

Distr.
RESTRINGIDA

LC/R. 1875
28 de diciembre de 1998

ORIGINAL : ESPAÑOL

CEPAL

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**PAÍSES INDUSTRIALIZADOS: RESUMEN DE LAS
PROYECCIONES 1998 - 1999 */**

Este documento fue preparado por la División de Estadística y Proyecciones Económicas de la CEPAL. Este trabajo no ha sido sometido a revisión editorial.

98-12-1875

ÍNDICE

Página

RESUMEN	v
I. INTRODUCCIÓN.....	1
a) Supuestos.....	3
b) Conclusiones.....	4
II. EL CONTEXTO INTERNACIONAL.....	
a) SE PROLONGÓ LA CRISIS Y SE REVISARON LAS PREVISIONES.....	6
b) UN CLIMA DE INCERTIDUMBRE.....	7
III. PERSPECTIVA DE LOS PAÍSES DESARROLLADOS.....	11
a) EN LOS ESTADOS UNIDOS SE INICIA LA DESACELERACIÓN.....	11
b) Y EN EUROPA SE AFIRMA EL CRECIMIENTO.....	15
c) PERO EN EL JAPÓN AUMENTA LA DESCONFIANZA.....	18
IV. PERSPECTIVA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO.....	20
a) LA CRISIS FINANCIERA NO AFECTA POR IGUAL A TODOS LOS PAÍSES EN DESARROLLO.....	21
b) LA VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA ENSOMBRECE LA PERSPECTIVA.....	22
c) QUE SE ESPERA PARA EL AÑO 1999 SEGÚN CEPAL?.....	23
VI. LA INCERTIDUMBRE PROVOCA ESCENARIOS ALTERNATIVOS.....	28
a) LA PERSPECTIVA MUNDIAL PODRÍA EMPEORAR.....	29
b) LA MAYOR INCERTIDUMBRE SE RELACIONA CON LAS BOLSAS.....	32
VI. EL SISTEMA FINANCIERO JAPONÉS: OTRO FACTOR DE INCERTIDUMBRE.....	36
a) ORIGEN DE LA CRISIS FINANCIERA.....	36
b) RELACIONES CON EL RESTO DE LOS PAÍSES EN CRISIS.....	40
VII UNA VEZ MÁS LOS PRODUCTOS BÁSICOS SON CAUSA DE PREOCUPACIÓN.....	41
a) TENDENCIAS DE LOS PRECIOS EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS.....	43
b) TENDENCIAS RECIENTES DE LOS PRECIOS.....	44
c) PERSPECTIVA DE PRECIOS DE ALGUNAS MATERIAS PRIMAS.....	45
BIBLIOGRAFIA.....	50
A N E X O S.....	53



RESUMEN

La coyuntura económica mundial esta aún bajo las secuelas de la crisis que se inició en Asia hace un año y medio y que ha afectado de manera asimétrica a las distintas regiones. Esta crisis tiene algunas características comunes con crisis previas pero también otras que la diferencia. La perspectiva mundial se rodea por lo tanto de una gran incertidumbre. La complejidad de las relaciones económicas mundiales y la fuerte interdependencia de las variables reales y financieras hace difícil realizar proyecciones de corto plazo y, con la mera prolongación de la crisis, ha aumentado la incertidumbre con respecto a la perspectiva proyectada.

En estas circunstancias, la mayor preocupación radica en la probabilidad de que Estados Unidos y Europa logren escapar de un proceso recesivo, que arrastraría, sin duda, a la economía mundial. Son numerosos los peligros. En términos de economía real los focos se sitúan sobre la situación japonesa por su peso significativo a escala mundial y por su relaciones comerciales. La recuperación del Sudeste Asiático y el que se logre evitar una recesión en América Latina le siguen en importancia. La situación más compleja en el caso financiero. Se ha hecho evidente a través del caso de Rusia que la sensibilidad ya es independiente del tamaño de los compromisos. Por lo menos, y modo de ejemplo, la situación brasileña viene afectando los mercados a fines de 1998 y inicios de 1999, con alguna independencia del nivel de los movimientos en juego, que son reducidos a escala mundial. De allí, es necesario advertir que la gran mayoría de las proyecciones se sustentan en la aceptación que las opciones más negativos no se materialicen.

I. INTRODUCCIÓN

La actual coyuntura internacional presenta características muy particulares: algunos la diferencian de crisis previas, y, otras son reiteraciones de las crisis de en las últimas décadas ochenta. Junto con repetir los masivos, repentinos y concentrados movimientos de capital que vienen caracterizando a los crisis internacionales desde comienzos de los años ochenta, muestra facetas que la diferencian de crisis previas y que adquieren especial importancia para América Latina y el Caribe.

El sostenido crecimiento de los Estados Unidos y de Europa han sido incapaces de sostener el precio de las materias primas. Se pone así en evidencia la importancia que tiene hoy la demanda asiática de materias primas. A la vez, las economías asiáticas tienen ya influencia en los precios de las manufacturas con lo que han gestado, como fruto de las devaluaciones y difícil situación de muchos productos de esa región, tendencias hacia la depresión de los precios de productos industriales. Así ha surgido una apreciable tendencia deflacionaria en los bienes del comercio exterior lo que es un elemento a tener presente a la hora de juzgar las políticas monetarias y fiscales, en términos de sus resultados inflacionarios internos.

Otro aspecto que diferencia la actual crisis de otros previos es que las consecuencias son potencialmente peligrosas en términos de la economía mundial por la importante participación de Asia en el comercio y las finanzas mundiales, y muy en particular del Japón.

Hasta ahora la crisis sigue siendo asimétrica en sus efectos, pues los Estados Unidos y Europa no han sido significativamente afectados. Más aún, al menos en términos inflacionarios están gozando de precios extremadamente bajos de las materias primas y productos industriales provenientes de Asia. No se puede decir lo mismo del Japón que, si bien también goza de los efectos de los precios bajos de las materias primas, se vio afectado por la caída comercial y los problemas financieros del Asia, región en el que tiene lazos económicos más profundos que el resto de los países desarrollados.

En estas circunstancias, la mayor preocupación radica en la probabilidad de que Estados Unidos y Europa logran escapar de un proceso recesivo, que arrastraría, sin duda, a la economía mundial. A este respecto son numerosos los peligros. En términos de economía real los focos se sitúan sobre la situación japonesa por su peso significativo a escala mundial y por su relaciones comerciales. La recuperación del Sudeste Asiático y el que se logre evitar una recesión en América Latina le siguen en importancia. La situación más compleja en el caso financiero. Se ha hecho evidente a través del caso de Rusia que la sensibilidad ya es independiente del tamaño de los compromisos. Por lo menos, y modo de ejemplo, la situación brasileña viene afectando los mercados a fines de 1998 y inicios de 1999, con alguna independencia del nivel de los

movimientos en juego, que son reducidos a escala mundial. De allí, es necesario advertir que la gran mayoría de las proyecciones se sustentan en la aceptación que las opciones más negativas no se materialicen.

La complejidad de la perspectiva mundial actual y la fuerte interdependencia de las variables económicas hace difícil realizar proyecciones de corto plazo y, con la mera prolongación de la crisis, aumenta la incertidumbre con respecto a la perspectiva proyectada. Por estas razones, antes de presentar las proyecciones, que aquí se comparan, estimamos necesario hacer una breve reseña del impacto que la crisis ha tenido hasta ahora, las revisiones realizadas de la perspectiva y los riesgos que persisten de que la situación se agrave. Una sección final desarrollará, con algún grado de detalle, dos temas, el sistema financiero japonés y la situación de los productos básicos, los que por su impacto sobre la expansión de la crisis ameritan ser destacados.

Este documento se inscribe en la línea de análisis de estudios anteriores ^{1/} al presentar y comparar aspectos esenciales de las diferentes proyecciones a corto plazo hechas por varias instituciones, tanto nacionales como internacionales, de carácter público o privado. Las principales fuentes de información son el FMI, la CEE, el Proyecto LINK, el "Observatoire Français de Conjoncture Economique, l'OFCE", y el "Institut de Recherches Economiques et Sociales, l'IRES", de la Universidad Católica de Louvain. Estas proyecciones normalmente se construyeron en base a datos disponibles durante el tercer trimestre de 1998. La OECD publica sus proyecciones en junio y en diciembre; una versión preliminar del Outlook no 64 fue distribuida a principios de diciembre vía Internet; ésta se ha considerado en el presente informe. Empero, al finalizar este documento FMI publicó una evaluación interina de la perspectiva mundial, revisando sus proyecciones, las que se han incorporado separadamente en una sección sobre escenarios alternativos. Estas revisiones, que no significan cambios fundamentales en la perspectiva mundial, afectan principalmente a los países asiáticos y a algunas de las economías emergentes en otras regiones.

El objetivo es presentar antecedentes sobre la evolución posible de las proyecciones con la idea de obtener una visión probable de la economía mundial, destacando la evolución en el corto plazo de los indicadores económicos más relevantes, sobre todo de los países industrializados. Entre los supuestos en que se basan las proyecciones se destacan aquí las políticas macroeconómicas probables, las tasas de interés, los tipos de cambio y el precio de petróleo.

^{1/} Ver CEPAL: The industrialized countries: Summary of Economic Forecasts 1990-91, LC/R.941 y LC/R.1041, idem para 1991-92, LC/R.1353, idem 1993-94, LC/R.1611, idem 1995-96, idem 1997-98.

a) **Supuestos**

FMI : el precio del petróleo por barril será de US\$ 13,28 en 1998 y US\$ 14.51 en 1999, el nivel medio de las tasas de interés, representada por la LIBOR y estima que la tasa sobre depósitos a seis meses en dólares será de 5,7% tanto en 1998 como en 1999, los certificados de depósitos en yenes de tres meses tendrán una tasa media del 0.7% en 1998 y 0.6% en 1999, para depósitos interbancarios en marcos alemanes de tres meses serán de 3,7% en 1998 y los euro depósitos a seis meses 3,7% en 1999, los tipos de cambios reales se mantienen constantes, al nivel de su promedio 18 de julio y 14 de agosto 1998; en la evaluación interina la fecha de determinación de las tasas de cambio es el Octubre 19 a Noviembre 4, el precio del petróleo se subió a 13.39 US\$ en 1998 siendo el mismo que antes en 1999, 14.51 US\$ y la tasa de interés LIBOR se ha reducido a 5.5% en 1998 y 5.0% en 1999.

