

Resumen

Debido a los acontecimientos registrados en los 12 últimos meses, comenzando por la crisis de Asia oriental --mucho más profunda de lo previsto--, las perspectivas de los países en desarrollo y la economía mundial en los tres próximos años son ahora mucho más difíciles e inciertas. Las malas noticias se han sucedido con sorprendente celeridad y continuidad: el Japón se ha hundido en la recesión, Rusia ha encontrado graves dificultades financieras, los flujos de capital hacia los mercados emergentes han caído de forma brusca y, en medio de un ambiente de creciente aversión del riesgo en los mercados financieros mundiales, se ha producido una contracción del crédito capaz de sofocar el crecimiento. Además, muchas partes del mundo han acusado los negativos efectos de El Niño y otras catástrofes naturales.

En consecuencia, una fuerte desaceleración mundial de la producción, el comercio y los flujos de capitales --ya iniciada-- está ensombreciendo las perspectivas a corto plazo. La demanda interna, con un crecimiento actual superior a la tasa tendencial, se está desacelerando en países que representan el 60% de la producción mundial, en particular en los Estados Unidos y Europa; se está contrayendo fuertemente en países que realizan un cuarto de la producción mundial, a saber, Asia oriental, el Japón, Rusia y el Medio Oriente, y se está contrayendo en otros, sobre todo en América Latina.

Es probable que algunas políticas prometidas o ya aplicadas recientemente contribuyan de forma notable a llevar de nuevo a la economía por un rumbo más seguro. Los Estados Unidos y otros países industriales están suavizando sus políticas monetarias. El organismo legislativo del Japón ha aprobado un plan de revitalización financiera y otras medidas de estímulo fiscal. El Congreso estadounidense ha asignado fondos para las instituciones financieras internacionales, lo que puede marcar la pauta para otros países. El gobierno brasileño ha adoptado un programa para reducir su déficit fiscal, que ha recibido firme apoyo financiero de instituciones multilaterales y gobiernos. Los dirigentes del Grupo de los Siete han propuesto un conjunto de medidas para reforzar la

economía mundial. El Japón y otros países han prometido más apoyo financiero para los países afectados por la crisis de Asia oriental. Estas y otras medidas deberán impulsar la recuperación económica mundial a mediano plazo y ayudar a impedir una recesión mundial. Pero las políticas tardan en dar resultado y las perspectivas a corto plazo continúan siendo precarias.

Las crisis financieras en que se han visto sumidos los países en desarrollo y la economía mundial durante los 12 últimos meses han puesto de manifiesto varias deficiencias que, por separado y en conjunto, han contribuido a la crisis.

Destacan entre ellas la fragilidad de los sistemas financieros nacionales, las lagunas de las políticas macroeconómicas, las imperfecciones de los mercados de capitales internacionales y la incapacidad de la arquitectura financiera internacional para prevenir y resolver las crisis. En la presente edición de *Global Economic Prospects* se presta especial atención a las perspectivas de los países en desarrollo a raíz de las crisis (Capítulo 1), las políticas que intentan superar éstas una vez que se han producido (Capítulo 2) y los medios para evitarlas en el futuro (Capítulo 3).

Perspectivas

La desaceleración del crecimiento económico mundial en 1998-2000 se hará especialmente visible en los países en desarrollo, en particular en los que se encuentran próximos a mercados de exportación en retroceso y en aquellos cuyos ingresos de exportación proceden sobre todo de la venta de productos primarios y cuyos déficit en cuenta corriente se deberán financiar con flujos de capital privado.

Según las previsiones, el crecimiento de la producción mundial se reducirá casi a la mitad, pasando del 3,2% en 1997 al 1,8% en 1998, y se reactivará sólo de forma moderada en 1999, en que alcanzará el 1,9%. Como elementos positivos cabe señalar el crecimiento menos dinámico pero todavía firme de Europa continental y una desaceleración de la economía estadounidense con espacio suficiente para preparar un aterrizaje suave. Los países de Asia oriental

