ENFOQUES ALTERNATIVOS PARA HACER FRENTE A LOS PRÉSTAMOS FALLIDOS

La crisis del Asia oriental dejó insolventes a muchas instituciones financieras. Si bien se dejó que quebraran intermediarios financieros no bancarios en varios países (como bancos comerciales en la República de Corea y compañías de financiación en Tailandia), en casi todas partes se proporcionó un respaldo directo o indirecto para salvar a los bancos. Restablecer la solvencia requiere ingeniería financiera tanto sobre el activo como sobre el pasivo del balance de un banco. Las pérdidas creadas por una revaluación de los préstamos morosos en el lado del activo han de cubrirse inyectando capital nuevo si esas pérdidas hacen que disminuya el capital del banco por debajo de las normas establecidas. Las operaciones de rescate difieren en cómo se hacen esos ajustes.

Recientemente ha habido dos ejemplos destacados de solución en gran escala del problema de los préstamos fallidos: las cooperativas de ahorro en los Estados Unidos y el sector bancario en el Japón. La experiencia estadounidense no era aplicable inmediatamente a Asia por la existencia previa en el plano federal de un fondo de seguro de los depósitos que era un acreedor privilegiado respecto de todos los activos bancarios. La decisión primordial de las autoridades fue cerrar las cooperativas de ahorro e intentar obtener cuanto antes el mayor valor posible de los activos que respaldaban sus préstamos. La tarea del organismo pertinente de los Estados Unidos (Resolution Trust Corporation – RTC) consistió así sobre todo en cerrar entidades bancarias y realizar activos más bien que en intentar salvar a esas entidades y lograr su continuidad empresarial mediante una reestructuración y recapitalización. En el Japón se introdujeron varios planes para transferir los préstamos de cobro dudoso desde balances de los bancos a un organismo público que tenía que procurar su reembolso, pero el enfoque inicial revistió carácter voluntario y los préstamos podían devolverse a los bancos si no se liquidaban[1].

A raíz de la crisis del Asia oriental, casi todos los países eliminaron los préstamos fallidos de los balances de los bancos que eran los prestamistas originales y los transfirieron a organismos especializados financiados por los gobiernos, sometiendo a un descuento el valor de tales préstamos. Los organismos intentaban entonces recuperar la deuda contraída por el prestatario o hacerse con los activos correspondientes con el fin de realizar su valor mediante ventas en el mercado. Como la mayoría de los préstamos bancarios se había otorgado inicialmente con unas garantías, el proceso se vio muy facilitado. No obstante, la ausencia de leyes concursales modernas en muchos países impidió una rápida transferencia de la propiedad de las garantías existentes a los acreedores o a los organismos especializados.

La experiencia coreana

En la República de Corea, las facultades del organismo denominado Korea Asset Management Corporation (KAMCO), creado en 1962 como parte del Banco de Desarrollo de Corea, se ampliaron en 1997 para ocuparse de los préstamos fallidos de las entidades financieras y de los activos de compañías con dificultades mediante la creación de un fondo especial. En 1999 se autorizó a ese organismo a que crease compañías mixtas de gestión de activos con la participación de instituciones financieras privadas. Su capital inicial procedía de fondos públicos[2].

La KAMCO ha sido muy innovadora en sus procedimientos, utilizando títulos respaldados por activos así como medios más tradicionales de ventas y subastas para disponer de esos activos. Ha sido también muy rentable, obteniendo con la venta de sus activos adquiridos más de lo que pagó por ellos en un primer momento, en parte porque muchas compañías estaban sólo afrontando problemas de liquidez y no eran técnicamente insolventes. Así, la reactivación extremadamente rápida de la economía entrañó una recuperación de la rentabilidad de los activos adquiridos por la KAMCO. En 1999, este organismo vendió préstamos morosos, que había adquirido por 4.000 millones de won, por más de 5.000 millones. Se estima que ha obtenido una rentabilidad media del 10% de su cartera. En consecuencia, pudo recurrir a sus propios ingresos y no necesitar más fondos públicos cuando se hizo con 17.000 millones de dólares de préstamos morosos hechos a Daewoo por compañías de inversión[3].

El enfoque de Tailandia basado en el mercado

La forma de proceder de Tailandia se aproximó más a la de los Estados Unidos. En 1997 se creó un organismo (Financial Sector Restructuring Authority – FRA) para intervenir en 16 entidades financieras que habían incurrido en suspensión de pagos antes de que la crisis estallara en julio, pero sus operaciones se ampliaron después para ocuparse de unas 90 instituciones. No tiene más misión que ésa y dispone de un plazo limitado de tres años para completar su labor[4]. El tailandés suele describirse como un programa más basado en el mercado que los de otros países, ya que la FRA sólo evalúa la viabilidad de los planes de rehabilitación presentados por las entidades de que se trata. Asimismo, está teniendo lugar una reestructuración del resto del sector financiero al margen de todo dispositivo oficial como el de la FRA y bajo la dirección oficiosa del Gobierno y del Banco de Tailandia, con fusiones, adquisiciones por compradores extranjeros y cierres.

En las operaciones efectuadas por la FRA el Gobierno proporcionaba protección a todos los acreedores de las instituciones suspendidas, pero sin pretender nunca su recapitalización ni el hacerse cargo de sus actividades. Las entidades que presentaban planes aceptables permanecían bajo su vigilancia hasta que se las considerara capaces de volver a funcionar como entidades privadas, sometidas a la supervisión normal del Banco de Tailandia. En otras, la

FRA desempeñaba un papel más activo, con el nombramiento de comités de dirección integrados por representantes del Ministerio de Economía, el Banco de Tailandia y la propia FRA para sustituir a los anteriores consejos de administración, con el propósito de preservar y maximizar el valor de los activos existentes en beneficio de los acreedores. Estos comités tenían facultades para liquidar activos mediante subastas públicas, abiertas también a ofertas internacionales, o por conducto de un síndico, pero en esos casos tampoco se inyectaba capital público ni la FRA se hacía cargo de la empresa[5]. De los 56 planes de otras tantas compañías, hasta ahora sólo dos han sido aceptados, lo que hacía que los activos de las demás se pusieran a la venta. El método más seguido para ello ha sido la subasta pública de paquetes de préstamos, con la Asset Management Corporation (AMC) como oferente en última instancia para establecer unos precios mínimos; por ejemplo, en la subasta cerrada el 10 de noviembre de 1999 la AMC fue el mejor postor en cuatro de los nueve tramos ofrecidos[6]. Las subastas han tenido sólo un éxito moderado, en parte por la oposición generalizada a la venta de activos internos a precios de saldo, y en parte por las incertidumbres de la actual legislación sobre quiebras y ejecución de hipotecas en lo que atañe a asegurar el acceso a las garantías de esos préstamos.

El enfoque malasio

Al igual que Malasia optó por una política económica distinta en respuesta a la crisis, también siguió un enfoque diferente, más proactivo, en la reestructuración del sector financiero. Se crearon dos organismos para abordar los problemas del sistema bancario. El denominado Danaharta se estableció como compañía de gestión de activos para adquirir y administrar los préstamos fallidos de los bancos. Cuando éstos tenían más del 10% de ese tipo de préstamos, eran requeridos para que vendiesen todos ellos, a falta de lo cual tendrían que amortizar su valor y liquidarlos. Ese organismo fue facultado para imponer a los prestatarios unas formas de proceder que garantizaran un valor máximo de recuperación. Como las ventas de los préstamos no cobrados se habían visto afectadas en su valor de mercado, se tradujeron en pérdidas para los bancos[7]. El otro organismo, llamado Danamodal, sirvió para hacer frente a esas pérdidas mediante la recapitalización de instituciones potencialmente viables. El Gobierno se convirtió así en el accionista estratégico de esas entidades, lo que facilitó una política de fusiones y concentraciones de bancos encaminada a crear instituciones más fuertes y grandes[8].

El aspecto más innovador de ese enfoque fue el reconocimiento de que la salud del sistema bancario dependía directamente de la del sector empresarial, y que las dificultades habían sido causadas a menudo por la penuria de liquidez más que por la insolvencia de los prestatarios, un problema que podía zanjarse asegurando la continuación del crédito a las compañías viables. Así, se creó un comité de reestructuración de las deudas de las empresas para proporcionar una plataforma a prestatarios y acreedores con el fin de que se arbitraran unos planes hacederos en ese particular sin tener que recurrir a los procedimientos marcados por la ley y sin precipitar las insolvencias, facilitándose financiación a las empresas durante el proceso de reprogramación, de suerte que la penuria de liquidez no se transformara automáticamente en insolvencia. El sistema también brinda un método para soslayar las dificultades causadas por un marco legal que no estaba diseñado en su origen para posibilitar la reforma de las empresas. El proceso está limitado a compañías con un total de préstamos con bancos de más de 50 millones de ringgit otorgados por más de una entidad financiera. Tiene que establecerse un comité de acreedores, que representen al menos 75% de la deuda total de todos ellos, y esos acreedores han de aceptar un statu quo de 60 días para determinar las condiciones de la empresa y la posibilidad de que prosiga sus actividades. La aprobación de los accionistas es necesaria para una reestructuración de la deuda durante el proceso. Si no se logra un acuerdo, este segundo organismo está listo para intervenir comprando los préstamos de cobro incierto y facilitar así un arreglo[9].

---

1 Véase el TDR 1993, segunda parte, cap. I, secc. B.2. Posteriormente se adoptó un enfoque más activo, más cercano al modelo de los Estados Unidos, pero el proceso de reestructuración ha sido siempre lentísimo; véase el TDR 1999, cap. I, secc. B.1 b).