OECD: el precio del petróleo para la importaciones de la OECD se estima en 13.00 US\$ por barril durante la segunda mitad de 1998 para después subir a un promedio 13.75 US\$ en 1999; el precio de los demás productos básicos declinan 11% en el segundo semestre de 1998 y otro tanto durante 1999, 2,75% en promedio para el año; todos los productos básicos posteriormente se mueven en paralelo con los precios de las exportaciones de manufacturas de la OECD; los tipos de cambios se mantendrán fijos a partir del 27 de octubre 1998 lo que implica 119 yenes por dólar y 1.66 DM; la política fiscal y monetaria se basa en declaraciones oficiales, la expectativa en cuanto la política fiscal es que sea levemente restrictiva en 1998 con pocos cambios en los años que siguen a excepción del Japón con su política expansiva; los recortes recientes de la tasa de interés de la Reserva Federal en los Estados Unidos han sido incorporados en las proyecciones lo que implica que la tasa de interés de que depende de la política gubernamental declinaría 50 puntos básicos en 1999, las tasas de corto plazo en el Japón se mantendrían muy bajos y en la UE convergerían hacia el nivel de la tasa alemana; supone que el BCE bajará la tasa de interés de corto plazo de 3.5% a 3% durante 1999 antes de elevarlos en 2000.

OFCE: estima que el precio del petróleo será de US\$ 13.4 en 1998 y de US\$ 14.2 en 1999 y el precio de las materias primas industriales bajaría 13% en 1998 pero tendería a estancarse en 1999 con una leve caída de 0.7%; las tasas de interés de corto plazo de tres meses serán de 5,5% en 1998 y 4.1% en 1999 en los Estados Unidos, en el caso de Alemania de 3,5% en 1998 y 3.5% en 1999 y para el Japón 0,7% en 1998 y 0,6% en 1999, las tasas de interés de largo plazo serán de 5,2% en 1998 y 4,1% en 1999 en los Estados Unidos, en el caso de Alemania de 4,5% y 4,2% en 1998 y 1999 y para el Japón 1,2% en 1998 y 0,7% en 1999, los tipos de cambios : DM/US\$ 1,75 en 1998 y 1,88 en 1999, en relación al YEN será de 135 yenes por dólar en 1998 y 133 en 1999 mientras que un euro equivaldría a 1,13 US\$ en 1998 y 1,24 US\$ en 1999.

IRES: estima que el precio de petróleo será de US\$ 13,5 en 1998 y de US\$ 15.8 en 1999 mientras que el precio de las demás materias primas bajaría un 13,1% en 1998 pero aumentaría un 8% en 1999; las tasas de interés de corto plazo de tres meses serán de 5,5% en 1998 y 5,1% en 1999 en los Estados Unidos, en el caso de Alemania de 3,46% y 3,40% en 1998 y 1999, las

tasas de interés de largo plazo serán de 5,28% en 1998 y 4,53% en 1999 en los Estados Unidos, en el caso de Alemania de 4,57% y 4,15% en 1998 y 1999, los tipos de cambios DM por US\$ 1,76 1998 y 1,54 el año siguiente.

CEE: estima que el precio de petróleo aumentará 4.5% en 1999 con respecto al nivel alcanzado en 1998 y un 7% en el año 2000; las tasas de interés de corto plazo de tres meses serán de 5,5%, 5,0% y 4,8% respectivamente en los Estados Unidos, en el caso de Alemania de 3,5%, 3,5% y 3,7% estos años; las tasas de interés de largo plazo serán de 5,4%, 4,8% y 5,0% respectivamente en los Estados Unidos, en el caso de Alemania de 4,7%, 4,5% y 5,0% en 1998, 1999 y 2000; una apreciación del euro de 4% en 1999; finalmente supone que no habrá cambios en la política fiscal y que las metas presupuestales serán cumplidas.

b) Conclusiones

A raíz de la crisis en Asia se observa que una desaceleración de la economía mundial que fue notoria en 1998; según las estimaciones realizadas por los distintos organismos el ritmo de expansión del PIB se redujo a prácticamente la mitad del nivel alcanzado en 1997. En 1999 se espera que la expansión se mantendrá en un nivel similar al de 1998. Es principalmente en los países en desarrollo, sobre todo en los de Asia, donde se observa la mayor desaceleración con una leve mejora en la perspectiva para 1999. El ritmo de progresión del comercio mundial se contrae aún más, sobre en los países en desarrollo y tampoco se espera que se acelere significativamente en 1999. Esta crisis se expresa también en la evolución de los precios internacionales tanto de las manufacturas como los productos básicos, y sobre todo del petróleo. La perspectiva de mediano plazo no prevé una pronta recuperación de esos precios aún cuando algunos productos que ha sufrido las consecuencias más bien de factores ajenos a la crisis puedan evolucionar más favorablemente.

La perspectiva económica mundial está determinada por la crisis asiática y las secuelas posteriores; actualmente predomina una gran incertidumbre en cuanto a una pronta recuperación en los países en crisis y la evolución de corto plazo. Los factores que implicarían avanzar hacia una recesión predominan sobre los que pudieran incentivar un mayor dinamismo en el crecimiento mundial. La crisis actual es distinta de las crisis previas en el sentido que tiene un fuerte componente deflacionario ligado a la caída del precio internacional de petróleo y de los productos manufacturados, que se estiman han sufrido una merma de 9% este año. Esto es el resultado de los cambios en los precios relativos ligados a las devaluaciones en los países asiáticos y algunos países de la región. En los países en desarrollo este efecto ha sido reforzado con las alzas de las tasas de interés y las políticas monetarias restrictivas que ha ido adoptando algunos países para contrarrestar las presiones surgidas sobre las divisas y las salidas de capital. En tal situación no hay mayor peligro inflacionario y, por lo tanto, se abren posibilidades más amplias para el manejo de la política económica. Así, en el contexto de cada país es posible considerar la aplicación de políticas fiscales menos restrictivas con el objetivo más bien de estimular el consumo y la inversión con miras a mejorar la perspectiva de crecimiento.

Lo que empezó como una crisis regional se ha expandido a otras regiones y abarca a un número de países cada vez mayor como indican los datos del reciente estudio del Banco Mundial ^{2/} y se levantan voces más críticas frente a la liberalización financiera y el funcionamiento del sistema financiero internacional. En esta situación está claro que el sistema financiero mundial presenta debilidades sistémicas fundamentales. En particular, está el hecho que los países en desarrollo se ven forzados, por el funcionamiento de los mercados financieros internacionales, a actuar de tal forma que las políticas que se aplican en momentos recesivos refuerzan las tendencias recesivas.

Uno de los principales destinatarios de estas críticas es el Fondo Monetario Internacional por recomendar políticas que operan en este mismo sentido. Así, se observa en los países asiáticos un efecto multiplicador en sentido contractivo que es producto de las recomendaciones de políticas del FMI, que al aplicarse simultáneamente en varios países amplifican las tendencias recesivas. A su vez estas se han transmitido al resto del mundo a través de los mercados financieros. Se observa de manera generalizada que los países que sufren este contagio y que reaccionan adecuadamente no cuentan con ayuda sino se ven en la obligación de aplicar políticas monetarias y fiscales restrictivas. Así, la evolución ha tenido consecuencias especialmente serias para los países emergentes y, entre ellos, para la perspectiva de crecimiento de las principales economías latinoamericanas.

En síntesis, la situación económica internacional es muy frágil e inestable con una perspectiva envuelta en un gran incertidumbre en el cual los mayores riesgos están ligados al sistema financiero internacional. Mientras no se logre poner limitaciones a los flujos de capital de corto plazo, que en algunos casos implica hacer marcha atrás en las reformas iniciadas en lo referente a una excesiva desregulación financiera, difícilmente se alcanzarán períodos de crecimiento estable y con tasas más elevadas en los países en desarrollo. Los países en desarrollo pueden tomar medidas en este sentido pero una reforma concertada a nivel mundial orientada a estabilizar los mercados financieros mundiales, regular los flujos de capital y reducir la especulación internacional es indispensable. De otro modo, crisis como la que ahora golpea la economía mundial seguirán manifestándose con mayor o menor frecuencia.

II. EL CONTEXTO INTERNACIONAL

La perspectiva de la economía mundial a casi año y medio de haberse iniciado la crisis en los países asiáticos aún permanece afectada por ésta y, además, se han ido agregando nuevos hechos. Así, la situación actual se puede calificar como una de las crisis más intensas desde que se abandonó el sistema Bretton Woods y se produjo el primer shock petrolero.

^{2/} Señala que en 36 países en desarrollo, que representan más de 40 del PIB de conjunto de los países en desarrollo y más de una cuarta parte de su población, el crecimiento del producto per capita será negativo en 1998, un incremento muy considerable con respecto al año pasado. (Ver, *Banco Mundial, op.cit.*)

Ahora la crisis no se limita a los países asiáticos: su carácter es más global ya, que, los efectos iniciales en esa región se han transmitido al resto de mundo por distintos canales ya sean financieros o comerciales. Estos operan en diversos sentidos: en algunos casos son positivos y en otros negativos. Por ejemplo la situación en Rusia, por un lado, afecta negativamente a los mercados financieros pero, por el otro, contribuye positivamente a estabilizar el precio del petróleo por sus dificultades de continuar produciendo y exportando, lo que favorece a los demás países exportadores; la caída de los precios en los mercados internacionales que afecta sobre todo a las materias primas, alivia las presiones inflacionarias en países como Estados Unidos o Reino Unido y facilita la reducción de las tasas de interés, pero en tiene un impacto negativo sobre la actividad económica en los países fuertemente dependientes de tales productos.