castigados por la crisis y el Japón, más vacilantes pero animados por los acontecimientos recientes, pasarán, según las previsiones, de la fuerte recesión de 1998 a la estabilización en 1999, lo que significa que dejarán de representar un freno para el crecimiento de la producción mundial. Aun en el supuesto básico, se prevé que el crecimiento de los países en desarrollo se reducirá a menos de la mitad, pasando del 4,8% en 1997 al 2% en 1998 --la segunda desaceleración más grave de los últimos 30 años-- y comenzará una modesta recuperación en 1999. En cifras per cápita, se prevé que el crecimiento de los países en desarrollo descenderá al 0,4% en 1998, por debajo del 1,4% de los países industriales. Brasil, Indonesia, Rusia y otros 33 países en desarrollo --que suman el 42% del PIB total del mundo en desarrollo y más de un cuarto de su población-- registrarán probablemente este año un crecimiento per cápita negativo, mientras que en 1997 sólo se encontraron en esa situación 21 países (que representaban el 10% del PIB de los países en desarrollo y el 7% de su población).

A pesar de las sombrías perspectivas actuales, la economía mundial podría crecer a largo plazo (2001-07) algo más del 3% anual si se adoptan rápidamente políticas para impedir una depresión mundial más profunda y los países en desarrollo refuerzan los sectores financieros e intensifican las reformas. La crisis de los mercados emergentes afectará a los flujos de capital y lo hará no sólo a corto plazo, pero el crecimiento a largo plazo de los países en desarrollo (excluidas las economías en transición) podría llegar a ser de más del 5%, aproximadamente igual que en 1991-97.

El optimismo de estas perspectivas a largo plazo está basado en la expectativa de revitalización económica de los países industriales. Según las previsiones, el crecimiento de los países de la OCDE se intensificará a medida que el Japón consiga resolver sus problemas bancarios, la Unión Monetaria Europea (UME) ayude a consolidar la integración europea y a alcanzar una mayor eficiencia y crecimiento, y los Estados Unidos logren aumentar su productividad. Es importante evitar una recesión a corto plazo con el fin de mantener el consenso

en favor de las políticas en que se basa la globalización, y los recientes acontecimientos en el marco de las políticas deben confirmar ese resultado. Según las previsiones, el comercio mundial registrará un crecimiento más sólido a largo plazo, impulsado por el aumento de la producción mundial y la reducción de los obstáculos al comercio, el transporte y las comunicaciones. Los países en desarrollo se están beneficiando también de los resultados obtenidos tras casi dos decenios de reforma. Pero el futuro resulta más problemático: los flujos de capital privado tardarán más tiempo en volver y serán más modestos, lo que contribuirá a reducir las proyecciones de crecimiento a largo plazo (y requerirá mayor ahorro interno para financiar el crecimiento). Habida cuenta de la profundidad de la crisis, no es probable que las economías de Asia oriental recuperen las tasas de crecimiento extraordinariamente rápidas de los primeros años noventa, pero podrán conseguir un crecimiento moderado (basado en el aumento de la productividad más que en un alto nivel de inversiones). Se han introducido revisiones menores a la baja (de 0,3-0,5 puntos porcentuales) en los casos de Rusia, Asia oriental y otros lugares, como consecuencia de las deficiencias institucionales y de otro tipo puestas de manifiesto recientemente.

Hay todavía un riesgo bastante elevado de que la economía mundial, en vez de experimentar el lento crecimiento descrito en las perspectivas de referencia, se hunda en la recesión en 1999. Este riesgo se debe a un conjunto de imprevistos que se relacionan y refuerzan mutuamente: el agravamiento de la recesión en el Japón; la pérdida de confianza en los mercados de capitales internacionales, que daría lugar a un amplio fenómeno de cierre general de los flujos de capital privado a los países en desarrollo (especialmente de América Latina), y una corrección del 20%-30% del mercado de valores que reduzca el crecimiento en los Estados Unidos y Europa.