2 Para la historia de la KAMCO, véase "Company History" (www. kamco.or.kr/eng/overview/main1.htm).

3 Véanse Lee BJ, KAMCO Pushes Transparency and Speed in Selling Distressed Assets, Reaps 10 Percent (www.kamco.or.kr/kam) y KAMCO, Annual Report 2000, Acquisition result, "NPL Acquisition" (www.kamco.or.kr/eng/report/main.2.htm).

4 Para un análisis de la FRA, véase "About FRA" (www.fra.or.th/home_index.html).

5 Véase la sección 30 del "Emergency Decree on Financial Sector Restructuring B.E. 2540" (www.fra.or.th/home_index.html).

6 Véase "Results of the commercial and other loan sales as of November 10, 1999" (www.fra.or.th/home_index.html).

7 Véanse "An introduction to Danaharta" (www.danaharta.com.my/default.html) y Bank Negara Malaysia, Annual Report 1998, Bangkok, 1999: 228-229.

8 Véase Bank Negara Malaysia, Annual Report: 230-231.

9 Véanse Bank Negara Malaysia, "Introduction to CDRC" (www.bnm.gov.my/crdc/intro.htm) y "Terms of reference of CDRC" (www.bnm.gov.my/cdrc/terms.htm) y Bank Negara Malaysia, Annual Report 1998: 230-233.

oriental, particularmente en Tailandia y Filipinas, esto por sí mismo no debería preocupar. No obstante, como se señaló antes, los pagos externos se están moviendo hacia un déficit, y mantener las importaciones requerirá unas entradas adecuadas de capital. Del mismo modo, la región se está basando en capital foráneo para reestructurar sus bancos y empresas. Por lo tanto, un aumento de los tipos de interés en el extranjero podría plantear un dilema: atraer capital exterior exigiría cambiar de política monetaria y unos tipos de interés más altos, lo que a su vez podría ahogar el crecimiento al bloquear la transición hacia una recuperación dirigida por la demanda interior privada y al agravar las dificultades del sistema bancario.

C. Indicadores macroeconómicos y del mercado laboral durante el ciclo financiero

Las grandes oscilaciones de la actividad económica que acompañan a los ciclos financieros de auge-recesión-recuperación tienen consecuencias duraderas para el crecimiento y el desarrollo a más largo plazo. El incremento de las entradas de capital a menudo conduce a una desviación de agregados macroeconómicos fundamentales, como ahorro, inversión, saldo fiscal, balanza exterior, tipo de cambio, empleo y salarios, desde sus niveles sostenibles a plazo largo. Las rápidas salidas de capital y las crisis financieras, por otra parte, tienden a provocar un movimiento excesivo en dirección contraria. El proceso de recuperación que restablece el ingreso agregado a niveles anteriores a la crisis generalmente redunda en una configuración de variables macroeconómicas esenciales distinta de la vigente antes de que se desencadenara la crisis. En este sentido, los ciclos financieros de los mercados emergentes parecen tener poco que ver con los ciclos económicos tradicionales. En primer lugar, tienden a traducirse en grandes cambios en la distribución del ingreso y en la pobreza, que sólo pueden corregirse al cabo de muchos años de crecimiento. En segundo término, el proceso de auge y recesión tiene implicaciones para la acumulación y el crecimiento a más largo plazo; en algunos casos, se espera que el ritmo de acumulación se vea frenado, mientras que en otros puede acelerarse al impulsar las mayores entradas de capital unos incrementos del consumo insostenibles.

El resto del presente capítulo está dedicado a estudiar tales aspectos. En esta sección se examinan los cambios en los agregados macroeconómicos fundamentales, las variables del mercado de trabajo y los indicadores de la pobreza durante todo el ciclo financiero con el fin de discernir unas tendencias generales. En ese análisis se hace una comparación con algunos episodios anteriores de crisis financiera en otras partes del mundo en desarrollo, como la crisis del Cono Sur en Argentina y Chile a principios del decenio de 1980 y las crisis del decenio de 1990 en Argentina, México, Turquía y Venezuela[14]. Se examina todo el ciclo financiero, distinguiendo los diferentes períodos: antes del incremento de las entradas de capital (o período base); el auge máximo de los flujos de capital y de la actividad económica; la fase de crisis, caracterizada por una rápida salida de capital y un desplome de la moneda; y la fase de recuperación, cuando el ingreso agregado vuelve a los niveles anteriores a la crisis. Aunque la duración de cada una de esas fases y el comportamiento de las variables esenciales en ellas varían de un país a otro, hay ciertos rasgos comunes en los ciclos de auge-recesión-recuperación de los mercados emergentes.

1. El auge

Por lo general, los grandes incrementos de las corrientes de capital van asociados a una ampliación de la diferencia entre el ingreso y la absorción nacionales, y a crecientes déficit externos, que a menudo son el resultado de las entradas mismas de capital[15]. La brecha en materia de recursos se crea de ordinario por el aumento de la inversión o el consumo privados, pero también se dan casos en que las entradas de capital sirven para financiar grandes y sostenidos déficit del sector público.

El aumento de las entradas de capital en el Asia oriental comenzó a principios del decenio de 1990, constituyendo en algunos casos (como en la República de Corea) un cambio respecto de las anteriores salidas de capital. En 1996 las entradas netas anuales en los cuatro países más afectados por la crisis habían alcanzado alrededor de 90.000

Cuadro 4.1

CAMBIOS EN LOS COEFICIENTES MACROECONÓMICOS DURANTE LOS CICLOS FINANCIEROS RECIENTES DE ALGUNOS PAÍSES DEL ASIA ORIENTAL

(Puntos porcentuales)

País	*Auge*	*Recesión*	*Recuperación*
	1990-1996[a]	*1997-1998*	*1999*
Indonesia			
Ahorro	-1,3	-7,6	-0,8
Inversión	3,0	-18,1	-1,0
Saldo presupuestario	3,0	-4,4	-4,5
Balanza por cuenta corriente	-2,3	8,0	-1,0
Malasia			
Ahorro	6,9	5,9	-1,7
Inversión	8,0	-14,8	1,6
Saldo presupuestario	4,2	-3,9	-3,9
Balanza por cuenta corriente	-2,6	17,3	-1,3
República de Corea			
Ahorro	-1,9	-0,7	0,7
Inversión	4,8	-17,5	6,4
Saldo presupuestario	-0,1	-4,4	0,4
Balanza por cuenta corriente	-7,2	17,3	-6,4
Tailandia			
Ahorro	7,5	5,9	-5,5
Inversión	13,9	-16,4	1,0
Saldo presupuestario	4,6	-5,9	-2,0
Balanza por cuenta corriente	-7,4	20,9	-4,1

Fuente: Banco Mundial, Country at a Glance, varios números (CESPAP, *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2000*, publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.00.II.F.19, Nueva York, 2000, cuadros II.14 y II.17.

Nota: El coeficiente de cada variable, expresado en porcentaje del PIB del último año de cada fase, se compara con el del año terminal de la fase precedente.

[a] 1991-1996 para Malasia y 1988-1996 para Tailandia.

millones de dólares. Los episodios anteriores de unos aumentos de los flujos de capital a mercados emergentes ofrecen un cuadro similar. En casi todos los casos hubo un cambio sustancial desde una salida neta a una entrada neta, mientras que en otros se registró un pronunciado incremento de las entradas de capital en un breve período, por lo general en un solo año. Esos cambios ocurrieron en la Argentina en 1979 y 1991, y en Venezuela a principios del decenio de 1990. Chile experimentó una cuadruplicación de sus entradas de capital en 1978, México una sextuplicación en 1990, y Turquía un incremento de 18 veces en 1990. Esos auges duraron de tres a siete años, y terminaron todos con una rápida huida de capitales y una crisis financiera[16].

En el Asia oriental el importante aumento de las entradas de capital guardó relación con un auge de la inversión privada. En comparación con el año base, la proporción inversión/PIB en el momento álgido del ciclo financiero en Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia se incrementó entre 13 y 14 puntos porcentuales (cuadro 4.1), cifrándose en más del 40% en los dos últimos países. El aumento se produjo a partir de una base ya muy elevada; los coeficientes de inversión de finales del decenio de 1980 suponían más del 30%

del PIB. En Malasia y Tailandia, donde la proporción del ahorro se elevó en alrededor de siete puntos porcentuales durante la fase de auge en los primeros años del decenio de 1990, el incremento de los coeficientes de inversión superó al de las entradas de capital en porcentaje del PIB. En Indonesia y la República de Corea, en cambio, las mayores entradas de capital no fueron acompañadas de ningún cambio apreciable en la proporción del ahorro interior, compensando el aumento de los superávit del sector público el pequeño declive del ahorro privado.

Por el contrario, en los anteriores episodios latinoamericanos los incrementos importantes de la afluencia de capital estuvieron siempre asociados a un auge del consumo privado. La proporción del ahorro interno disminuyó en todas las fases de expansión, tanto a finales del decenio de 1970 en el Cono Sur como durante la primera mitad del decenio de 1990 en Argentina, México y Venezuela (cuadro 4.2). Esta relación inversa entre ahorro exterior e interior también ha sido señalada por la CEPAL: "existe ... un grado considerable de sustitución entre el ahorro interno y el externo, particularmente cuando las corrientes financieras son volátiles y ... las variaciones del ahorro exterior se reflejan, en gran parte, en un incremento o reducción del consumo público privado"[17]. El auge turco en 1989-1993, que en algunos aspectos siguió la pauta latinoamericana, guardó relación con un pronunciado incremento del gasto público, que se tradujo en un aumento de 3,4 puntos porcentuales del déficit del sector público en proporción del PIB.