Los temores de una recesión mundial, que en algún momento se expresaron el año pasado, se fueron alejando durante la primera mitad de 1998, como lo refleja el hecho de que algunas proyecciones sobre el crecimiento mundial de corto plazo fueron revisadas al alza durante la primavera boreal. Sin embargo con el transcurrir de 1998, fueron aumentando las evidencias de que las economías asiáticas no se recuperaban, como generalmente se había previsto a fines de 1997 y a principios de 1998. Por lo contrario, se profundizó la recesión en esos países y, a partir del tercer trimestre, la crisis abarcó también al Japón. Además, a partir de julio de 1998 estas tendencias se reforzaron al agravarse la situación económica en Rusia, que se vio en la obligación de declarar una moratoria de su deuda externa. Como resultado se produjeron nuevas turbulencias financieras, las que afectaron fundamentalmente a los otros mercados emergentes, en particular a los de América Latina, aunque tampoco escaparon las bolsas en los países más avanzados. Es decir, este segundo impacto operó principalmente por la vía del canal financiero, sobre todo a través de acceso al y costo del financiamiento externo y con un efecto inmediato sobre las bolsas de valores.

a) *Se prolongó la crisis y se revisaron las previsiones.*

El impacto de esta crisis sobre la economía mundial no parecía ser de envergadura mayor a principios de 1998. Reinaba entonces un clima de relativo optimismo en cuanto a una superación de la crisis por parte de los países asiáticos a medida que avanzara el año. En algunos casos las previsiones para el año fueron revisadas al alza para volver a reducirlas en el correr del año, los gráficos N° 1.1 del Anexo ilustran las revisiones que fueron realizadas con respecto al crecimiento del PIB mundial y de los países industrializados entre octubre del 1997 a octubre 1998. 3/ Como se puede ver, desde que se declaró la crisis en octubre de 1997, el impacto total sobre el PIB mundial en 1998, comparado con el crecimiento previsto antes de la crisis, se traduce en una reducción de su crecimiento en 1,5 % según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) y 1,2% según las del proyecto LINK. En el caso de las economías industrializadas el impacto negativo sería menor, de 0.5% según OECD y LINK pero 0,9% según las estimaciones del FMI. Cuadros 1.1 y 1.2 del Anexo resumen as proyecciones de los distintos organismos; el crecimiento mundial sería cercano al 2% en 1998 y existiría una recuperación en 1999 que lo situaría entre 1,8% a 2,7% % según las distintas fuentes, es decir un rango bastante

3/ Las revisiones más recientes del FMI se resumen en el Cuadro 1.2 del Anexo.

amplio, el que se explica en buena parte por la incertidumbre que caracteriza la perspectiva actual.

b) *Un clima de incertidumbre.*

Las recientes turbulencias financieras ensombrecen el crecimiento no solo en los países asiáticos en crisis. Al expandirse a otras economías emergentes también amenaza la perspectiva de los Estados Unidos y Europa, dos regiones cuyo crecimiento hasta ahora ha sido sólo marginalmente afectado por la crisis y, en consecuencia, también aleja aún más las posibilidades de pronta recuperación del Japón. Todos los estudios relacionados con las proyecciones, que estamos comparando, reflejan esta incertidumbre al hacer hincapié en una serie de factores de riesgo que alterarían negativamente la perspectiva que proponen. Por un lado hay riesgos de una profundización de la crisis relacionados con factores que impactan, sobre todo, en los países emergentes y otros que se transmiten por distintos canales a los demás países.

En cuanto a acontecimientos en los países emergentes los distintos factores de riesgos, que se mencionan en los estudios analizados y que actuarían con mayor o menor énfasis, se sintetizan en lo siguiente:

- **choques financieros** adicionales en Asia; estos se producirían en caso que fracasaran los esfuerzos de reestructuración de la banca del Japón o si cayera su demanda interna, lo que se traduciría en presiones sobre el yen en favor de una nueva depreciación y podría, por ende, iniciar una nueva ola de devaluaciones competitivas;
- **un efecto de contagio proveniente de Brasil**, el que se originaría en una fuerte depreciación de su divisa con lo cual se revierte la tendencia estabilizadora de los precios alcanzada en los últimos años e impactaría en sus principales socios comerciales y entidades financieras con intereses en Brasil y en la región latinoamericana;
- **una intensificación de los problemas políticos y sociales** en los países asiáticos, que se traducen en protestas populares;
- **devaluaciones en Hong Kong y/o China**, las que también incentivarían devaluaciones competitivas;
- **la menor demanda por importaciones en los países emergentes** se prolongaría y produciría menores ingresos de exportación, relacionados tanto con la reducción de la demanda como con la merma de precios, además con las altas tasas de interés que afectan el acceso al crédito para la exportación.

En cuanto a los riesgos que afectarían en forma más directa a los principales países desarrollados se resumen en:

- **ajustes para absorber desequilibrios comerciales**, producidos por los acontecimientos más recientes de la crisis y sin aún expresarse plenamente; al intensificarse podrían incentivar la aplicación de medidas proteccionistas;

- **adicionales turbulencias financieras**, sobre todo si la situación de los activos japoneses se deteriora aún más o si los bancos reducen sus operaciones internacionales;
- **carteras vencidas bancarias subestimadas**, a causa de la falta de transparencia en los mercados financieros, sobre todo en las economías emergentes y en el Japón;
- **una evolución de la confianza muy impredecible**, ésta se ha visto negativamente afectada por los acontecimientos más recientes, así como por la profundidad y larga duración de la crisis asiática;
- **la evolución de las tasas de cambios**, en particular la depreciación reciente del dólar, que ha aumentado la preocupación por el deterioro en la ventaja competitiva adquirida por empresas y por exportadores europeos y japoneses en los últimos años, y ha afectado la perspectiva de recuperación del Japón;
- **nuevas caídas en las bolsas**, lo que pareciera ser altamente probable como se analizará más adelante.

Todos estos factores actuarían con mayor o menor énfasis en los distintos países; algunos se limitan a unos pocos países mientras que otros tienden a generar efectos dominó y también interactúan entre ellos de manera que en ciertos casos se refuerzan y en otros se atenúan. Por ejemplo, todos los países de la OECD mantienen importantes lazos comerciales con los países emergentes asiáticos, pero el efecto de una menor demanda por importaciones en los países emergentes sería menos grave para Europa que para los Estados Unidos. Esto se debe al hecho que el peso de las exportaciones hacia esos mercados varía, según los países, entre 3 y 5% del PIB; Rusia y Europa del Este son de mayor importancia para los países de la Unión Europea y América Latina para los Estados Unidos. Sin embargo una importante desaceleración en los Estados Unidos afectaría el comercio exterior europeo.

La depreciación de las monedas en los países emergentes aumenta su competitividad y por ende su participación en los mercados; sin embargo la mayor competitividad de los países latinoamericanos y los de Europa del Este no afectaría significativamente a Europa y los Estados Unidos por la composición de sus exportaciones. Igualmente, precios bajos de productos básicos, incluyendo el petróleo tienen un efecto estabilizador en los países importadores como lo son los países industrializados. No obstante al reducir fuertemente los ingresos en los países exportadores de materias primas, como lo son en su mayoría los países en desarrollo, disminuye su capacidad de importación y por lo tanto también su capacidad de crecer más. Tal situación, a su vez, limita la capacidad de servir su deuda externa. El efecto neto para los Estados Unidos y Europa podría llegar a ser negativo.

El efecto de las turbulencias financieras se relaciona por una parte con los créditos a los países emergentes. Del total de préstamos de los bancos japoneses a las economías emergentes, 265 mil millones de dólares, poco más del 90% se ha destinado a los países asiáticos. Los bancos europeos han otorgado créditos considerables en las tres áreas más afectadas por la crisis (Asia, América Latina y Rusia) en total poco más de 600 mil millones de dólares y los Estados Unidos unos 116 mil millones de lo cual más de la mitad a América Latina. En el caso de los países

Europeos tales préstamos generalmente cuentan con garantías públicas. Así, aún cuando un 40% del total prestado a Rusia corresponde a los bancos alemanes, una parte considerable cuenta con garantías del gobierno. De este modo, aunque se agrave la situación fiscal alemana a causa de la moratoria Rusa, el impacto macroeconómico sería irrisorio.^{4/} Cabe destacar que en la mayoría de los países en desarrollo sólo se cuenta con información sobre la situación financiera del sector bancario y poco o nada sobre las demás instituciones financieras. Tampoco hay información sobre los montos de operaciones en mercados secundarios o otros arreglos no incluidos en los balances bancarios. Esto significaría que los problemas en estos países están subestimados y al conocerse más detalles podría producirse nuevas turbulencias financieras.

Por otra parte una presión hacia la baja en los valores de las bolsas afectaría la economía real por distintas vías. Una de ellas es llamado "*wealth effect*" por el cual al reducirse la riqueza los hogares consumen menos; otra vía son las menores inversiones ya que menores precios de las acciones implican mayores costos de capital, una tercera vía es la posibilidad de un "*crédit crunch*" en la medida que los menores precios de las acciones afecten el capital de los bancos, situación que podría darse en Japón o Europa, pero no afectaría a los bancos norteamericanos que no se capitalizan en base a acciones. El efecto es en todo caso difícil de evaluar. Otro efecto de la caída de las bolsas vendría de eventuales garantías en base a acciones que se hayan ligado al otorgamiento de créditos y cabe temer que los bancos reaccionen ante los mayores riesgos a nivel global reduciendo su oferta de crédito al sector privado.^{5/}

La caída de las bolsas en los Estados Unidos y Europa puede tener un efecto negativo sobre el crecimiento si efectivamente los consumidores aumentan el ahorro y reducen gastos a causa de la menor riqueza ligada a sus tenencias de títulos privados. Este efecto sería mayor en los Estados Unidos por el hecho que los europeos tienen una menor proporción de ahorros en forma de acciones, con excepción del Reino Unido, y que las inversiones de las empresas europeas son en gran parte auto financiadas. Se ha estimado que con cada 20% que se reduce el precio de las acciones se disminuye en un 0.6% el PIB durante dos años por el menor consumo que acarrea.^{6/} Los Estados Unidos es más vulnerable que los países europeos a las caídas de las acciones; se estima el total de tenencias en acciones en 1997 equivalía al 143% del ingreso disponible. En el caso de Alemania y Francia éste no supera 20%; en Japón e Italia es cercano al 25 %; la excepción es Reino Unido (75%). Las ganancias de capital representaba en 1997 en el caso de los Estados Unidos 35% del ingreso disponible, mientras que para los demás países es inferior al 10%, destacándose Japón para el que esta relación fue negativa.^{7/}

Parece, sin embargo, difícil evaluar el "efecto riqueza" ya que por un lado depende de lo que los hogares perciben como niveles deseables de riqueza y por otro no parece haber consensos con respecto a una eventual crisis bursátil y sus consecuencias. Hay analistas que sostienen que

4 / OECD: *Economic Outlook*, N° 64, Preliminary versión, dic. 1998, pág. 22-23.