El Japón está aplicando políticas fiscales y monetarias y ha anunciado un conjunto de iniciativas más firmes de reestructuración financiera, pero su aplicación podría presentar dificultades, que originarían a su vez una contracción

de la demanda interna y una pérdida de confianza de los consumidores y las empresas, al mismo tiempo que las exportaciones podrían disminuir debido a los problemas registrados en todo el resto de Asia oriental. El efecto riqueza y, sobre todo, la pérdida de confianza de los consumidores y las empresas por el hundimiento de los precios de las acciones (y también, en parte, por la actual restricción del crédito) obstaculizarían gravemente el crecimiento en los Estados Unidos y Europa. Por su parte, América Latina se sumiría en una fuerte recesión si los flujos de capital se interrumpieran durante un largo período. Aunque las autoridades monetarias de los países industriales adopten importantes medidas de liberalización, en este marco hipotético el crecimiento de la producción mundial desciende a cero en 1999. Los resultados son graves para los países en desarrollo, en donde los efectos de la falta de acceso a los flujos de capital privados se ven agravados por el hecho de que la disminución del crecimiento de las exportaciones y de los precios de los productos primarios es todavía mayor que en el panorama de referencia, lo que reduciría otro 2% el crecimiento agregado, que en 1999 sería de sólo el 0,7%.

Afrontar las crisis

La interacción entre las deficiencias institucionales en la liberalización del sistema financiero interno, por un lado, y, por el otro, las imperfecciones de los mercados de capital internacionales y la utilización de políticas macroeconómicas contradictorias ha generado graves vulnerabilidades que han constituido la base de la crisis de Asia oriental. La vulnerabilidad inmediata crítica de los países que han sufrido esta crisis se debió a una excesiva acumulación de deuda en divisas a corto plazo en los balances de los agentes privados.

El aumento de las entradas de capital y la debilidad de la reglamentación financiera contribuyeron al repentino aumento del financiamiento interno en Asia oriental, en muchos casos con destino a sectores de alto riesgo, como el inmobiliario, lo que dio lugar a una gran fragilidad de los sectores financieros

internos. El excesivo apalancamiento de las empresas y el deterioro de la rentabilidad hizo a éstas muy vulnerables a las conmociones registradas en flujo de fondos y en el patrimonio neto. En Tailandia, el debilitamiento del sector financiero, la desaceleración de las exportaciones y el notable aumento del crédito del Banco Central a bancos en quiebra contribuyeron a desencadenar un movimiento especulativo contra el baht. La crisis se difundió a otros países de la región debido a la existencia de vulnerabilidades comunes: elevada deuda a corto plazo, debilidades del sector financiero, influencias a través de los vínculos del comercio internacional y el contagio de una actitud de desconfianza hacia el mercado de capitales. La actividad real de la región inició un fuerte descenso impulsado por los fuertes trastornos de la inversión privada --debido a la mayor incertidumbre, a la retirada del financiamiento externo y a los efectos de la subida de las tasas de interés y de las devaluaciones monetarias en la liquidez y los balances de los bancos y empresas.

Debido a la considerable caída de la inversión y el consumo privados, la política fiscal inicial, en contra de lo previsto, optó por la austeridad --austeridad que habría sido muy rigurosa si la política se hubiera aplicado en su integridad. Al hacerse patente la gravedad de las recesiones, las políticas fiscales se suavizaron de forma significativa. Algunas de las respuestas iniciales trataron también de elevar las tasas de interés con el fin de estabilizar los tipos de cambio, pero no consiguieron corregir inmediatamente la subvaloración cambiaria y agravaron los efectos negativos sobre las economías reales.

Los tipos de cambio se han ido recuperando de sus fuertes caídas, debido al brusco viraje registrado en las balanzas por cuenta corriente --consecuencia, a su vez, de la gravedad de las contracciones en la producción interna. Las tasas de interés han disminuido también recientemente hasta situarse en niveles próximos o inferiores a las de antes de la crisis. En cualquier caso, ha permanecido el malestar de los sectores financieros y empresariales (y la consiguiente contracción del crédito), lo que ha obstaculizado la recuperación. Ya a mediados de 1998, una parte considerable del sector financiero y

empresarial de los países más afectados era insolvente o estaba atravesando enormes dificultades financieras. La fuerte respuesta de las exportaciones a la devaluación cambiaria, que había respaldado la rápida recuperación después de la crisis mexicana de 1994-95, se vio obstaculizada por la contracción de la economía en toda la región, incluido el Japón, así como por las dificultades crediticias de las empresas.