En los cuatro países del Asia oriental el auge fue acompañado en todos ellos de un rápido incremento de los salarios reales, pero en general la productividad laboral aumentó aún más aprisa (cuadros 4.3 y 4.4). En Malasia y Tailandia, los salarios reales de la industria manufacturera crecieron moderadamente, menos del 5% anual en promedio. En la República de Corea el aumento fue mucho mayor (7,6% anual durante 1989-1996), pero el crecimiento de la productividad resultó dos veces superior. La diferencia entre el crecimiento de los salarios reales y el de la productividad brindó alguna protección frente a la menor rentabilidad de las exportaciones desde mediado el decenio de 1990. No obstante, los salarios todavía registraron una acusada alza medidos en dólares, especialmente donde la apreciación monetaria fue grande: en Malasia, por ejemplo, los costos salariales subieron 68% en 1990-1996 calculados en dólares y 33% en moneda local[18]. El crecimiento de la productividad y de los salarios se asoció a un rápido incremento del empleo; durante la fase de auge este último aumentó en la industria 43% y 78% en Malasia y Tailandia, respectivamente, y el empleo no agrícola lo hizo en un 30% en la República de Corea. El desempleo en los tres países desapareció prácticamente en todos ellos, mientras fue moderado (menos del 5%) en Indonesia (cuadro 4.5).

En cambio, los auges tanto de América Latina como de Turquía se caracterizaron por aumentos de los salarios reales superiores a los de la productividad (cuadro 4.4). En los episodios latinoamericanos el crecimiento de la productividad laboral fue relativamente pequeño e incluso negativo (por ejemplo, en Venezuela). Asimismo, a diferencia del Asia oriental, el desempleo siguió creciendo (véase el cuadro 4.5), como en la Argentina y México (y también en el Brasil), o se mantuvo alto, como en Chile y Venezuela. Además, en Argentina, Brasil y México los mayores salarios fueron acompañados de un descenso del empleo reglamentado y de incrementos de la mano de obra en el sector no estructurado[19].

La política de depender de las entradas de capital para respaldar un crecimiento inducido por un consumo basado, al menos en parte, en unos mayores salarios tenía un sesgo populista, ya que ayudaba a corregir algunas distorsiones anteriores en la distribución del ingreso a expensas del trabajo. A decir verdad, casi todos los episodios latinoamericanos y el auge turco habían ido precedidos de un período de erosión apreciable de los salarios reales. En la Argentina, el declive de esos salarios antes del auge había sido superior al 30% en ambos episodios (1975-1978 y 1986-1989); fue del 25% en el Brasil (1985-1991), de más del 40% en México (1984-1988) y Venezuela (1983-1990), y del 33% en Turquía (1979-1988). En todos esos casos se registró también un gran descenso de la parte de los salarios en el valor añadido industrial[20]. Por el contrario, las reducciones de los salarios reales no fueron un rasgo de la fase anterior al auge en el Asia oriental, aunque en Malasia hubo alguna disminución después de la recesión de 1985.

En casi todos los episodios latinoamericanos, la erosión de los salarios reales antes de los auges había tenido lugar en una situación de inestabilidad crónica de los precios, y la corrección subsiguiente se hizo en el contexto de programas de estabilización basados en el tipo de cambio, acompañados a menudo de una rápida liberalización comercial y financiera. Esta mezcla de políticas populistas sirvió así para evitar una difícil elección entre distintas medidas y permitió

Cuadro 4.2

CAMBIOS EN LOS COEFICIENTES MACROECONÓMICOS DURANTE LOS CICLOS FINANCIEROS RECIENTES DE ALGUNOS PAÍSES LATINOAMERICANOS Y TURQUÍA

(Puntos porcentuales)

País	*Auge*	*Recesión*	*Recuperación*
Argentina (decenio de 1980)	*(1979–1981)*	*(1982–1983)*	*(1984–1985)*
Ahorro	-8,5	2,0	-1,2
Inversión	-5,1	-1,8	-3,3
Saldo presupuestario	-5,8	-1,3	2,4
Balanza por cuenta corriente	-9,2	3,7	1,3
Argentina (decenio de 1990)	*(1991–1994)*	*(1995–1996)*	*(1997–1998)*
Ahorro	-2,1	0,5	-0,7
Inversión	5,9	-1,4	1,4
Saldo presupuestario	0,2	-1,9	0,6
Balanza por cuenta corriente	-6,8	2,3	-3,6
Chile	*(1978–1981)*	*(1982–1983)*	*(1984–1985)*
Ahorro	-3,2	0,2	7,1
Inversión	2,4	-6,6	4,8
Saldo presupuestario	3,7	-5,2	0,3
Balanza por cuenta corriente	-10,4	8,6	-2,9
México	*(1990–1994)*	*(1995–1996)*	*(1997–1998)*
Ahorro	-6,0	8,5	-3,0
Inversión	-1,2	1,5	1,1
Saldo presupuestario	4,5	-0,2	-1,1
Balanza por cuenta corriente	-4,5	6,4	-3,3
Venezuela	*(1991–1993)*	*(1994–1996)*	*(1997–1998)*
Ahorro	-11,0	13,0	-12,0
Inversión	5,9	-2,6	3,5
Saldo presupuestario	-2,3	3,7	-3,9
Balanza por cuenta corriente	-20,4	16,0	-15,5
Turquía	*(1990–1993)*	*(1994)*	*(1995–1997)*
Ahorro	0,0	0,5	-3,2
Inversión	3,7	-1,9	0,5
Saldo presupuestario	-3,4	2,8	-4,8
Balanza por cuenta corriente	-4,4	6,5	-4,4

Fuente: Banco Mundial, Country at a Glance, varios números (www.worldbank.org/data); CEPAL, Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, varios números.

Nota: El coeficiente de cada variable, expresado en porcentaje del PIB del último año de cada fase, se compara con el del año terminal de la fase precedente.

que se lograra la estabilidad de precios sin provocar conflictos distributivos. No obstante, en algunos casos la corrección resultó excesiva y provocó unas subidas de los salarios reales a expensas de los beneficios. En Chile durante los últimos años del decenio de 1970, y en Brasil, México, Turquía y Venezuela durante los años primeros y medianos del decenio de 1990, el aumento de los salarios reales se tradujo en grandes descensos de la parte de los beneficios. En tanto en cuanto los beneficios en su conjunto estuvieran creciendo, tal cosa no suscitaba problemas. Sin embargo, como las configuraciones salarios-beneficios dependían de las entradas de

Cuadro 4.3

CAMBIOS EN LOS SALARIOS REALES DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA DURANTE LOS CICLOS FINANCIEROS RECIENTES DE ALGUNOS PAÍSES EN DESARROLLO

(Porcentaje anual)[a]

País	*Auge*	*Recesión*	*Recuperación*
Indonesia	5,6	-25,1	-
Malasia	3,4	-1,2	n,a,
República de Corea	7,6	-4,9	13,9
Tailandia	4,7	-2,3	3,2
Argentina (decenio de 1980)	4,1	-5,9	10,9
Argentina (decenio de 1990)	0,5	-0,5	-1,0
Chile	16,6	-3,3	-6,9
México	6,2	-11,4	0,5
Venezuela	-3,5	-14,6	15,0
Turquía	16,1	-25,2	2,0

Fuente: Estimaciones de la secretaría de la UNCTAD, con la base de datos de la OIT (LABORSTA), http://laborsta.ilo.org/cgi-bin/broker.exe; CESPAP, Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2000, publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.00.II.F.19, Nueva York, 2000; CEPAL, Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, varios números.

Nota: Los períodos de auge, recesión y recuperación se indican en el cuadro 4.1.

[a] Cambio entre el año inmediatamente anterior al período de que se trata y el último año de dicho período.

capital, la rápida salida de éste y el marasmo de la actividad económica pusieron al desnudo los conflictos latentes, conduciendo a menudo a una redistribución desde salarios a beneficios.

2. *La crisis*

Los efectos de las crisis financieras sobre los parámetros macroeconómicos y laborales fundamentales dependen, entre otras cosas, de la evolución de esos indicadores durante la fase de auge. En primer lugar, la menor proporción de inversiones durante la crisis fue por lo general una característica de países que habían experimentado auges provocados por la inversión, como en el Asia oriental y la Argentina en el decenio de 1990. El declive de los coeficientes de inversión adquirió tintes dramáticos en los cuatro países asiáticos, cifrándose en más de 15 puntos porcentuales del PIB (cuadro 4.1). En cambio, los países latinoamericanos, cuyos auges habían sido inducidos por el consumo, experimentaron como rasgo típico unos pronunciados descensos de éste, que se tradujeron en un aumento de los coeficientes de ahorro privado (cuadro 4.2). Una excepción fue Chile en los primeros años del decenio de 1980, cuando, a pesar de un auge suscitado por el consumo, la carga del ajuste consiguiente de la absorción interna recayó sobre la inversión.

Cuadro 4.4

AUMENTO DE LOS SALARIOS REALES Y DE LA PRODUCTIVIDAD LABORAL EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA DURANTE PERÍODOS RECIENTES EN ALGUNOS PAÍSES EN DESARROLLO

(Porcentaje)[a]

País	*Período*	*Salarios reales*	*Productividad laboral*
Indonesia	(1990–1996)	46	85
Malasia	(1991–1996)	22	34
República de Corea	(1990–1996)	67	138
Tailandia	(1988–1996)	32	32
Argentina	(1979–1981)	13	6
Chile	(1978–1981)	85	23
México	(1990–1994)	35	22
Venezuela	(1991–1993)	-10	-11
Turquía	(1991-1993)	82	66

Fuente: Véase el cuadro 4.3.

[a] Cambio porcentual entre el año inmediatamente anterior al período de auge y el último año de dicho período.

En segundo término, si se exceptúan unos pocos casos en los que el auge había ido asociado a un gasto público en rápido aumento, las crisis condujeron a mayores déficit del sector público (cuadros 4.1 y 4.2). Tal fue el caso del Asia oriental y también de muchos episodios de América Latina, donde en los presupuestos los excedentes se tornaron en déficit con el estallido de la crisis. De todos los episodios aquí considerados, sólo en Turquía y Venezuela la proporción del déficit público respecto del PIB disminuyó durante la recesión. En casi todos los demás casos en los que los déficit aumentaron, ello se debió al efecto de la contracción cíclica sobre el presupuesto más bien que a una expansión fiscal discrecional.