5/ Ver IRES: *Service de Analyse Economique*, Sept. 1998

6/ Ver OECD, Op.cit., Chapter V.

7/ Datos del Economist, Sept. 19-25, 1998.

no obstante una merma en las ganancias, al disminuir el valor de las bolsas, los movimientos de capitales de largo plazo no se interrumpen. Al enfrentarse con un menor rendimiento en los mercados de obligaciones por las bajas de las tasas de interés y al huir de la situación de crisis en los mercados financieros emergentes, esos capitales tendrían que retornar a los mercados de acciones. El hecho que la evolución de las bolsas de los Estados Unidos ha sido más favorable que la de Europa está ligado a los fondos de pensiones, los que compran acciones aún cuando las ganancias de las empresas que cotizan se han estancado.^{8/}

En cuanto a los riesgos internos de los principales países avanzados, lo que ocurre con la reestructuración del sistema bancario del Japón es un factor clave al encontrarse su economía prácticamente en un círculo vicioso. Es decir, si no se logra reestructurar la banca japonesa y no se recupera la confianza, esto dificultaría, un aumento en la demanda y, por ende, un mayor crecimiento de la economía; actualmente faltan evidencias de una pronta recuperación; es más, el informe de noviembre del Banco del Japón muestra como los desempeños negativos de la producción, del ingreso y del gasto se refuerzan mutuamente, de manera que la situación económica sigue deteriorando.

En cuanto al rol de la confianza, es interesante rescatar los argumentos de un reciente artículo de Profesor Krugman. Hace hincapié en las diferencias entre las políticas que aplican los países desarrollados para salir de una recesión y las que las instituciones de Washington, como el FMI, imponen a los países en desarrollo como condicionantes para otorgarles ayuda financiera. Por ejemplo, en 1992 los Estados Unidos enfrentaron la recesión con bajas de las tasas de interés y los países europeos, en la crisis del SME, respondieron con éxito con devaluaciones de sus divisas. Sin embargo, en el caso de Brasil, a pesar de que se considera que el real está sobreevaluado, la recomendación es de no devaluar sino de aumentar las tasas de interés y, tal como en el caso de los países asiáticos, aceptar una recesión más profunda. La razón detrás de esta inconsistencia está en los llamados "ataques especulativos autocumplidos", los que, como lo demuestra la realidad de los años 90 en América Latina y Asia, ocurren. Es decir, la pérdida de confianza en un país dado puede provocar una crisis al producirse grandes salidas de capitales hasta un punto en que la pérdida de confianza se justifique. Esta situación es producto de la liberalización financiera que ha contribuido a aumentar la liquidez internacional, la que significa que mientras los capitales se mueven libremente los países son vulnerables a los ataques especulativos. Por lo tanto, mientras no se limita esta libertad, las fuerzas de los mercados financieros obligarán a los países en desarrollo a aplicar políticas que agraven las recesiones.^{9/}

En resumen, los riesgos potenciales que suscitaron los hechos recientes en los mercados financieros son múltiples y en conjunto tendrían un efecto depresivo sobre todas las economías del centro si llegasen a realizarse. La situación económica internacional es muy frágil, especialmente en el plano financiero. Si los países emergentes, como Rusia y Brasil a parte de los asiáticos, no superasen sus dificultades, y éstos se agraven, las consecuencias para los países

8 / Ver: l'OFCE: Débat sur les perspectives, Revue de l'OFCE, N°67, Oct. 1998.

9 / Véase: P. Krugman, The Confidence Game, en The New Republic, Oct. 5, 1998

ricos pueden ser mucho más graves de las que hasta ahora se han manifestado y habría peligro de entrar en una recesión más generalizada en 1999.

III. PERSPECTIVA DE LOS PAÍSES DESARROLLADOS

Hasta ahora los países industrializados, con excepción del Japón, son los mercados menos afectados por la crisis, pero se estima que la perspectiva está empeorando ligeramente; la tasa de crecimiento del PIB llegaría a 2.0% en 1998. Esto significaría una reducción que supera medio punto con respecto al año pasado. En 1999, estos países crecerían en su conjunto a una tasa algo inferior al dos por ciento, entre 1.5% a 1.9%. (Ver Anexo cuadro n°1.1) Esta perspectiva, más sombría, guarda una estrecha relación con los efectos recesivos en sus mercados externos; se estima que en 1998 la tasa de crecimiento en volumen de las importaciones de los países avanzados se reduzca a la mitad en el caso de las importaciones y algo más en el caso de sus exportaciones. Estos ritmos prácticamente se mantendrían en 1999. Según las proyecciones del LINK habría una notoria recuperación del comercio en 1999, producto de un gran dinamismo en el comercio europeo, una aceleración de las exportaciones norteamericanas y cierta recuperación del comercio en el Sudeste Asiático. El aspecto más positivo se observa en los niveles de inflación, que tienden a bajar o mantenerse estables, favorecidos por la tendencia deflacionaria mundial. Así se ha evitado que las presiones inflacionarias, que se empezaban a sentir en algunas de estas economías, se tradujeran en mayor inflación. (Ver cuadros N°1.1 a 4 del Anexo.)

a) *En los Estados Unidos se inicia la desaceleración*

La economía de los Estados Unidos, que lleva cinco años consecutivos de crecimiento, está funcionando a plena capacidad en una situación de muy bajo desempleo; éste se ha reducido a los niveles más bajos en esta mitad del siglo; se observa también una tasa de inflación muy moderada. Durante 1997 se registró una aceleración inesperada de la tasa de crecimiento del producto, la que llegó casi a 4.0%. Este dinamismo continuó durante el primer trimestre de 1998, cuando se registró una tasa del 5.5.% pero durante el segundo trimestre la actividad económica se desaceleró notoriamente, creció sólo un 1.8%, situación que hacía pensar que se iniciaba un período de recesión. El crecimiento se recuperó nuevamente en el tercer trimestre, cuando alcanzó una tasa de expansión del 3,9%, no obstante podría ser que se inicia una fase de desaceleración de la actividad económica ya que tanto las exportaciones como las inversiones cayeron. 10/

El fuerte dinamismo a principios del año se explica por el vigor de la demanda interna, tanto del consumo privado como la inversión, acompañado por una alza notoria de las importaciones, en una situación en que por primera vez en cuatro años se contrajeron las exportaciones. Este dinamismo del consumo, que continua acelerándose desde fines 1997, es sorprendente y guarda relación con la baja en las tasas de interés de largo plazo y la valorización del patrimonio de los hogares a raíz de la progresión de la bolsa. El dinamismo de la inversión se

10/ Según BEA: Economic overview, Dic. 1998, en base a datos trimestrales del período anterior y ajustados estacionalmente.

basó en el sector de equipos de procesamiento de información; el sector externo fue así único elemento débil como resultado de la apreciación del dólar y del estancamiento de la demanda externa. Sin embargo, como las exportaciones sólo representan el 12% del PIB y el comercio con el Sudeste de Asia y con el Japón sólo un tercio del total exportado, el efecto de la crisis asiática no ha sido tan importante. Además se ha compensado con un mayor dinamismo en Europa y dentro del TLC; así se calcula que el efecto total podría haber reducido el crecimiento del PIB en 0.2 o 0.3 por cientos.^{11/}

El menor dinamismo durante el segundo trimestre se basa principalmente en dos hechos: en primer lugar, una fuerte disminución en el ritmo de acumulación de existencias, justificada por la revisión hacia la baja de la demanda, sobre todo en los mercados de exportación. En segundo lugar se registró una fuerte caída del crecimiento de las exportaciones, lo que indicaría que la crisis en el Sudeste asiático, la recesión japonesa y la depreciación de sus divisas se hicieron sentir sobre los mercados de exportación de las empresas norteamericanas. Es sobre todo la producción industrial, relacionada con una pérdida de competitividad en la industria manufacturera, la que ha visto disminuir su ritmo de expansión mientras que el vigor de la demanda interna, ligado más bien al consumo privado, ha compensado parcialmente el menor crecimiento causado por el entorno externo. Y la apreciación del dólar además ha estimulado la importación y por ende aumentado el déficit en cuenta corriente. Cabe, además, destacar, que los efectos de la huelga de General Motors se hicieron sentir durante el segundo trimestre. Frente a estos hechos las proyecciones indican que el PIB podría crecer entre 3.2 a 3.5% en 1998. (Ver Anexo cuadro 1.1 y 1.2)

Esta evolución de una incipiente desaceleración continúa; se ha reflejado, entre otro, en las reducciones en las tasas de interés, que se realizaron en tres etapas entre septiembre a noviembre de 1998 y que significó una baja total de 75 puntos básicos. Esas bajas estaban motivadas tanto por los riesgos que pesan sobre la economía mundial como por condiciones internas como tensiones en sus mercados crediticios como por temor a una desaceleración muy rápida en un momento en que la inflación se mantenía estable. La política monetaria es relativamente estricta y por lo tanto cabría esperar que el FED decida realizar nuevos ajustes a la baja el próximo año, al asumir, además, consideraciones sobre los riesgos y los efectos que tendría una recesión más generalizada a nivel mundial. Las condiciones para reducir aún más las tasas están dadas.^{12/} El tradicional déficit fiscal se ha convertido en superávit, por primera en los últimos 30 años, producto de las altas tasas de crecimiento en los últimos años. Esta situación permitiría reducir la deuda externa y además bajar las tasas de interés. En el mercado de bonos la tasa de largo plazo está bajando, es cercana al 5%, y las tasas hipotecarias han caído.

Durante 1998 el debate económico ha girado en torno a la posibilidad de mantener o no el ritmo de crecimiento alcanzado y si se estaría acercando a un punto de inflexión que implicaría el

11 / OECD, op. cit.

12/ Así lo anticipan los mercados financieros al esperar nuevas reducciones de hasta 40 puntos básicos en los próximos seis meses, según Ministerio de Finanzas de Francia: Note de Conjoncture Internationale, Dic. 1998.

inicio de una fase recesiva. En estas circunstancias las consideraciones sobre la política monetaria se han ido alejando de la idea de una política más restrictiva hacia un política más expansiva. La mayor incertidumbre en la perspectiva actual de los Estados Unidos se relaciona principalmente con los mercados externos, especialmente los mercados financieros. Como se observa en el cuadro nº 6.1 del Anexo los distintos organismos han incorporado reducciones adicionales en las tasas de interés en sus escenarios, de un mínimo de 50 a un máximo de 100 puntos básicos. Las proyecciones del Fondo se basan en el supuesto de que la Reserva Federal mantendrá la tasa de interés de corto plazo en el nivel observado a principios de 1998 pero indica que los efectos adversos de la crisis financiera podrían justificar un cambio de política monetaria tanto a nivel interno como externo.