El cometido principal de la política fiscal y monetaria es actualmente apoyar la demanda agregada, ampliar el sistema de protección social y aportar recursos para recapitalizar los sistemas financieros sin aumentar la inflación. En ese sentido, es imprescindible el continuado apoyo financiero de la comunidad internacional.

La experiencia de los distintos países parece indicar que una reestructuración bancaria de la debida magnitud en varios de los países afectados por la crisis (con costos que ascenderían al 20%-30% del PIB) necesitará la intervención estatal en el marco de un plan global sobre el sector financiero, con inclusión de una cuantiosa aportación de fondos públicos. Para no incentivar actitudes excesivamente arriesgadas (riesgo moral), una parte considerable de las pérdidas de la reestructuración deberá asignarse a aquellos que más se hayan beneficiado de los riesgos anteriores, como los accionistas y administradores de los bancos. Este objetivo a largo plazo debe compaginarse con la prioridad inmediata de no agravar la contracción del crédito.

Para reestructurar el sistema bancario habrá que reestructurar también las deudas de empresas locales. Se requerirá una ordenada renegociación de la deuda --procedimientos menos formales para reunir a los acreedores y deudores interesados en una negociación voluntaria-- tanto interna como externa. Los gobiernos de la OCDE, en particular, pueden apoyar medidas oportunas de renegociación entre deudores y acreedores privados externos --por ejemplo, no ofreciendo a los acreedores la posibilidad de medidas de rescate más favorables en el futuro. La ampliación de los flujos de inversión extranjera directa y en

capital social puede contribuir también notablemente a una acertada reestructuración financiera y empresarial.

La crisis ha tenido un enorme costo social --especialmente para los pobres-- y, en algunos países, ha intensificado los conflictos sociales. La política social debe formar parte integrante de la selección de las medidas contra la crisis económica. Los sistemas de protección social, si bien no pueden sustituir a unas políticas macroeconómicas acertadas en favor del crecimiento, pueden ayudar a mitigar los efectos sociales de las crisis económicas. Otra enseñanza de la presente crisis es la importancia de establecer de antemano sistemas de protección social en todos los países.

Asia oriental había reducido la pobreza y mejorado los niveles y condiciones de vida a un ritmo sin precedente en la historia. De todas formas, investigaciones relativas a los distintos países permiten concluir que las crisis prolongadas provocan más pobreza, mayor desigualdad de los ingresos y, en ocasiones, un deterioro de los indicadores sociales, como la malnutrición infantil. Estas tendencias pueden tener efectos duraderos en el bienestar físico de las personas y en su capacidad de participar en la economía. Según las previsiones, en Indonesia, la República de Corea y Tailandia el desempleo se triplicará con creces entre 1996 y 1998. Los salarios reales están disminuyendo de forma dramática en Indonesia. El número de personas que cayeron en la pobreza en 1998 podría llegar a 25 millones en Indonesia y Tailandia solamente, y podría ser mucho mayor si se agrava la desigualdad de los ingresos. Las medidas prioritarias para proteger a los pobres son, entre otras, la garantía del suministro alimentario mediante transferencias directas y subvenciones, la generación de ingreso para los pobres a través de transferencias de efectivo y obras públicas, la conservación del capital humano de los pobres con servicios básicos de atención de salud y educación y una mayor capacitación y ayuda en la búsqueda de empleo para los desempleados.

Evitar las crisis

Los países en desarrollo son vulnerables a las crisis financieras. No obstante, las estructuras institucionales y las políticas públicas internas necesarias para protegerlos de las crisis sólo cambian con lentitud. Debido en parte al hecho de que muchas de las pequeñas economías en desarrollo son ahora más vulnerables a los altibajos de euforia y pánico de los mercados de capitales internacionales, la frecuencia y costos de las crisis financieras han aumentado en los últimos años.