Cuadro 4.5

TASAS DE DESEMPLEO DURANTE LOS CICLOS FINANCIEROS RECIENTES DE ALGUNOS PAÍSES EN DESARROLLO

(Porcentaje)[a]

País	*Base*	*Auge*	*Recesión*	*Recuperación*
Indonesia	2,5	4,7	5,5	6,4
Malasia	5,1	2,5	4,9	4,5
República de Corea	2,6	2,0	6,8	6,3
Tailandia	5,9	1,1	5,3	5,3
Argentina (decenio de1980)	3,3	4,7	5,3	6,1
Argentina (decenio de 1990)	7,5	11,5	17,2	12,9
Chile	13,9	9,0	19,0	17,0
México	2,9	3,7	5,5	3,2
Venezuela	10,4	6,6	11,8	11,2
Turquía	8,7	8,0	7,9	6,9

Fuente: Véase el cuadro 4.3.

[a] Desempleo en el último año de cada una de las fases del cuadro 4.1 y en el año inmediatamente anterior al auge ("base"), excepto en Indonesia, donde la base se refiere a 1990.

En tercer lugar, en todos los casos la crisis condujo a un acusado cambio de tendencia en las balanzas por cuenta corriente (cuadros 4.1 y 4.2). En la mayor parte de los países latinoamericanos tal cosa se hizo en forma de una pronunciada reducción de los déficit corrientes, mientras que en el Asia oriental (como también en Turquía y Venezuela) hubo un cambio de déficit a superávit. En porcentaje del PIB, las modificaciones de la balanza por cuenta corriente a menudo alcanzaron cifras de dos dígitos. En todos los casos, esas modificaciones se produjeron por los recortes muy grandes de las importaciones más bien que por la expansión de las exportaciones.

En cuarto lugar, las condiciones del mercado de trabajo se deterioraron en todos los países cuando se desencadenó la crisis financiera. En realidad, parece que la reducción del ingreso y el empleo en los mercados laborales, organizados o no, ha sido el principal reflejo social de las adversas repercusiones de las crisis financieras sobre la pobreza y la igualdad[21]. Como en otros episodios de crisis en mercados emergentes, en el Asia oriental también hubo una gran caída de la demanda de la mano de obra urbana. En 1998, el empleo en la industria manufacturera disminuyó 17% en la República de Corea y 11% en Indonesia, mientras que en Tailandia bajo 37% en la construcción. La mano de obra sobrante fue en parte absorbida por otras actividades cuando los trabajadores acudieron en masa a empleos poco remunerados o a actividades por cuenta propia en el sector urbano no estructurado, se retiraron de la fuerza laboral, volvieron al campo[22], se dedicaron a trabajos parciales o familiares no remunerados o, en el caso de los emigrantes, retornaron a su país. El incremento del trabajo no organizado y del desempleo oculto parecen haber sido la tendencia casi por doquier[23]. En Indonesia, la parte del empleo no estructurado aumentó y – en contraste con otros países – la tasa de participación subió, lo que sugiere que el descenso de los salarios empujó a familias con un solo sueldo por debajo del nivel de pobreza. En la República de Corea, la proporción de los trabajadores temporales y de los contratados por días (frente a aquellos con contrato permanente) en el total de asalariados aumentó a 45% en 1998 y a 53% en 1999.

A pesar de esa flexibilidad y de unas tasas de participación por lo general en descenso, el desempleo aumentó en todas partes (cuadro 4.5). El incremento mayor se registró en la República de Corea, donde la proporción de parados alcanzó un máximo de 8,7% en febrero de 1999, afectando en particular a trabajadores no cualificados[24]. En Tailandia superó el 5%, mientras en Indonesia el aumento prosiguió durante todo 1999, cifrándose en 6,5% en el primer trimestre del año 2000. La tasa de desempleo en Malasia se duplicó, a pesar de la repatriación de muchos trabajadores emigrantes.

La mengua de los salarios reales tuvo un impacto social más grave que el creciente desempleo en Indonesia y la República de Corea; tan solo en 1998, los salarios reales cayeron más del 40% y 10%, respectivamente. La alta inflación fue la causa principal en Indonesia mientras en la República de Corea influyeron los salarios monetarios más bajos. Los datos de este último país sugieren que los trabajadores de los sectores productivos, particularmente en la pequeña y mediana empresa, fueron los más golpeados por la crisis. El descenso de los salarios reales parece haber sido mucho más moderado en Malasia y Tailandia[25].

La disminución de los salarios y el aumento del desempleo se combinaron para producir un incremento muy grande de la pobreza en toda la región. En 1998, se estimó que el número de personas que vivía con menos de 1 dólar al día era de 65 millones en las economías del Asia oriental considerada en su conjunto, de los que 10 millones

se veían en esa situación por causa de la crisis. Esas cifras aumentan a 260 y 30 millones, respectivamente, si la pauta de la pobreza se fija en 2 dólares diarios[26]. En esos países la pobreza parece haber aumentado más en Indonesia y la República de Corea, habiendo sido un factor crucial una subida de los precios de los alimentos superior a las de otros bienes de consumo, particularmente en Indonesia, donde la inflación se aceleró mucho.

El impacto de las crisis financieras sobre salarios, empleo y pobreza fue similar en los episodios anteriores de América Latina. En algunos casos, el ajuste se hizo más bien mediante un descenso de los salarios reales, que superó el 20% entre el máximo y el mínimo (por ejemplo, en México y Venezuela). La disminución también rebasó el 20% en Turquía. En otros episodios latinoamericanos, la contracción de los salarios fue moderada pero se registraron grandes incrementos de la tasa de desempleo, del orden de 6 a 10 puntos porcentuales, como en la Argentina durante 1995-1996 y en Chile durante la crisis del Cono Sur (cuadro 4.5).

Las consecuencias sobre la pobreza en América Latina fueron igual de devastadoras. Aunque el crecimiento de la primera mitad del decenio de 1990 se había traducido en una reducción gradual de los elevados niveles de pobreza heredados del decenio de 1980, incluso antes de las crisis posteriores había más de 200 millones de personas que vivían por debajo de la línea de pobreza. Una razón de la persistencia de esas cifras tan abultadas era que el crecimiento de América Latina durante el decenio de 1990 fue acompañado por lo general de una creciente desigualdad en el ingreso. Habida cuenta del impacto desfavorable de las crisis financieras a partir de mediado el decenio de 1990, la CEPAL estimó que la década terminaría con unos niveles de pobreza superiores a los del decenio de 1980[27].

3. La recuperación

La rapidez y la sostenibilidad de la recuperación de una crisis financiera en un mercado emergente dependen de con qué celeridad las limitaciones de la oferta causadas por la desaceleración económica se superen, se reestructuren los balances de empresas y bancos, y se exploten nuevas fuentes de demanda. Del lado de la oferta, quizá la restricción más importante sea la ruptura de los canales crediticios, tanto internos como externos. Por parte de la demanda, es poco probable que el gasto privado interno (tanto en consumo como en inversión) desempeñe un importante papel independiente en la reactivación, que tendría que basarse en fuentes de demanda autónomas, especialmente exportaciones, que se caracterizan por verse estimuladas por las grandes depreciaciones monetarias. Si se deja que operen, los déficit presupuestarios cíclicos también pueden actuar como estabilizadores intrínsecos.

Como se señaló en la sección anterior, la reactivación está ya muy avanzada en el Asia oriental, aun cuando a finales de 1999 el ingreso seguía todavía por debajo del nivel de 1996 en Indonesia y Tailandia. Una comparación de los coeficientes de inversión muestra que, en los cuatro países sin excepción, esos niveles se encuentran bastante por debajo de los alcanzados durante el máximo, como también son inferiores a los logrados antes del auge de las corrientes de capital. Tal como se examina en la sección siguiente, es poco probable que los coeficientes de inversión vuelvan en esos países a los niveles más altos, incluso después de que se complete la recuperación y se utilice plenamente la capacidad productiva. En este particular la experiencia de América Latina fue diferente. Allí, casi siempre que el auge fue inducido por el consumo, la reanimación de la producción se asoció a un aumento del coeficiente de inversión. Ello ocurrió también en Turquía, donde el auge de las entradas de capital fue acompañado de una expansión fiscal. En tales casos, el incremento de la inversión después de la crisis a menudo reflejó el impacto del reajuste de la moneda sobre la rentabilidad de los sectores que producen bienes que participan en el comercio.

En casi todos los episodios aquí considerados, la proporción del ahorro después de la crisis fue superior a la registrada con anterioridad. La reactivación del ahorro interno se debió casi siempre a un aumento del ahorro privado, ya que es característico que los ciclos financieros conduzcan a un deterioro de las finanzas públicas. A decir verdad, excepto en la Argentina durante la crisis del Cono Sur, los déficit del sector público después de la crisis fueron mayores que los de antes. Ello se explica en buena medida por el pago de mayores intereses de la deuda pública, que tienden a aumentar durante una crisis, en parte como consecuencia de unos tipos de interés más altos y de las operaciones de rescate financiero. Por ejemplo, tales pagos supusieron en 1999 casi el 4% del PIB en Indonesia y absorbieron tanto como el 30% de los ingresos fiscales[28].