Esta desaceleración debería continuar por lo menos hasta fines de 1999, debido a que no cabe esperar una recuperación en sus mercados externos más importantes como son América Latina, el Japón y el Sudeste Asiático; el aporte de las exportaciones sería nulo o negativo. Es probable también que la demanda interna pierda parte de su dinamismo sin continuarán debilitándose las bolsas con sus consecuentes pérdidas de riqueza. Cabe subrayar que las recientes caídas en las bolsas no se relacionan sólo con la situación en los países asiáticos y en Rusia sino también con el inusualmente prolongado periodo de expansión, el que ha hecho pensar a muchos analistas que las bolsas están sobrevaluadas, sobre todo las de los Estados Unidos como se analizará más adelante.

Las proyecciones coinciden en prever una intensificación de la desaceleración en 1999, pero varían considerablemente en cuanto a su ritmo; como se observa en el cuadro nº1.1 del anexo, el crecimiento previsto del PIB se situaría en un rango que va de 0.5% a 2.5% lo que significa una desaceleración mínima de 0.9 % y una máxima de 2.7%. Esta variación de las proyecciones es un reflejo de los muchos factores de riesgo negativos arriba mencionados, que han ido aumentando durante 1998, y que se relacionan principalmente con los mercados financieros.

La proyección del OFCE es la más pesimista. Considera que a la contribución negativa del comercio se ha agregado un deterioro en el acceso al financiamiento de ciertas empresas; éstas o bien tienen dificultades en obtenerlo, o bien éste se ha encarecido. Además, al efecto riqueza incorpora la diferencia entre las plusvalías realizadas en el pasado, que son las que han sostenido el consumo hasta ahora, y las menores plusvalías actuales, las que invierten este efecto y a lo cual se agrega también una depreciación bursátil. Todo ello se conjugaría para llevar la economía a una recesión a fines de 1998 o principios de 1999, aunque el crecimiento para el año 1999 llegue a ser levemente positivo. Esta evolución, sin embargo, no representaría la secuencia lógica de recesiones anteriores ya que las causas actuales están ligadas a factores explicativos de carácter más bien psicológico y financiero.^{13/}

13 / OFCE: op.cit.

Las proyecciones de la OECD también suponen una desaceleración bastante marcada en la primera mitad de 1999, producto de la reacción tanto de las empresas como de los consumidores frente a las caídas de las ganancias en 1998; éstas menores ganancias inducen a los hogares a subir el ahorro al mismo tiempo que los ingresos disminuyen y las empresas reducen sus inversiones. La OECD estima que las ganancias crecerán a una tasa menor del 5% en 1998, siendo necesario un ritmo de 10% para garantizar que el valor de las acciones se mantenga. 14/ El Fondo Monetario, cuya proyección es menos pesimista, hace hincapié en la persistencia del efecto negativo que proviene del sector externo y en la caída de los precios de las acciones. Esto último tendería a un mayor ahorro en desmedro del consumo. No obstante, señala que la “huida hacia la seguridad” se traduce en bajas en las tasas de interés de largo plazo, lo que tendría un efecto positivo sobre el consumo en una situación de mercados laborales estrechos con tendencias de alzas en los salarios.

Las mejoras en los salarios no se han traducido en signos de inflación, ya que han sido contrarrestadas con caídas en los precios de los productos básicos, especialmente del petróleo, y la depreciación reciente del dólar; ambos han contribuido, tanto del lado de la demanda como de la oferta, a aminorar las presiones que habían comenzado a surgir. Sin embargo, a pesar de menores precios al productor se observa cierta desaceleración en el crecimiento de la productividad. Dada esta situación, en todas las proyecciones se prevé que la tasa de inflación continúe su tendencia descendente en 1998, ubicándose en torno al 1% pero aumentaría levemente en 1999 al 2% o algo superior. (Ver cuadro n° 3 del Anexo)

Un indicador que generalmente se analiza para determinar si una recesión se aproxima o no es la tendencia del diferencial entre la tasa de interés de largo y la de corto plazo. Con la erosión de los mercados bursátiles se observa en los Estados Unidos una tendencia a la baja de la utilidad relativa de las acciones frente a los bonos, lo que sería un indicio de que la actividad económica tiende a desacelerarse o que una recesión se acercaría.15/ Sin embargo, hay razones para interpretar esta situación de una manera distinta. Efectivamente han bajado las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro pero el “*spread*” entre éstas y las tasas de interés de corto plazo ha aumentado, pero esto es, más bien, el resultado de una mayor preferencia por los títulos públicos y no de una degradación de las emisiones privadas. Otros hechos, que cabe considerar para evaluar la perspectiva y que operarían en un sentido positivo, son: la evolución del sector servicios la que podría compensar una menor actividad industrial; los efectos favorables de la deflación sobre el poder de compra y los importantes márgenes de maniobra del presupuesto del gobierno.16/

Además de los riesgos que provienen de la situación de la economía mundial, existe el peligro de que las empresas, que continúan endeudándose para invertir en un momento en que su

14/ OECD, op.cit.

15/ Ver: IRES, op.cit. pág. 14.

16/ Ver: Revue de l'OFCE: Débat sur les perspectives, pág.144.

rentabilidad esta declinando, se enfrentarán con menores “*ratings*” frente a posibles acreedores y por lo tanto, tendrán condiciones financieras más adversas. Si al mismo tiempo una caída en las bolsas desmorona la confianza de los consumidores, las importaciones se reducirían y la economía se encaminaría hacia una recesión. Aún cuando tasas de interés más bajas contribuyen a estabilizar esta situación, tienen un efecto contrario sobre la tasa de cambio que reactivaría las presiones inflacionarias. Por otro lado si el efecto riqueza no se traduce en menor consumo la desaceleración sería menor.

b) *Y en Europa se afirma el crecimiento*

En 1997 el dinamismo europeo provenía mayormente de sus exportaciones. Durante 1998 se produce un notorio cambio ya que la demanda interna europea demostró una fuerza que no se había visto desde principios de los años noventa. Este cambio guarda relación con un mayor consumo privado, que se ha visto favorecido por la desaceleración de la inflación, por las bajas tasas de interés, por avances lentos pero progresivos del nivel de empleo y, en general, por un clima de mayor confianza. Esta situación se ha traducido también en una mayor demanda por inversiones, que se ha visto beneficiada por una alta rentabilidad del capital, un crecimiento de la productividad a un ritmo mayor que el de los salarios reales y los bajos precios del petróleo y de otros productos básicos. El aporte del sector externo al crecimiento se hizo negativo a mediados de año (-3%) pasando el impulso más bien al consumo interno y a las inversiones. No obstante, cabe recordar que el grueso del comercio es intrarregional; al excluir esta parte del total exportado este llega a un monto de comercio similar al de los Estados Unidos en términos de su participación en el PIB. Por lo tanto su efecto sobre la actividad económica no es tan importante. No obstante la degradación externa tanto comercial como financiera tendrá un impacto total sobre el producto de -0.6% en 1998 y de -0.8% en 1999, según datos del OFCE.

Por otro lado en 1997 casi todos los miembros de la Unión Europea aplicaron políticas fiscales restrictivas; se estima que éstas disminuyeron el crecimiento del PIB en un punto para el conjunto de países ese año.^{17/} Según el OFCE, en 1998 y 1999 la política fiscal ha jugado y continuará jugando un rol más expansivo, dadas las menores tasas de interés y la recuperación económica que mejoran los balances públicos. No obstante, señala que el BCE y la Comisión Europea insisten en que los países continúen con sus esfuerzos por reducir los déficits fiscales independientemente de la coyuntura.

Actualmente, las tasas de crecimiento proyectadas del PIB para la UE fluctúan entre 2.6% a 2.9% para 1998 y se prevé una leve desaceleración en 1999, para ubicarse en el rango de 2.2% a 2.5% para estos países en su conjunto. Así, la Unión Europea sería una de las regiones de mayor dinamismo actualmente, incluso superior al promedio mundial. (Ver cuadro n° 1.1 del Anexo). Es decir, se registra un crecimiento similar al que se observó durante la corta recuperación en 1994. El OFCE destaca que al contar con factores favorables como tasas de inflación más estables, actualmente no se justifica poner el saneamiento de los presupuestos

17/ Ver: el OFCE. op. cit

fiscales como una primera prioridad. Observa que el crecimiento está más ligado a la demanda interna. No obstante, la depreciación del dólar y la estabilización de los niveles de las tasas de interés llevarán probablemente a políticas monetarias menos expansivas. En su opinión el problema más delicado en Europa es la falta de un liderazgo, lo que se expresa claramente en que el BCE no desea ni es capaz de reducir netamente las tasas de interés para estimular el crecimiento, lo que constituye una clara necesidad. Por otra parte señala que aparentemente no hay aún unanimidad sobre la necesidad de controlar los sistemas bancarios y financieros.

El optimismo que se refleja en las proyecciones del IRES se relaciona en buena parte con un crecimiento sostenido de la inversión. Esta será impulsada por la consolidación de la demanda interna, niveles más altos de utilización de la capacidad instalada, menores tasas de interés de largo plazo y por las necesidades de equipamiento adicional que impone la introducción del euro y la llegada del año 2000. Además, suponen leves mejoras en la situación económica del Sudeste Asiático y del Japón que se traducirán en mayores exportaciones europeas. Al desaparecer la incertidumbre relacionada con las divisas europeas reemplazadas por el euro, se estimulará también el comercio intra-europeo. Entre los aspectos desfavorables destaca el menor crecimiento en los Estados Unidos, la depreciación del dólar frente al euro y la perspectiva poco favorable en Europa del Este y América Latina. No obstante, los efectos positivos predominarán sobre los negativos.