Hasta el fuerte aumento de los flujos de capital privado registrado en los años noventa, las crisis surgían en los países en desarrollo sobre todo como consecuencia de una mala gestión macroeconómica, en particular, un déficit público y un endeudamiento externo excesivos. En cambio, las crisis observadas en Asia oriental desde 1997, en México en 1994-95 y en Chile en 1982 están fuertemente conectadas con el aumento de los flujos de capital dentro del sector privado y con los sistemas financieros internos e internacionales que actúan como intermediarios de esos flujos. Los países en desarrollo han estado expuestos a una oleada enorme de entradas de capital pero tienen poca experiencia en las salvaguardias institucionales y normativas necesarias para administrarlas sin peligro. Las instituciones necesitan tiempo para poder desarrollarse y los obstáculos políticos a la adopción de medidas inmediatas para evitar las crisis son con frecuencia muy difíciles de superar. Por el contrario, los países industriales están aplicando desde hace 100 años reformas institucionales y de las políticas públicas con el fin de evitar crisis sistémicas. Al parecer, han reducido la incidencia y gravedad de las crisis --pero no las han eliminado (recuérdese, por ejemplo, la crisis del sistema de ahorro y crédito en los Estados Unidos en los años ochenta, o las crisis bancarias de los países nórdicos en los primeros años noventa y los problemas del sector financiero en el Japón). Deberá impulsarse en forma decidida el establecimiento de instituciones y salvaguardias en los países en desarrollo para hacer realidad los beneficios de la globalización y reducir los riesgos.

El análisis de las causas de las crisis financieras y de las políticas adecuadas para evitarlas pone de manifiesto la interacción de los distintos factores que amplifican los riesgos y las vulnerabilidades: políticas macroeconómicas desacertadas, aumentos repentinos de los flujos de capital, fragilidad de los sistemas financieros internos y precipitación en la liberalización financiera o de la cuenta de capital (o ambas a la vez) y debilidad de la gestión empresarial.

Las políticas macroeconómicas desacertadas hacen a un país vulnerable a las crisis financieras, y todo intento de protección debe partir de la adopción de políticas prudentes. De todas formas, cuando las entradas de capital adquieren un volumen considerable y los sistemas financieros son débiles, el margen de maniobra para adoptar políticas macroeconómicas adecuadas con el fin de controlar un endeudamiento privado y unos riesgos excesivos se ve limitado por la necesidad de buscar soluciones de compromiso, teniendo también en cuenta los problemas de distribución. Se necesita un enfoque multidimensional, lo que en muchos casos supone la adopción de tipos de cambio más flexibles, una mayor utilización de la política fiscal y el perfeccionamiento y endurecimiento de la reglamentación financiera interna (y, en caso necesario, restricciones a los flujos de capital) con el fin de reducir las entradas excesivas de capital, los aumentos repentinos del crédito interno y los riesgos de crisis financieras.

La liberalización del sector financiero interno, que puede incrementar significativamente el riesgo de crisis (sobre todo en coincidencia con la apertura de las cuentas de capital), debe llevarse a cabo con precaución y de acuerdo con la capacidad de diseñar y aplicar medidas más estrictas de regulación y supervisión financiera. Al mismo tiempo, deberán acelerarse los esfuerzos por mejorar las medidas de salvaguardia prudencial y las operaciones bancarias.

Hay pruebas convincentes de que la probabilidad de crisis financiera es mayor después de una liberalización que no va acompañada de las correspondientes medidas de salvaguardia prudencial, incluso en los países industriales. La estructura normativa de un país en desarrollo debe estar de acuerdo con su situación. Es preciso reforzar los reglamentos que aumentan la seguridad y la

estabilidad. La reforma bancaria y del mercado de capitales, orientada hacia una mejor gestión de riesgos, continúa siendo un ingrediente fundamental de toda estrategia encaminada a impedir las crisis financieras. Son también imprescindibles políticas públicas y reformas institucionales que combatan los créditos a personas vinculadas y mejoren la gestión de las empresas.