También, en todos los casos aquí examinados, la brecha de recursos internos (el exceso de la

inversión sobre el ahorro) fue inferior en la fase de recuperación que en la de máximo auge, como lo fue también en los episodios en los que la inversión posterior a la crisis era superior, con la consiguiente mejora de la balanza por cuenta corriente. Aunque, conforme la reactivación avanzaba, la balanza comercial empezara a arrojar un déficit al recobrarse las importaciones, la balanza por cuenta corriente siempre mostró grandes mejoras respecto del período anterior a la crisis. En el Asia oriental, las cuentas corrientes tenían todavía superávit a finales de 1999, contribuyendo a la acumulación de reservas y al reembolso de deuda. No obstante, en ninguno de los episodios latinoamericanos aquí estudiados las cuentas corrientes registraron un excedente durante la crisis y menos en la recuperación. Asimismo, los déficit en cuenta corriente posteriores a la crisis fueron mucho mayores que antes de que las entradas de capital experimentaran un gran aumento, por causa sobre todo de un deterioro de las balanzas comerciales producido por la rápida liberalización comercial y financiera[29].

Estos cambios en los agregados macroeconómicos, en particular la disminución de la brecha en materia de recursos internos, así como las grandes devaluaciones monetarias durante el ciclo financiero, sugieren modificaciones apreciables de la distribución del ingreso. A decir verdad, suelen ir asociadas a un descenso de la parte de los salarios en el ingreso nacional. En el Asia oriental, los salarios reales recuperaron el nivel anterior a la crisis únicamente en la República de Corea, mientras siguen por debajo en Indonesia y Tailandia. No obstante, en los cuatro países sin excepción el empleo se quedó bastante a la zaga de la producción. En la República de Corea, a finales de 1999 el PIB superaba al de antes de la crisis, pero la tasa de desempleo era mayor en más de 4 puntos porcentuales. Ha habido una mejora en el año en curso, pero parece deberse a unas menores tasas de participación; en realidad, el Banco Mundial ha advertido que las tasas de desempleo podrían aumentar incluso si las de participación se estabilizan en un futuro inmediato[30]. También en Malasia el PIB fue en 1999 más o menos el mismo que en el auge máximo anterior a la crisis, pero la tasa de desempleo fue superior en 2 puntos porcentuales, a pesar de la pérdida producida por los trabajadores que emigran.

La misma pauta se observa en casi todos los demás episodios estudiados. Con la salvedad de la reactivación en la Argentina cuando la crisis del Cono Sur, los salarios reales posteriores a la recesión fueron inferiores a los máximos alcanzados durante el auge. Con la excepción del ciclo mexicano del decenio de 1990, esto también se aplica a las tasas de desempleo, que fueron mayores en comparación no sólo con los máximos, sino también con los niveles anteriores al auge. Además, en todos los casos para los que se dispone de datos, la parte de los salarios en el valor añadido disminuyó. Así, los ciclos de auge-recesión-recuperación tanto en el Asia oriental como en América Latina parecen haber sido sumamente regresivos en lo que atañe a las rentas del trabajo[31].

Este deterioro de las condiciones laborales, sobre todo entre los trabajadores no cualificados, es uno de los principales motivos de que la reducción de los niveles de pobreza se haya quedado hasta ahora por detrás de la recuperación económica en el Asia oriental. En realidad, los estudios empíricos muestran que existe una asimetría apreciable en el impacto del crecimiento y las crisis sobre la pobreza en los países en desarrollo: las consecuencias que tiene para aliviar la pobreza una determinada tasa de crecimiento son bastante menores que las que tiene un descenso comparable del PIB para aumentarla. En Indonesia y la República de Corea, las mejoras de los índices del número de pobres, que habían tardado muchos años en lograrse, fueron barridas en un solo año y "es probable que se tarde más tiempo en volver al nivel de pobreza anterior a la crisis ..."[32]. Según el Banco Mundial, en un escenario de "crecimiento lento con un incremento de la desigualdad" asociado a unas condiciones desfavorables de demanda mundial, llevaría al Asia oriental más de un decenio eliminar la pobreza creada por la crisis financiera. Sólo con un retorno a una estrategia de crecimiento más "incluyente", en la que las tasas de crecimiento anual se acerquen más al promedio a largo plazo de la región y la desigualdad no varíe, podría reanudarse de manera eficaz la lucha contra la pobreza[33].

La persistencia de una pobreza generalizada y la disminución de las rentas del trabajo a pesar de la recuperación económica proporcionan una información prima facie de que los ciclos financieros producen una distribución regresiva del ingreso. No obstante, parece que por varias razones relacionadas con problemas estadísticos, así como por dificultades conceptuales, las medidas habituales de distribución del ingreso no siempre captan esos cambios. En la República de Corea, por ejemplo, los datos muestran que si bien en el primer trimestre de 1995 el ingreso del 10% más rico era unas 7 veces el del 10% más pobre, la cifra había aumentado a 10 en el primer trimestre de 1999[34]. En cambio, los coeficientes de Gini parecen haberse mantenido sin cambios en

Indonesia y Tailandia, a pesar de incrementos sustanciales de la población más pobre de ambos países[35].

Resulta también muy difícil aquilatar el impacto igualmente sustancial de la crisis financiera en la distribución de riqueza, que parece haber golpeado principalmente a la pequeña y mediana empresa, que es la que ofrece mucho empleo familiar. La mengua del ingreso y el empleo en esos sectores eleva probablemente la parte de la población que depende del trabajo asalariado y entraña un incremento del número de personas que carece de empleo regular. También puede contribuir al aumento de los coeficientes de ahorro y explicar el rezago del consumo observado después de la crisis en razón del afán por mantener las empresas familiares.

D. Las perspectivas del crecimiento y los desafíos para la política económica

A pesar de una rápida reactivación, la preocupación suscitada por la crisis del Asia oriental respecto de las perspectivas de la región en materia de crecimiento han seguido predominando en las discusiones sobre política económica. Existe una opinión cada vez más extendida de que las insuficiencias estructurales e institucionales puestas al desnudo por la crisis necesitan corregirse, y que hay que adaptar las estrategias del desarrollo a las realidades de la mundialización si se quiere reanudar de manera efectiva el combate contra la pobreza y acortar distancias con los países más adelantados. Aun entonces, quizá no sea posible repetir crecimientos anteriores; será menester optar por una senda de crecimiento compatible con la lógica de la mundialización. La crisis financiera, desde esta perspectiva, ha sido una experiencia catártica que sienta las bases para eliminar los vestigios institucionales y las formas de proceder de una era de desarrollo ya superada[36].

El consejo que en materia de política económica se desprende de esta perspectiva es claro: lograr una integración mucho mayor en la economía mundial, sumado a cambios institucionales encaminados a reducir los riesgos que se derivan de la mundialización. A tal fin, las reformas deberían proponerse una intervención pública reducida, la modernización de las estructuras empresariales y financieras, la desregulación de los mercados de productos y laborales, y una mayor apertura a las empresas extranjeras, la inversión y el comercio. Estas medidas se deducen del diagnóstico de que la crisis se produjo en buena parte porque la intervención de los gobiernos y las prácticas institucionales habían impedido que empresas e instituciones financieras se sometieran a la disciplina de las fuerzas globales del mercado. Así, en una mayor apertura y liberalización, más bien que en un alejamiento de la mundialización, estriba la clave del éxito futuro. Unas políticas macroeconómicas y cambiarias apropiadas, unas disposiciones cautelares más estrictas y una mayor supervisión del sistema financiero, con más transparencia y una mejor difusión de las variables macroeconómicas y de los datos empresariales y financieros, son ingredientes esenciales de las reformas para precaverse contra los riesgos asociados a una integración más estrecha en la economía mundial.

Desde esta misma perspectiva, la mayor disciplina de las fuerzas globales del mercado sobre las empresas nacionales coadyuvaría a superar una importante deficiencia del proceso de acumulación y crecimiento en el Asia oriental. El desempeño superior de Asia en lo pasado se basó en un ahorro y una acumulación de capital excepcionalmente elevados, más bien que en el aumento de la productividad. Sin embargo, ese rápido ritmo de los últimos decenios que permitía acortar distancias fue acompañado de un comportamiento excesivo de búsqueda de rentas, falta de innovación, mercados de capital ineficientes y esclerosis institucional, todo lo cual mantuvo el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) por debajo de sus posibilidades. Una competencia mayor como consecuencia de cambios institucionales y una integración más estrecha en la economía mundial ayudarían a acrecer la eficiencia. Esto es tanto más necesario en vista de las perspectivas de unos rendimientos decrecientes de la acumulación de capital y de un mercado laboral más rígido, que probablemente serán el resultado de una disminución de lo que eran unas tasas de participación relativamente altas.

Según un análisis hecho por el Banco Mundial, sin un aumento más rápido de la PTF se espera que el crecimiento del producto per cápita asociado a una tasa de inversión en el próximo

decenio igual a la del de 1990 disminuya en alrededor de 1,0 puntos porcentuales en la región. No obstante, tal cosa podría compensarse con creces con mejoras en las esferas macroeconómica, comercial y financiera, y en las instituciones públicas, lo que podría añadir tanto como 2,0 puntos porcentuales en la República de Corea y Malasia, 1,8 puntos en Tailandia y 1,4 puntos en Indonesia[37]. La reforma institucional y la mayor integración en la economía mundial se considera así que constituyen la base de un nuevo "milagro".

No obstante, parece haber bastante confusión sobre el papel desempeñado en lo pasado por la PTF en el Asia oriental. En realidad, las estimaciones empíricas de su contribución al incremento del producto se mueven dentro de una rama demasiado amplia como para permitir comparaciones coherentes entre países y extraer conclusiones firmes para las perspectivas futuras de crecimiento de la región. Por ejemplo, si bien algunos estudios encontraron que durante 1970-1985 países en desarrollo como Bangladesh, Camerún, Congo, Pakistán y Uganda tenían unas tasas de aumento de la PTF superiores a las de la Provincia china de Taiwán y la República de Corea[38], la conclusión a la que se llegaba en un estudio anterior del Banco Mundial era totalmente distinta:

> Lo que resulta más notable, sin embargo, es cuán poco es lo que podemos explicar de las diferencias entre las tasas de crecimiento [de las economías asiáticas de mucho crecimiento] y otras economías recurriendo a variables económicas convencionales ... Aun teniendo en cuenta sus tasas de acumulación mayores, esas economías todavía mejoran la relación estadística entre acumulación y crecimiento, mientras que el África subsahariana y América Latina la empeoran, dejando sin explicar buena parte de las diferencias regionales en el crecimiento del ingreso per cápita (incluso aunque ello explique una parte importante del éxito de aquellas economías). Éstas han tenido al parecer más éxito al asignar los recursos que acumulaban a actividades de productividad alta y al adoptar y dominar tecnologías que se aproximaban a las más avanzadas [39].