El comercio exterior de bienes se ha desacelerado en 1998 y esta tendencia continuaría en 1999, lo que se ve compensado levemente por una expansión en la venta de servicios; la inflación continua desacelerándose, las tasas esperadas son inferiores al 2% para el conjunto de países aun cuando algunos superan claramente este nivel; estos valores se mantendrán o bajarán levemente en 1999. El hecho más positivo, sobre todo desde la perspectiva europea, es la tendencia declinante que se proyecta para el desempleo en todos los países en los próximos años; según datos de la Comisión Europea, la tasa promedio de desempleo se reduciría desde 10.7% alcanzados en 1997 a 9% en el año 2000. Según OECD llegaría a 10.8%.

Los problemas producidos en el mercado de acciones por los acontecimientos en Rusia han tenido menor impacto que los acontecimientos en Asia por varias razones. Por un lado, el comercio con Asia tiene un peso relativo mayor mientras que las exportaciones a Rusia sólo representan 1.3% del total exportado por Europa, siendo los países más afectados Finlandia (15%) y Grecia (8%). La situación es similar en el caso de los países de Europa del Este que exportan en promedio solo un 4,5% del total a Rusia. En cuanto al sistema bancario europeo sólo un 0.6% de los préstamos totales en el exterior corresponden a Rusia, comparado con 4.5% destinado a los países asiáticos, y son más bien de largo plazo; Alemania y Austria tienen un porcentaje mayor pero están con garantía del gobierno "*taxpayer pays*".^{18/} Las bolsas europeas, que registran una parte considerable de inversionistas institucionales, estaban sobrevaluadas y las caídas recientes, por importantes que sean, han significado restablecer los niveles de fines del año pasado. Las caídas de la bolsas, en general, se han traducido en caídas de las tasas de interés

18/ Según datos presentados por la EU en reunión del LINK, Sept. 1998.

y alzas de los valores de los bonos, situación que no presenta tanta importancia desde la perspectiva europea como desde la norteamericana. Los hogares en los Estados Unidos mantienen una proporción mayor en bonos que los europeos, es decir el efecto riqueza no es tan importante para estos como lo es en el caso de aquellos como ya vimos.

Con la introducción del euro cabría esperar una mayor liquidez financiera internacional ya que se reducen las necesidades de reservas de monedas al eliminarse el pago en monedas nacionales. Además, la liberación de los capitales especulativos, que buscaban ganancias de corto plazo ligadas a las tasas de interés y los tipos de cambios europeos contribuirá, a una mayor liquidez, lo que tendería a reducir el costo del crédito y a beneficiar el acceso al capital. Frente a estas tendencias cabe esperar un euro fuerte. Así lo indicaría el hecho que sólo las monedas de los países europeos que no integrarán la Unión a partir de 1999 fueron objetos de ataques especulativos recientemente. Por consiguiente, el Banco Central Europeo contaría con un margen para llevar a cabo una política monetaria que favorecería una reducción de las tasas de interés. De hecho, las tasas de interés de largo plazo, que son las más relevantes para decisiones de política monetaria, ya muestran una caída, con lo cual disminuyen las diferencias con respecto a las de los Estados Unidos.

Según el FMI lo más apropiado para el BCE sería adoptar una política monetaria en línea con lo que hace el Gobierno alemán para que las tasas de interés de corto plazo converjan hacia el nivel más bajo del área, lo que implicaría bajas adicionales en el nivel promedio de las tasas de interés. La ausencia de presiones inflacionarias abre espacio para bajas adicionales en las tasas de interés claves o los "core rates" si, por un deterioro en las condiciones de los mercados externos, eso fuera necesario. Tal política no está libre de problemas ya que podría aumentar los riesgos de calentamiento en algunos países, una situación que es delicada dada la rigidez de los mercados laborales europeos, la falta de movilidad laboral y un margen limitado de transferencias públicas.^{19/} OECD plantea la necesidad de recurrir a la política fiscal en tales situaciones; pero en países donde la situación fiscal se ubica dentro de los límites fijados por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento un tal manejo no contaría con el apoyo político.

Sin embargo, todavía se desconoce cuál será la postura del BCE; si, para afirmar su reputación y crear confianza en cuanto a su compromiso con su mandato de salvaguardar la estabilidad de precios, emula al Bundesbank y sigue una política monetaria restrictiva con metas inflacionarias, la perspectiva empeoraría.

Esa falta de sincronización en la expansión de la actividad interna y la externa se refleja claramente en los indicadores de confianza que publica la Comisión Europea como parte de las encuestas, que realiza regularmente. Según estos indicadores, la caída de las bolsas prácticamente no tuvo impacto sobre la confianza de los consumidores y la construcción se está recuperando después de varios años difíciles. Distinto es el indicador de confianza del sector de las empresas, que llegó a su máximo a fines de primer trimestre del año en curso, lo que refleja las dificultades

19/ Ver FMI, op cit.

que están afectando al sector exportador.^{20/} Es difícil evaluar si los acontecimientos recientes en los mercados financieros afectarán esta recuperación y perspectiva más favorables pero las encuestas más recientes contienen algunos signos de cautela. Las turbulencias financieras y el deterioro externo más recientes aparentemente están debilitando las percepciones del empresariado y de los consumidores, siendo la reacción de los bancos frente a estos **hechos de difícil predicción.**

a) *Pero en el Japón aumenta la desconfianza*

La prolongada crisis en Japón, que comenzó en 1989 con el quiebre de la burbuja financiera y que significó caídas de precios de las acciones y pérdidas de capital por parte de los bancos japoneses, había mostrado ciertos signos de recuperación durante 1996 y a principios de 1997. Esta se apoyaba en una política fiscal activa y en una política monetaria expansiva. Sin embargo, la aplicación de los estímulos fiscales no se mantuvo de manera consistente y por un período suficientemente largo como para consolidar la incipiente recuperación. Así, se observa un crecimiento muy mediocre entre 1990 y 1997, de sólo 1,5% comparado con un promedio de 4% durante la década de los 80. Esto es el resultado de varios factores, que se retroalimentan, como el bajo crecimiento, problemas bancarios, crecientes déficits y deudas fiscales, la no recuperación de los precios de los activos y una profunda desconfianza de parte de los consumidores y el sector empresarial.^{21/}

Dadas las importantes relaciones comerciales y financieras que Japón mantiene con los países del sudeste asiático, la situación empeoró aún más al desatarse la crisis en esa región. Estos tenían prácticamente la misma importancia que los Estados Unidos para el comercio japonés, siendo también un importante destino para la inversión extranjera directa del Japón. Entre 1989 y 1995 el peso relativo en las exportaciones japonesas de esos países pasaron de 19% a 29% mientras que las importaciones provenientes de esos países se mantuvieron en más o menos el 18% del total importado por Japón. Paralelamente aumentaron también las inversiones extranjeras directas japonesas en la región, pasando los países asiáticos de un 12% del total invertido por empresas japonesas en el exterior a un 23% entre esos años.

Además, el total de préstamos del Japón a los países asiáticos alcanzaba US\$ 275 mil millones a fines de junio de 1997 lo que representa un 34% del total prestado a la región por parte de los bancos que reportan al BIS y casi el 8% del PIB del Japón.^{22/} Con excepción de los centros financieros (Hong Kong y Singapur) el grueso de los préstamos japoneses se concentra en los tres países más afectados por la crisis, Corea, Indonesia y Tailandia.

Estas relaciones contribuyeron al deterioro de la situación económica que se observa a partir de 1997. Al reforzarse mutuamente las dificultades económicas, la crisis se acentuó tanto

20/ Ver: European Commission: European Economy, N° 10, Oct. 1998.

21/ Ver: Para mayores detalles véanse: FMI, o.p.cit.

22/ Ver: NRI Quarterly- Spring 1998.

en los países emergentes de la región como en el Japón, que entró oficialmente en recesión a mediados de 1998, es decir el PIB cayó por tercera vez consecutiva el segundo trimestre (-3.2%). Dicho de otra manera, el Japón, sin ser el detonador de la crisis, ha seguramente jugado el rol de amplificador de ella a nivel regional y esto por varias razones: un retiro rápido de activos japoneses de los países del sudeste asiático, la desconfianza con respecto a la evolución del yen ha incentivado devaluaciones en cadena y la similitud de los síntomas de la crisis con la de sus vecinos ha probablemente alejado las esperanzas de una pronta recuperación.^{23/}

La situación económica en el Japón es grave y los esfuerzos por salir de la crisis no han dado resultados sino al contrario la situación se ha agravado. Durante 1997 el crecimiento del Japón se basó en las exportaciones, las que lograron mantener cierta dinámica por la devaluación del yen; las importaciones se redujeron fuertemente, registrándose paralelamente una desaceleración del consumo y caídas en la inversión, sobre todo la residencial. Durante 1998 continúa el “*credit crunch*”, los quiebres de bancos aumentan, las exportaciones caen y la confianza de parte de los consumidores en cuanto a la capacidad de recuperación sigue deteriorando. Informaciones del Banco del Japón para el tercer trimestre de 1998 indica que producción industrial cayó nuevamente, la inversión que se había reducido en 10% en el segundo trimestre se redujo en 1%, el consumo privado muestra signos de debilitamiento a pesar de la reducción del impuesto sobre los ingresos y las condiciones de empleo e ingresos han empeorado.^{24/}

Dada la combinación de un clima de gran desconfianza con una caída de las exportaciones, del consumo, una drástica reducción tanto de las importaciones como las inversiones, cercana al 8%, se estima que PIB registra una caída en 1998, el que se situará entre -2.2% a -2.7%.; en 1999 el crecimiento se recuperaría levemente, pero no superaría el 1.4%. Se apoyaría en un crecimiento positivo de las exportaciones algo superior a las importaciones; en el caso de las proyecciones del FMI se prevé una nueva caída pero más leve de las importaciones en 1999. Las proyecciones del LINK indican una nueva caída del producto en 1999, de casi un por ciento.^{25/} (Ver Cuadro 1.1 y 2 del Anexo)

El riesgo de que esta situación se agrave en las ya debilitadas economías de los países de la región es muy grande. El problema principal es el sistema bancario japonés y el peso de los préstamos de difícil recuperación, en una situación en que los planes de “rescate” anunciados por el gobierno japonés se implementan con lentitud y con fondos muy limitados. El monto total de deudas vigentes asociadas a la burbuja inmobiliaria llega a 100 billones de yenes (US\$740 mil millones de dólares) de los cuales el 30% o sea 222 mil millones de dólares se consideran irrecuperables; además, durante los últimos cinco años se han destinado a pérdidas unos 148 mil millones de dólares por este mismo concepto. Tales deudas han aumentado por causa de una

23/ Ver: el OFCE, op. cit.