La liberalización de la cuenta de capital deberá efectuarse con cautela, en forma ordenada y gradual. Es poco realista esperar que los países en desarrollo cuenten con las políticas más acertadas y las instituciones más sólidas y, de esa manera, se aleje el riesgo de crisis. Al considerar los beneficios de la liberalización de la cuenta de capital y el aumento de los flujos de capital no se deben perder de vista la probabilidad de crisis ni sus costos. En el caso de la inversión extranjera directa y de las entradas de capital a largo plazo, el balance de los beneficios previstos con relación a los costos asociados a las crisis financieras es sin duda positivo, y los países en desarrollo deberán buscar la apertura. Pero, en lo que se refiere a la cartera de deuda más inestable y a los flujos de deuda interbancaria a corto plazo (y la correspondiente política de total convertibilidad de la cuenta de capital), hay mayores riesgos asociados de crisis financiera y mayor incertidumbre sobre los beneficios. Unas medidas más rigurosas de regulación cautelar de los bancos y, si el sistema normativo interno no es lo bastante sólido, la aplicación de restricciones a los flujos a corto plazo más inestables (mediante impuestos, por ejemplo) pueden contribuir a reducir el riesgo de crisis. En los países que vuelvan a introducir estas restricciones a las entradas de capital, estas medidas deberán aplicarse con precaución para evitar la pérdida de confianza; su aplicación a las salidas de capital --no considerada en estas páginas-- podría plantear problemas más espinosos.

Se necesitan cambios en la arquitectura del sistema financiero internacional, habida cuenta de la excesiva inestabilidad (euforias y pánicos), los fuertes efectos de contagio y el mayor riesgo moral en los mercados financieros internacionales. La necesidad más apremiante es establecer mecanismos más idóneos para facilitar la reestructuración de la deuda entre distintas partes del

sector privado, incluida la moratoria de la deuda externa en determinadas condiciones, y recuperar los flujos de capital y una mayor liquidez internacional para los países en crisis. Aunque hay argumentos de peso que aconsejan la existencia de un prestamista de último recurso, ello plantea delicadas cuestiones sobre la debida distribución de la carga, las normas de intervención y la eliminación del riesgo moral. También se puede reducir la probabilidad de crisis introduciendo mejoras en la reglamentación aplicada por las autoridades de los países acreedores y en la gestión de riesgos de los créditos bancarios a los mercados emergentes. Es conveniente una información más oportuna y fiable, pero la total transparencia y una mejor información no bastarán por sí solas para evitar la crisis. En cualquier caso, una mejor utilización de los indicadores de advertencia puede ayudar a los gobiernos a adoptar medidas correctoras con la antelación suficiente para reducir el alcance y el costo de las crisis. Estas cuestiones son objeto de debate y consideración en diferentes foros.

Conclusión

Los acontecimientos registrados en estos 12 últimos meses pueden ser el prólogo de un entorno nuevo, más realista y estimulante para los países en desarrollo. Las crisis financieras que han sacudido los mercados emergentes no deben llevar a los países en desarrollo a la conclusión de que deben renunciar a la globalización. Los beneficios de una mayor apertura del comercio son uno de los principales medios a través de los cuales los países pueden conseguir un crecimiento más rápido a largo plazo. De la misma manera, los beneficios de la apertura a la inversión extranjera directa son considerables --ofrecer acceso a tecnologías más valiosas, una mayor productividad y nuevos conocimientos técnicos. Los países en desarrollo pueden beneficiarse también de otros flujos de capital a largo plazo procedentes de los mercados financieros mundiales; para ello se requiere un mayor desarrollo de los mercados internos de bonos y capitales. Las principales enseñanzas de la crisis son que los países deben desarrollar y reforzar sus capacidades normativas e institucionales para lograr la

seguridad y estabilidad de los sistemas financieros, especialmente en sus interconexiones con los mercados financieros internacionales, y que es preciso consolidar la arquitectura internacional para evitar las crisis y afrontarlas con mayor eficacia.

El fortalecimiento institucional requerirá tiempo y un diseño esmerado en las cuestiones relacionadas con la regulación y supervisión financiera y con la apertura de la cuenta de capital (a los flujos de entrada). La distinta situación de cada país impondrá diferencias en el ritmo y orden de las reformas. La consolidación de la arquitectura internacional obliga también a abordar cuestiones difíciles. Los primeros años noventa se distinguieron por la excepcional euforia generada sobre los beneficios de la liberalización financiera, los flujos de capital privado y los mercados emergentes. Ahora, cuando se han hecho más patentes los riesgos y los costos, es posible que se pueda contar con una sólida base para obtener esos beneficios, pero con menos riesgo.