Un estudio hecho por el FMI arroja, sin embargo, resultados diferentes sobre el incremento posible de la PTF en los países del Asia oriental. Encuentra que el aumento potencial (viable) de esa productividad en la República de Corea no difiere mucho de la tasa alcanzada durante 1984-1994; es moderadamente más alto en Malasia (0,5%), sustancialmente mayor en Indonesia (2,5%), pero inferior en Tailandia (0,7%). Las proyecciones sobre esta base muestran una desaceleración considerable del crecimiento del producto per cápita en la República de Corea (a 4,0% anual) y Tailandia (4,9%) y poco cambio en Malasia (4,0%), pero una aceleración en Indonesia (6,0%)[40]. Claramente, esas opiniones contrapuestas sobre el incremento pasado y potencial de la PTF en el Asia oriental, juntamente con las dificultades teóricas y empíricas asociadas a ese concepto, arrojan serias dudas sobre la fiabilidad de tal incremento de la PTF como guía de la política económica.

Habida cuenta de que la productividad laboral horaria en la República de Corea es del orden de la mitad de la que se registra en los principales países industriales, mientras en las NEI de la segunda oleada resulta muy inferior, queda mucho margen en el Asia oriental para que la productividad aumente y se avance en el plano tecnológico, basándose para ello en el cambio estructural, aunque es poco probable que ello suceda sin mucha inversión. Esta última y el progreso técnico necesario para un crecimiento que acorte distancias podrían beneficiarse de las corrientes regionales de ayuda, comercio e IED, que contribuyeron mucho al crecimiento de la zona en el decenio de 1980 y primeros años del de 1990. En particular, unas tasas elevadas de inversión y un aumento de la productividad gracias a un rápido incremento de la IED japonesa en el sector de tecnología de información de la región pueden coadyuvar a que se restablezca un ritmo de crecimiento alto.

No obstante, tal como se dijo en el TDR 1996, el dinámico crecimiento anterior de la región giraba en torno a un conjunto particular de circunstancias macroeconómicas que impulsaban la IED de nueva planta en el Asia oriental a niveles sin precedentes, lo que se sumaba a un gran aumento de las exportaciones al Japón de las filiales japonesas. El "vaciamiento" resultante de la industria japonesa en el decenio de 1990 hace dudar mucho de que se repetirán las grandes salidas de IED en la década que empieza[41]. Por otra parte, el que entre los países de la región se registre una convergencia de la estructura de las exportaciones plantea el peligro de una mayor competencia en los precios, tendencia que sólo podrá exacerbarse con la entrada de nuevos competidores de países como China y la India[42]. Además, el hecho de que se dependa del crecimiento regional, requiere, en vista de los estrechos vínculos entre comercio y finanzas, disposiciones institucionales en toda regla para asegurar la estabilidad de los mercados financieros. Y lo que reviste parigual importancia, las perspectivas en ese escenario seguirían dependiendo de un crecimiento vigoroso y unos mercados abiertos en el Norte. De lo contrario, no es seguro que hubiera demanda suficiente para

absorber la mayor producción relacionada con la TI de la región, incluso con una expansión del comercio intrarregional.

La crisis financiera ha mostrado que la excesiva dependencia de los recursos y mercados externos hace vulnerable el crecimiento de la región a choques potencialmente grandes y cambios de tendencia en el comercio y las finanzas, especialmente si la integración no se hace debidamente. Muchas de las instituciones que funcionaron sumamente bien en un régimen de control estricto de las corrientes internacionales de capital y de las decisiones en materia de inversión, incluidos el entrelazamiento de entidades bancarias y no bancarias, la concentración de la propiedad en manos de inversores internos o un alto apalancamiento empresarial, se convirtieron un una fuente de inestabilidad cuando se desmantelaron controles y equilibrios y se produjo la liberalización financiera[43]. Mientras que la modificación de esas prácticas puede conducir al menoscabo de algunos talantes empresariales positivos, como una actitud vibrante de las compañías, un espíritu muy emprendedor o una visión amplia, tales reformas no garantizarían necesariamente la estabilidad financiera aun si fueran acompañadas de medidas encaminadas a incrementar la información y la transparencia y a fortalecer las normas cautelares y la supervisión del sistema financiero. La continua incidencia de la inestabilidad financiera y las crisis de los países industriales en las prácticas profesionales en esas zonas sugiere que es poco probable que dichas reformas proporcionen una protección a prueba de riesgos[44]. Una integración apropiada en el sistema financiero mundial exige medidas que vayan más allá del suministro de información y de disposiciones cautelares, y debería comprender una supervisión estrecha del endeudamiento privado en el extranjero, así como un control estricto de los flujos especulativos de capital. Como ha mostrado la experiencia, esas formas de control son perfectamente compatibles con un acceso ininterrumpido a capital foráneo.

También, los acontecimientos que condujeron a la crisis ponen de manifiesto la mayor vulnerabilidad a los choques comerciales. Mientras la aparición de competidores nuevos en productos intensivos en trabajo fue un factor importante de los peores resultados de la exportación de algunas de las NEI de la segunda oleada, entre 1995 y 1997 se registró un pronunciado empeoramiento de la relación de intercambio de las NEI de la primera oleada, que se debió en parte a un exceso de capacidad en los sectores de tecnología más avanzada, como los semiconductores[45]. Las condiciones se vieron aún más complicadas cuando volvieron a registrarse desequilibrios en la demanda mundial, disminuyó la propensión a importar de los países desarrollados y hubo inestabilidad en el tipo de cambio yen-dólar a mediados del decenio de 1990. Estas presiones culminaron en una dramática caída del crecimiento de las exportaciones de manufacturas en toda la región en 1996-1997. El exceso de capacidad sigue siendo especialmente grande en las NEI de la segunda oleada y en sectores fundamentales de exportación como la industria del automóvil, donde la utilización de capacidad sólo es del 40%[46]. Las perspectivas de la demanda exterior son también menos favorables que en lo pasado por causa de la plétora mundial registrada en algunos sectores clave de exportación conforme más y más países en desarrollo optan por estrategias de crecimiento inducido por las exportaciones. Se espera que el auge cíclico de los precios mundiales de los semiconductores, que contribuyó mucho a la rapidez de la recuperación en algunos países, sufra una desaceleración en el año 2002 por las grandes inversiones en ese sector.

La mayor vulnerabilidad a los choques comerciales en las manufacturas se debe a los grandes cambios que han tenido lugar en la economía mundial en los últimos decenios. Los flujos y los precios del comercio internacional se han vuelto más fluctuantes por causa en parte de una inestabilidad más grande del crecimiento y de persistentes desequilibrios en la demanda de los principales países industriales, y en parte por las pronunciadas oscilaciones de los tipos de cambio y de la competitividad. Además, a medida que un mayor número de países en desarrollo se pronuncia por estrategias de desarrollo orientadas al exterior, la vulnerabilidad a los choques comerciales y el riesgo de la falacia de la composición han ido en aumento. En estos aspectos, las condiciones de hoy día son del todo diferentes de las que había en los decenios de 1960 y 1970, cuando sólo un puñado de países del Asia oriental estaban aplicando estrategias orientadas hacia el exterior, gozaban de un acceso fácil a los mercados de los países industriales y no tenían que hacer frente a ninguna competencia importante de otros productores del tercer mundo o de los propios países importadores. En realidad, estos últimos dieron pruebas de mucha tolerancia en la penetración de sus mercados, gracias sobre todo a la política de guerra fría.

En vista de la mayor vulnerabilidad del crecimiento rápido e incluyente al comercio exterior y a los choques financieros, una senda de crecimiento más equilibrado a largo plazo puede resultar conveniente para los países de la región,

reduciendo su dependencia de los mercados y los recursos del extranjero[47]. En este particular, las condiciones difieren entre las NEI de la primera oleada y las de la segunda.