24/ BOJ: Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments, 30 Nov. 1998.

25/ Ver: Según las proyecciones del LINK la recuperación solo se produce en el año 2000 mientras que en 1999 se registrará otra caída aunque menor (-0.9%)

interacción entre los mercados financieros y la economía real donde el proceso de restauración de los balances para cumplir con los requisitos del BIS, agrava aún más la situación de crisis. Así, se estima que el monto total de fondos públicos necesarios para sanear el sector bancario alcanzaría a casi 12% del PIB.^{26/} El Fondo Monetario, a su vez, estima que los préstamos con algún problema de recuperación representaban, en marzo de 1998, el 14% del PIB, basados en datos provenientes de una auto evaluación de los bancos.^{27/} Otras estimaciones, en base a cifras oficiales del marzo pasado, indican que el monto de préstamos “problemáticos” representaban 7% del PIB mientras que según los datos obtenidos de las autoevaluaciones de los bancos esta cifra se elevaría a 17.5% del PIB; analistas privados creen que podría ser aún mayor, 30% del PIB.^{28/}

La falta de transparencia con respecto a los balances de los bancos, sobre todo referente a los préstamos llamados “problemáticos” o de difícil recuperación, es un obstáculo para la reactivación; tal disparidad en la información fomenta la desconfianza de los agentes económicos, lo que a su vez tiene efectos perjudiciales sobre la demanda. Es decir, esta situación impide recuperar la confianza de los acreedores en general, lo que agrava aún más la situación de crisis. Como lo subraya el FMI es una situación que en estos aspectos contrasta con la experiencia de los países nórdicos para los cuales la transparencia era una condición previa para solucionar su crisis bancaria.

Una profundización de la recesión no se puede descartar dada tanto por el monto elevado de los fondos públicos destinados a resolver los problemas como por la lentitud de la acción oportuna por parte de la autoridades japonesa en una situación de creciente déficit y deuda fiscal. En la actual situación, Japón concentra su esfuerzo de recuperación en sus exportaciones mientras que la demanda interna no se recupera y la política monetaria, que ha dejado devaluar el yen y logrado fuertes reducciones en las tasas de interés, ha resultado inoperante. Así, se corre el peligro de incitar a devaluaciones competitivas en la región. Además persiste el riesgo de que los bancos e instituciones financieras se vean obligados a liquidar tenencias en dólares, una situación que reforzaría las turbulencias en los mercados financieros.

IV. PERSPECTIVA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO

Los países en desarrollo jugaron, hasta el año pasado, un rol importante en contrarrestar el bajo crecimiento que se observó en la mayoría de los países desarrollados, desde la crisis a principio de la década. Sin embargo, la coyuntura actual es distinta y los efectos de la crisis actual significan que registrarán, en su conjunto, una expansión de su producto similar a la mundial, de sólo 2% o algo más en 1998; es decir su tasa de crecimiento se reduce a menos de la mitad de la tasa alcanzada en 1997. Sin embargo se espera cierta recuperación en 1999; el crecimiento del

26/ Ver: C. Moriguchi, Getting Rid of the Japanese and Asian Financial Quagmires, LINK, sept. 1998

27/ Ver: FMI, World Economic Outlook, Oct 1998.

28 /Ver OECD, op.cit.

producto podría acercarse a 3.5%. La proyección del Banco Mundial es la más pesimista con una tasa de 2.7%; cabe destacar que esta proyección es la más reciente. La contracción del comercio de este grupo de países es muy marcada, sobre todo en el caso de sus exportaciones que casi se estancan este año pero se espera cierta recuperación en 1999 tanto de sus exportaciones como de sus importaciones. Esta merma de las exportaciones es producto tanto de la menor de demanda a nivel internacional como de la caída de precios de los productos básicos, particularmente del petróleo. Al reducirse los ingresos de exportación en muchos casos y al enfrentarse con dificultades para obtener financiamiento externo, muchos de estos países se han visto obligados a reducir sus importaciones o al menos a contener el crecimiento.

a) *La crisis financiera no afecta por igual a todos los países en desarrollo*

Entre este grupo de países, Africa es la región menos afectada. Sus tasas de crecimiento, tanto este como el próximo año, superan ampliamente el promedio mundial. Los países africanos están, en su mayoría, poco integrados en los mercados financieros internacionales y por lo tanto han estado poco expuestos al contagio financiero. Los efectos de la crisis provienen, sobre todo, de su comercio exterior y de las condiciones de acceso al financiamiento externo. Los países de Africa del Norte junto con los países del Medio Oriente son los más afectados por las consecuencias comerciales de la crisis, dada su condición de exportadores de petróleo; se estima que la caída de sus términos de intercambio es cercana al 25% lo que representa, a su vez, 7% del su producto. La perspectiva de recuperación se supedita prácticamente a la demanda mundial por petróleo y la estabilidad de los precios, la que en parte depende de los acuerdos de restricción de la producción en el marco de la OPEC. Para este conjunto de países el crecimiento sería de 2.0% en 1998 y 2.7% en 1999, pero para los exportadores de petróleo estas cifras se reducen a 0.5% y 2.0% respectivamente.^{29/}

En cuanto al resto de los países africanos la perspectiva es bastante más optimista, con la excepción de Sud Africa y Nigeria. Aún cuando los países africanos del sur de Sahara han sido sufrido las consecuencias del fenómeno climático del Niño, de caídas de precios para ciertos productos básicos (por ej. algodón, cobre, oro) y de guerras civiles; los efectos obviamente no han golpeado a todos los países por igual. Así, se estima que estos países crecerían 3.5% y 4.1% en 1998 y 1999, pero si se incluye a Sud Africa y Nigeria solo llegarán a 2,4% y 3.2%.

La región más afectada obviamente es Asia por el peso que representan los países en crisis en el total del producto de la región. Los países en crisis han sufrido un profunda recesión en 1998. En el caso de Corea se estima que el producto registrará una caída del 7% en 1998; El FMI prevé una nueva caída en 1999, -1.0%, mientras que tanto OECD como el Banco Mundial espera que se inicie la reactivación de la economía coreana en 1999, la tasa de crecimiento llegaría a 0.5% para el primero y 1.0% para el segundo. La excepción han sido las Filipinas que tuvo solo una leve caída de su producto en 1998; empero, junto con los otros tres países, Indonesia, Malasia e Tailandia, la merma del PIB se situaría estaría en el rango de 9 a 10% en 1998. Aún cuando se observan ciertos signos positivos, particularmente en términos de

^{29/} Datos del Banco Mundial, Op.cit.

superávits en las cuentas corrientes, que indicarían que la crisis tocó fondo, no se espera una pronta recuperación: su producto continuará cayendo el próximo año, entre 0.5 a 1.5%. Los principales obstáculos para una mejoría son la falta de dinamismo de la demanda externa dado el alto peso que representa el intra-comercio regional junto con los problemas en el sector bancario aún por resolver; estos últimos abarcan, entre otros, la construcción de la institucionalidad reguladora del sector que es una tarea de largo aliento. No obstante, esta perspectiva seguiría la trayectoria observada en otros países que han sufrido crisis bancarias.^{30/} (Véanse cuadro n° 1 y 2.)

b) *La vulnerabilidad de América Latina ensombrece la perspectiva*

América Latina es una de las regiones más afectadas por la crisis, la que se ha transmitido tanto a través de los canales comerciales como vía los mercados financieros, los que hicieron sentir su impacto rápidamente con las recientes turbulencias. Las proyecciones para la región en su conjunto estiman un crecimiento del PIB en 1998 en el rango de 2.0 a 2.9%, lo que significa reducir la tasa de expansión a casi la mitad con respecto al año anterior y empeora también la perspectiva de crecimiento para 1999. (Ver .n°1.1 y gráfico 1)

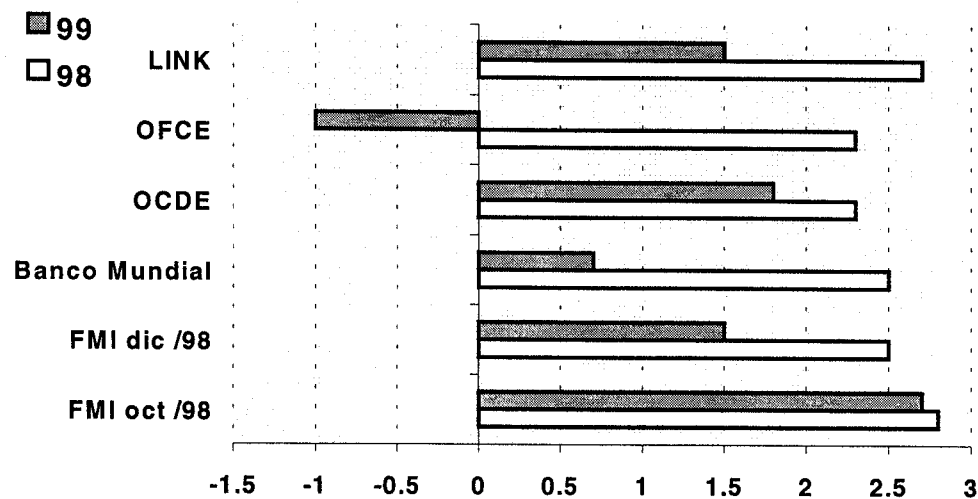
Como se observa en el gráfico, que ilustra las proyecciones realizadas entre octubre y diciembre de 1998, el rango para 1999 va desde un crecimiento de 2.7% a una tasa negativa de -1%. Esta última producto de una recesión en las tres grandes economías, Argentina, Brasil y México. Como lo subraya el OFCE, el "talón de Aquiles" de América Latina son sus divisas, las que, después de las devaluaciones en Asia, se consideran sobrevaluadas en varios países y muy vulnerables. La perspectiva para el próximo año depende por lo tanto de la evolución de los mercados de cambio, sobre todo el abandono el plan real de manera que se produzca un fuerte depreciación del real. Además sufren las consecuencias de los bajos precios de sus productos de exportación.^{31/} Un escenario más positivo requiere que un número importante de condiciones se cumplan como sería la implementación efectiva del paquete de estabilización en Brasil y de un menor gasto fiscal, además de la adopción de reformas constitucionales que permiten reducir el déficit fiscal. Asimismo, es necesario que Brasil, y probablemente también Argentina tengan acceso a suficientes fondos de apoyo y en concordancia con las expectativas del mercado.^{32/}

30/ Ver Banco Mundial y FMI.