La República de Corea, donde menos del 10% de la mano de obra trabaja ahora en la agricultura y el ingreso per cápita supone los dos tercios del promedio de Europa occidental, ha entrado en una etapa más exigente para acortar distancias y es probable que tenga que afrontar un tipo de crecimiento más bien diferente del de sus vecinos del Asia sudoriental. Su posición es similar a la de los países de la periferia de Europa occidental (Alemania, Austria, Finlandia e Italia) en los primeros años del decenio de 1950. Con todo, cabe esperar tasas anuales de crecimiento del orden del 5 al 6% en los próximos veinte años, inferiores a los de alrededor del 8% anual de 1973-1992[48]. El ahorro interno es lo bastante alto para lograrlo sin recurrir al capital exterior. Esa desaceleración es previsible que se produzca con la madurez económica; ocurrió, por ejemplo, en el Japón de la posguerra donde el crecimiento giró por término medio en torno al 8% hasta los primeros años del decenio de 1970, disminuyendo después al 4%, antes de desplomarse en el decenio de 1990. En lo que atañe a la dependencia de los mercados internos y externos, la experiencia del Japón después de 1990, así como la de la posguerra en Europa occidental, presentan lecciones muy útiles. Lo ocurrido en el Japón muestra los problemas que acompañan a una gran dependencia del crecimiento industrial orientado a la exportación. Es poco probable que una senda de crecimiento más equilibrado en la República de Corea requiera cambios tan extremos como los que afronta el Japón, ya que todavía existen oportunidades de inversión que refuercen la competitividad, habida cuenta de la brecha que en materia de productividad existe con las economías industriales. Aun así, una estrategia que recurra más a los mercados internos con dimensiones sociales mayores, de la índole puesta de manifiesto por la positiva experiencia de la periferia de Europa occidental durante la Edad de Oro, ofrece una opción viable. Los elementos de esa experiencia son conocidos: un crecimiento rápido y paralelo de los salarios reales y la productividad, un fuerte crecimiento de la demanda interna, incluido un creciente gasto público financiado en buena parte con impuestos, y un mayor comercio intrarregional[49]. Para emular esa experiencia, la República de Corea debería quizá aumentar la parte de los salarios, además de reducir las horas de trabajo, e incrementar el gasto público en salud y educación. Como la proporción del ahorro era ya muy alta antes de la crisis, e incluso si la proporción bajara en el decenio que empieza conforme aumente la parte de los salarios, debería quedar mucho margen para elevar la inversión desde los niveles registrados durante la crisis sin basarse en el capital exterior del tipo que distorsionó el desarrollo económico antes de la recesión. Un mercado interno más amplio estimularía también una mayor adaptación de tecnologías nuevas de información y telecomunicaciones que parecen presentar una rentabilidad social elevada. Aunque esa nueva dinámica de inversión sería compatible con unos lazos regionales más estrechos, el crecimiento podría en realidad depender menos de los mercados exteriores que en lo pasado.

La posición de las NEI de la segunda oleada es algo diferente porque las oportunidades para acortar distancias son mayores y sus vínculos externos probablemente seguirán siendo más fuertes. Sus diferencias con los países industriales en materia de productividad son similares a los que afrontaron las NEI de la primera oleada en los primeros años del decenio de 1970, y unas tasas anuales de crecimiento en los próximos dos decenios del orden del 7% pueden ser una meta para esos países no exenta de realismo. En sus bajos niveles de ingreso y productividad laboral, es poco probable que sufran una disminución rápida de la rentabilidad del capital, de suerte que una tasa de acumulación relativamente alta podría lograr un aumento considerable de la productividad del trabajo y del ingreso per cápita. Con unos coeficientes de ahorro interno de más del 30% no tendrían por qué depender mucho del ahorro exterior. Con abundancia de recursos naturales y de mano de obra (mucha de ella todavía en la agricultura, donde los niveles de productividad son relativamente bajos), queda mucho margen para cambios estructurales que permitan ir reduciendo los sectores de baja productividad, lo que conduciría a un incremento considerable de la productividad total del trabajo. Será menester inversión nueva para mejorar la fabricación de manufacturas, por ejemplo en los sectores más intensivos en tecnología, donde la dependencia de las importaciones es muy grande, y para asegurar que se retiene en el país una parte mayor del valor añadido de las manufacturas exportadas. En países como Malasia esto se compadecería con una reducción apreciable de la parte de las importaciones en el PIB conforme aumente el valor añadido interno de las exportaciones. Esta integración más saludable en el sistema del comercio mundial también sería compatible con hacer hincapié en la formación de capital en esferas tales como la infraestructura de la

información, el transporte y la capacitación. Buena parte de esa inversión exigiría un mayor gasto público. Habida cuenta de cómo los sectores de alta tecnología están organizados en el plano internacional, se requerirían políticas industriales, comerciales y financieras para lograr el crecimiento deseado mediante un esfuerzo consciente de las autoridades económicas para dirigir y coordinar las inversiones extranjeras y nacionales y para desarrollar una capacidad tecnológica local[50]. Así, contrariamente a las ideas en vigor, el que las NEI de la segunda oleada vuelvan a acortar distancias seguirá precisando la participación de un Estado preocupado por el desarrollo, aunque con una política económica nueva y, en algunos aspectos, aún más exigente.

NOTAS

1. Compárense, por ejemplo, las tasas reales de crecimiento de 1999 del cuadro 2.1 supra con las predicciones anteriores que figuran en el cuadro 1.4 del TDR 1999.

2. Para un análisis más completo de la crisis, véase el TDR 1998, primera parte, cap. III; y para una reseña más reciente véase Akyüz Y, Causes and sources of the Asian financial crisis, documento presentado en el Evento del país huésped: Simposio sobre la recuperación económica y financiera en Asia, UNCTAD X, Bangkok, 17 de febrero de 2000.

3. Ministerio de Economía y Hacienda, The Republic of Korea's crisis resolution and its policy implications (borrador final), Informe al G-20, Seúl, diciembre de 1999: 18.

4. Véase Choi, Nakgyooon y Du-Yong Kang, A Study on the crisis, recovery and industrial upgrading in the Republic of Korea, capítulo undécimo, en Divor-Frécaut D, Colaçon F y Hallward-Driemeier M, eds., Asian Corporate Recovery. Findings from Firm-level Surveys in Five Countries, Washington, DC, Banco Mundial, abril de 2000.

5. Para el caso de México, véase, por ejemplo, Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture, Informe de un Grupo de trabajo independiente, Consejo de Relaciones Exteriores, Nueva York, noviembre de 1999: 31(www.foreignrelations.org/public/pubs/IFA Task-Force.htm).

6. Este efecto colateral fue reconocido después por el FMI: "Esos superávit [comerciales y por cuenta corriente] ayudarán a los países a reconstituir sus agotadas reservas de divisas y, con ello, a restablecer la confianza de los inversionistas en la capacidad de las autoridades para satisfacer la demanda normal de divisas" (FMI, Perspectivas de la economía mundial, octubre de 1998: 41).

7. Para un resumen de los cambios en los contenidos del programa del FMI durante 1997-1998, véase Ha-Joon Chang y Chul-Gyue Yoo, The triumph of the rentiers: The 1997 Korean crisis in a historical perspective, documento presentado en el Seminario sobre la autoridad financiera mundial, Centre for Economic Policy Analysis, New School University, Nueva York, 6 a 7 de julio y 20 a 21 de noviembre de 1999, cuadro 3.

8. Para un estudio relativamente actualizado de la evolución de diversas variables macroeconómicas en el proceso de reactivación del Asia oriental, véase Banco Asiático de Desarrollo, Asia Recovery Report: May Update, Manila, mayo de 2000. A menos que se indique otra cosa, los indicadores cifrados de la política económica y de sus resultados aquí utilizados proceden de esa fuente.

9. Según un estudio hecho entre empresas coreanas, se consideraba a los prestamistas locales aún más restrictivos que los bancos extranjeros (Choi y Kang, op. cit.: 17).

10. FMI, op. cit.: 44.

11. Véase OECD Economic Outlook, diciembre de 1999: 96.

12. FMI, News Brief Nº 00/27, IMF completes final review of Thai Program, 8 de mayo de 2000.

13. FMI, Perspectivas de la economía mundial, octubre de 1999, cuadro 2.7. No se indicaba, sin embargo, en qué medida la recuperación prevista en la inversión privada obedecería a una reposición de existencias y hasta qué punto a formación de capital fijo.

14. La mayor parte de estos episodios se examinaron en ediciones anteriores del TDR. Para las crisis en el Cono Sur, véase el TDR 1998, primera parte, anexo al capítulo III; para lo ocurrido en México y la Argentina en 1994-1995, véase el TDR 1995,

segunda parte, cap. II; véase también el análisis de la crisis brasileña en el TDR 1999, cap. III.

15. Véase el TDR 1998, primera parte, cap. III.

16. La fecha del comienzo del ciclo (el período base) no cambia si se usan entradas netas de capital (esto es, la adquisición neta de activos internos por no residentes) o corrientes netas (incluida la adquisición neta de activos exteriores por residentes). Para la definición de estos conceptos, véase el TDR 1999, recuadro 5.1.

17. CEPAL, Igualdad, Desarrollo y Ciudadanía. LC/G.2071(SES.28/3), Santiago de Chile, marzo de 2000: 224.

18. Durante la fase de auge del ciclo, sólo en la República de Corea, entre esos cuatro países, la divergencia entre las tasas de crecimiento de los salarios en dólares y los costos de los salarios reales (es decir, los salarios nominales deflactados por el índice de precios al por mayor) no fue grande; los incrementos cumulativos desde la base hasta el máximo fueron 114 y 104%, respectivamente. Las cifras correspondientes fueron 59 y 44% en Indonesia, y 117 y 34% en Tailandia..

19. El empleo industrial disminuyó en 1992-1994 en la Argentina y en 1990-1994 en el Brasil y México, mientras que la parte del empleo no estructurado aumentó en los tres países; véase Amadeo EJ, The knife-edge of exchange-rate-based stabilization: Impact on growth, employment and wages, UNCTAD Review 1996, publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.97.II.D.2, Nueva York y Ginebra, 1996. Con ayuda de una clasificación sectorial amplia, la CEPAL estima que el empleo urbano no estructurado aumentó desde 44% del total en 1990 a 58% en 1998 (CEPAL, op. cit., figura 5.1). Según los datos de la OIT, el empleo en la industria manufacturera disminuyó 5 y 8% en los primeros años del decenio de 1990 en la Argentina y México, respectivamente, y 10% entre 1990 y 1997 en el Brasil.

20. En Chile, en cambio, los salarios reales, registraron una tendencia al alza a partir de 1975, pero no se dispone de datos para la época inmediatamente posterior a Allende.

21. Esta opinión es compartida en casi todas las publicaciones recientes del Banco Mundial sobre la crisis del Asia oriental. Véase también Diwan I, Labor shares and financial crises (borrador preliminar), Washington, DC, Banco Mundial, noviembre de 1999. En cambio, según otro estudio, "el ingreso de los pobres no cae más que proporcionalmente en las crisis económicas"; véase Dollar D y Kraay A, Growth is good for the poor (borrador preliminar), marzo de 2000 (www.worldbank.org/research). Estudios hechos por la secretaría de la UNCTAD sobre la distribución del ingreso muestran que la crisis económica que comenzó en los primeros años del decenio de 1980 fue acompañada de un incremento de la parte del 20% más rico a expensas de las clases medias, más bien que del 20% más pobre. También se observó que las crisis podrían generar un proceso de "nivelación a la baja" en economías rurales de África, pero no está claro si cabría generalizar tales resultados a mercados emergentes que han de hacer frente a pronunciados descensos de la producción por causa de las crisis financieras; véase el TDR 1997, segunda parte, cap. III.

22. Sin embargo, con la excepción de Indonesia, la agricultura ofreció poco refugio; véanse Poapongsakorn N, Agriculture as a source of recovery?, Bangkok, Thailand Development Research Institute, 1999; y Banco Mundial, Global Economic Prospects and the Developing Countries 2000, Washington, DC, diciembre de 1999: 54.

23. Veánse Banco Asiático de Desarrollo, Asian Development Outlook 2000, Manila, 2000: 51; Banco Mundial, East Asia: Recovery and Beyond, Washington, DC. 2000: 117-119; y Clerissi G, L'impact de la crise sur le marché du travail en Thailand, mimeografiado (Les Notes des Postes d'Expansion Économique), Bangkok, noviembre de 1998.

24. Datos de la Oficina Nacional de Estadística de la República de Corea. Véase también Jong-Il You y Ju-Ho Lee, Economic and social consequences of globalization: The case of South Korea, Documento de trabajo Nº 17, Nueva York, Centre for Economic Policy Analysis, New School University, febrero de 2000. Aunque la cifra oficial de desempleo en la República de Corea a mediados de 1999 era del orden de 1,5 millones, la Confederación de Sindicatos Coreanos la fija en 4 millones, habida cuenta de los trabajadores que se ven desalentados y no buscan un empleo.

25. Estas estimaciones son de Banco Mundial, Global Economic Prospects and the Developing Countries 2000, diciembre de 1999, cuadro 2.2. Estimaciones diferentes para Tailandia figuran, por ejemplo, en Siamwalla A y Sobchokchai O (Responding to the Thai Crisis, Documento de trabajo del PNUD, Bangkok, mayo de 1998).

26. Banco Mundial, op. cit, cuadro 1.8a. Véase también Banco Mundial, East Asia: Recovery and Beyond, cuadro 1.2.

27. CEPAL, op. cit.: 66. El número de familias que viven por debajo de la línea de pobreza en América Latina aumentó de 35 a 41% entre 1980 y 1990, incrementándose en todos los países excepto Chile (CEPAL, La brecha de la igualdad, América Latina, el Caribe y la Cumbre del Sur, LC/G.1954(CONF.86/3), Santiago de Chile,

marzo de 1997, cuadro 1.2). La proporción disminuyó en 1990-1997, pero al cifrarse en un 36% era superior en 1997 a la de 1980. Durante ese período, la parte del ingreso de los pobres creció en México y en Venezuela. Por otra parte, en 13 países latinoamericanos para los que se dispone de datos para el mismo período, los coeficientes de Gini subieron en nueve y bajaron en cuatro (CEPAL, Igualdad, Desarrollo y Ciudadanía, marzo de 2000, cap. 2, secc. 3c)).

28. Banco Mundial, East Asia: Recovery and Beyond, 2000, cuadro 5.1 y figura 5.2.

29. Véase el TDR 1999, cap. IV.

30. Banco Mundial, East Asia: From Recovery to Sustained Growth. An Update, marzo de 2000. La persistencia de una elevada tasa de desempleo a pesar de la recuperación se ha explicado en parte por las medidas encaminadas a incrementar la flexibilidad del mercado laboral (Banco Asiático de Desarrollo, Asian Development Outlook 2000: 50-51).

31. Para una conclusión similar, véase Diwan, op. cit.

32. Banco Mundial, Global Economic Prospects and the Developing Countries 2000: 54.

33. Según el primer escenario del Banco, el crecimiento del ingreso per cápita ascendería al 4,0% anual, pero la desigualdad aumentaría un 10%, y todavía habría 58,3 millones de personas en el Asia oriental que vivirían con menos de 1 dólar por día en el año 2008, frente a 55,1 millones en 1998 (ibid.: 28-36). El "crecimiento incluyente" supone una tasa de crecimiento anual per cápita de 4,9%, frente al crecimiento real en el Asia oriental de 5,2% en 1965-1973, de 4,7% en 1973-1980 y de 6,3% en 1980-1989. Con esa base, el Banco Mundial estima que todavía habría en 2008 18 millones de personas que vivirían con menos de 1 dólar por día.

34. Chang y Yoo, op. cit.: 32 –33.

35. Una explicación es el hecho de que los estudios de ingreso de los hogares prescinden de los cambios en los precios relativos en los países (como en Indonesia) donde los pobres sufrían una inflación bastante superior a los ricos. Otra es que en los estudios de esa índole hechos en 1998 figuraban preguntas sobre el ingreso de los hogares durante el año anterior (es decir, en 1997) y, por tanto, no llegaban a captar todo el impacto de la crisis. Sobre estas cuestiones empíricas, véase Banco Mundial, East Asia: Recovery and Beyond, 2000: 114-116.

36. Véanse Crafts N, East Asian Growth Before and After the Crisis, Documento de trabajo del FMI, WP/98/137, Washington, DC, septiembre de 1998; FMI, Perspectivas de la economía mundial, octubre de 1998, cap. III; y Banco Mundial, East Asia: Recovery and Beyond, op. cit., cap. 7.

37. Banco Mundial, op. cit.: 144-146.

38. Para varias estimaciones empíricas del crecimiento de la PTF, véanse Singh A, The causes of fast economic growth in East Asia, UNCTAD Review 1995, publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.95.II.D.23, Nueva York y Ginebra, 1995: 95-99; y Crafts, op. cit.

39. Banco Mundial, The East Asian Miracle, Nueva York, Oxford University Press para el Banco Mundial, 1993: 54.

40. Crafts, op. cit., en particular los cuadros 11 y 14.

41. Véase Akyüz Y, New trends in Japanese FDI: Post-industrial transformation and policy challenges, en Kozul-Wright R y Rowthorn R, eds., Transnational Corporations and the Global Economy, Londres, Macmillan, 1998.

42. Véase Banco Mundial, op. cit.: 52-53.

43. Véanse el TDR 1998, primera parte, cap. III; y Akyüz Y, Causes and sources of the Asian financial crisis, documento presentado en el Evento del país huésped: Simposio sobre la recuperación económica y financiera en Asia, UNCTAD X, Bangkok, 17 de febrero de 2000, y las referencias que allí figuran.

44. Para un examen de estos aspectos, véase Akyüz Y, y Cornford A, Capital Flows to developing countries and the reform of the international financial system, UNCTAD Discussion Paper, Nº 143, Ginebra, noviembre de 1999.

45. Para un análisis de algunas de estas presiones, véanse el TDR 1996, segunda parte, cap. II; Banco de Pagos Internacionales, 68th Annual Report, Basilea, 1998:33-38; Grilli E, The Asian crisis: Trade and trade policy consequences, Buenos Aires, Latin American Trade Network , FLACSO, 1999; Maizels A et al., The manufactures terms of trade of developing countries with the United States 1981-97 (mimeografíado), Queen Elizabeth House, Universidad de Oxford, marzo de 2000. Sobre los detalles específicos del sector de productos electrónicos de Corea, véase Kaplinsky R, 'If you want to get somewhere else, you must run at least twice as fast as that!' The roots of the East Asian crisis (mimeografiado), Institute of Development Studies, Universidad de Sussex, Brighton, Reino Unido, junio de 1998.

46. Véanse Banco Asiático de Desarrollo, op. cit.: 4; y JP Morgan, Savings and investment in the crisis economies, Global Data Watch, 28 de abril de 2000. El exceso de capacidad también sigue constituyendo un serio problema en algunos sectores que no participan en el comercio

internacional, tales como el de los bienes raíces, cuya contribución suponía hasta la mitad de toda la inversión fija antes de la crisis.

47. Véanse también CESPAP, Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 1998, publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.98.II.F.59, Bangkok, 1998; Islam A, The dynamics of Asian crisis and selected policy implications, en Herman B, ed., Global Financial Turmoil and Reform. A United Nations Perspective, publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.99.III.A.8, Tokio, United Nations University Press, 1999.

48. En Austria, Finlandia e Italia el PIB por hora trabajada era en 1950 del orden de 45% y en la (entonces) República Federal de Alemania alrededor del 50% del de Suiza, que en ese año figuraba a la cabeza de la economía europea. Las tasas de crecimiento anual del PIB real per cápita fueron en 1950-1973 del orden del 4 al 5%.

49. Véase Marglin S y Schor J, eds., The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience, Oxford, Clarendon Press, 1990.

50. Véanse Lowe N y Kennedy M, Foreign invesment and the geography of production: Why the Mexican consumer electronics industry failed, World Development, 27(8), 1999; Ostry S y Gestrin M, Foreign direct investment, technology transfer and the innovation-network model, Transnational Corporations, 2(3), diciembre de 1993; y el TDR 1996, segunda parte, cap. II.

Notas del Recuadro 1

(EN LAS MODIFICACIONES RECIBIDAS A ÚLTIMA HORA FIGURA ESTA NOTA CORREGIDA COMO: Véase Bank Negara Malaysia, Annual Report 1998: 230-231, PERO PARECE UN ERROR: NO SE CORRESPONDE CON EL TEXTO Y LA CORRECCIÓN ES REPETICIÓN DE LA NOTA 8 DEL RECUADRO 2).