31/ Véase: OFCE Op. cit.

32/ Véase: OECD, op.cit.

Gráfico 1
América Latina: Proyecciones del PIB según distintos organismos 1998 y 1999



Fuente: Cuadro 1.1 y 1.2 del Anexo

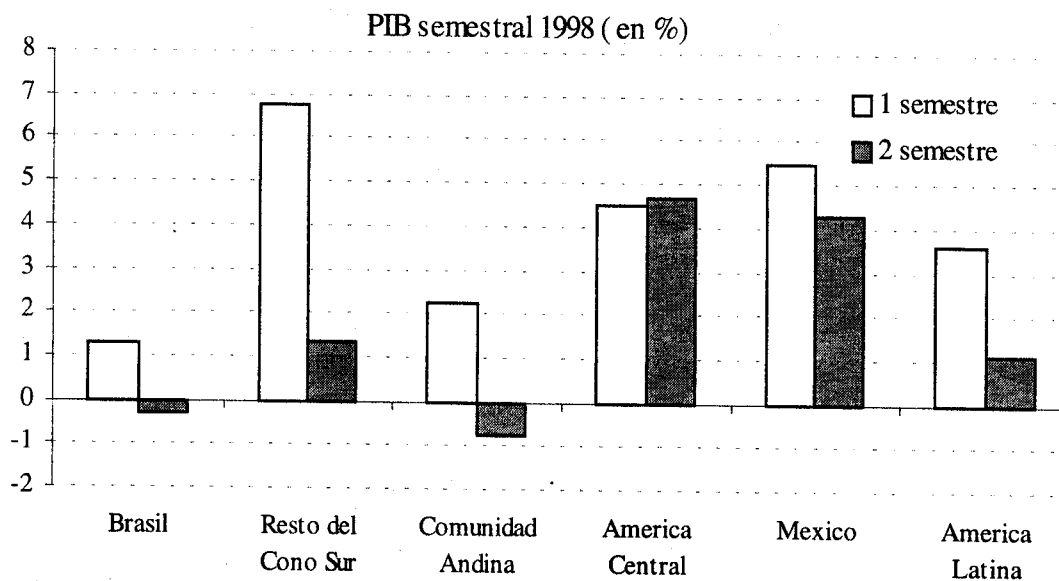
Antes de la crisis la CEPAL proyectaba para 1998 una tasa cercana al 4.5%, pero a la vez se advertía de la subsistencia en muchos países de fragilidades que afectaban a los sectores externo, fiscal y financiero. Se estaba así ante un escenario más positivo que el de comienzo de los noventa, pero con una acentuada vulnerabilidad en el contexto externo. Persistían diferencias entre países y junto a casos de éxito como Chile habían otros países que no lograban superar tasas potenciales de crecimiento del 3%.

c) ¿Que se espera para el año 1999 según CEPAL?

Durante en el último semestre de 1998 se ha hecho sentir la primera expresión de una desaceleración del crecimiento económico latinoamericano que en 1999, además, se verá afectado por los cambios en el contexto económico internacional a través de varios mecanismos. La región, como ya se ha dicho, venía operando en los noventa con una significativa entrada de capitales externos, que se acentuó a partir de 1996. En 1998, sin embargo se reduce a más de la mitad el flujo total de capital hacia los países en desarrollo comparado con 1997; para los países

latinoamericanos la entrada neta de capitales se reduciría en más de 10 mil millones de dólares o sea casi un 15%.^{33/}

Gráfico 2
América Latina: Crecimiento semestral del PIB en 1998



Fuente: CEPAL, División de Estadística y Proyecciones

Este brusco cambio de una situación a otra en que se hace difícil el acceso a los mercados financieros y en que la inversión directa extranjera altera significativamente su ritmo, obliga a una fuerte contracción de los apreciables déficits comerciales de la balanza de pagos. En este contexto las perspectivas de 1999 suponen una substancial reducción del crecimiento respecto de las tasas de crecimiento potencial de mediano plazo que la región venía mostrando en los años noventa. Es decir, el crecimiento económico de los países latinoamericanos se verá seriamente limitado en 1999 en un grupo importante de países por este deterioro del contexto económico internacional y por las consecuencias de las políticas que se han emprendido para enfrentarlo.

La caída del crecimiento económico en el este y sudeste de Asia y en Japón ha incidido sobre la demanda y los precios de las materias primas, lo que ha gestado una tendencia hacia un mayor desequilibrio de las balanzas comerciales de nuestra región. Ello no obstante que estas caídas han venido acompañadas de reducciones en los precios de los productos industriales y en

^{33/} La mayor reducción corresponde a los países asiáticos con una notoria salida de las inversiones no directas y de cartera, supera los 90 mil millones de dólares; véase FMI: *World Economic Outlook, Advance copy*, Sept., 1998, cuadro A8.

algunos casos del aumento del volumen exportado, lo que ha paliado en parte su efecto sobre la balanza comercial. No ha sucedido lo mismo con la situación fiscal, donde la reducción en los ingresos no se ha visto igualmente compensada. De estas circunstancias se ha derivado la necesidad de contraer la actividad económica para reequilibrar la balanza comercial y de introducir ajustes fiscales que afectan los programas sociales y también tienen un efecto contractivo.

Las consecuencias de carácter financiero de la crisis externa han sido tan o más importantes que las de carácter comercial. La abrupta subida en las tasas de interés externas que enfrentan los países que deben renovar préstamos o bonos han gestado incertidumbre, y se han traducido en ocasiones en ataques a los tipos de cambios. Las medidas defensivas de muchos gobiernos, que han incrementado las tasas de interés internas, han contribuido a acentuar las tendencias recesivas y conspiran contra la calidad de las carteras bancarias. Cabe recordar, sin embargo, que hay en la región países pequeños que no están insertos intensamente en la economía financiera internacional y que por consiguiente no han sufrido este tipo de efecto, y han mantenido un ritmo de crecimiento más o menos estable. A estos factores se han sumado en el caso de algunos países centroamericanos y caribeños los efectos de fenómenos climáticos que con seguridad afectarán el crecimiento económico y las exportaciones del último trimestre de 1998 y al menos el primer semestre de 1999.

El efecto combinado de lo comercial y de lo financiero llevó a que un grupo de países que venían teniendo un muy buen desempeño económico en 1997 y que lograron prolongarlo en el primer semestre de 1998 (aunque con desequilibrados externos crecientes), sufrieran una brusca desaceleración en el tercer y cuarto trimestre de este último año. Esta llevó la tasa de crecimiento a valores muy reducidos, e incluso negativos en los últimos meses del año.

El acuerdo logrado por Brasil con el Fondo Monetario Internacional debiera favorecer la tendencia a la reducción que vienen mostrando las tasas de interés con que se presta a los países latinoamericanos. No obstante ello, la incertidumbre de carácter general que está afectando a la economía internacional hace temer que esta reducción no se logre en los plazos que serían deseables para conseguir una rápida reactivación económica, especialmente en un marco de debilidad de los mercados de productos primarios exportados por la región.

Por los motivos expuestos, todo hace prever que el primer semestre de 1999 será muy desfavorable en términos de crecimiento económico y que la recuperación sólo podría iniciarse hacia el segundo semestre del año. Naturalmente, una prolongación de la incertidumbre internacional, un empeoramiento de la situación en Asia, o una reducción en el crecimiento económico de Estados Unidos y Europa, gestaría con toda seguridad una recesión económica en la región durante 1999. En la hipótesis de que esto último no tuviera lugar, el crecimiento de la región se acercará al 1 % en 1999 (véase el gráfico 1).

Una división en países y sub-regiones muestra diferencias significativas. **Brasil** enfrentará en 1999 problemas importantes en los frentes externo y fiscal, que de hecho están relacionados. En la medida en que las condiciones externas impongan la necesidad de tasas de interés internas elevadas, una deuda interna que a mediados de 1998 alcanzaba un 36% del PIB impondrá una carga financiera muy elevada, que fuerza a ajustes fiscales recesivos. Más aún, la permanencia de tasas de interés elevadas inciden en el comportamiento de inversión, y también en la solvencia de las empresas y de los bancos. Un elemento positivo para Brasil ha sido cierta mejoría en sus términos del intercambio, dada su condición de importador de petróleo. En definitiva, el marco que enfrenta Brasil hace esperar, en el mejor de los casos, un estancamiento económico, siendo más probable una contracción del producto en 1999.

Los demás países del Cono Sur (**Argentina, Chile, Paraguay y Uruguay**) también enfrentan desequilibrios en sus cuentas corrientes del balance de pagos, agravados por la situación brasileña. El menor crecimiento de 1998 no ha sido suficiente para reducir el déficit externo de ese año, debido en particular a un deterioro de los términos del intercambio (excepto en Uruguay). En Argentina y en Chile se han adoptado políticas fiscales restrictivas (sobre todo conteniendo el gasto), que en el caso de Chile respondían en gran medida a un menor ingreso fiscal derivado del bajo precio del cobre. En Paraguay, por su parte, se agregó en 1998 cierta inestabilidad política y dificultades de su sistema financiero. Considerando, junto a estos factores, la menor entrada de capitales, la subida de la tasa interna de interés y el freno en la progresión del crédito interno, es dable esperar una desaceleración significativa del crecimiento en esta subregión, que se ubicaría en torno a 2% en 1999, contra 4% en 1998.

Los países de la Comunidad Andina (**Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela**) han sufrido un deterioro importante en sus saldos externos durante 1998, con una contracción general de sus exportaciones, tanto por bajos precios (petróleo y minerales) como por pérdidas de volumen, derivadas del fenómeno del Niño (pesca y productos agrícolas). Pese a la contracción de las exportaciones, el valor de las importaciones siguió creciendo, principalmente durante la primera mitad de 1998, lo que traslada a los últimos meses de 1998 y a 1999 el peso del ajuste externo. Algunos de ellos (en particular Colombia y Ecuador) tienen déficits fiscales significativos y todos ellos están encarando ajustes fiscales. Estos ajustes reflejan la pérdida de ingresos fiscales provenientes del petróleo (Ecuador y Venezuela, en menor medida Colombia), y son una forma de reducir el desequilibrio comercial, a través de un enfriamiento de la economía y un decrecimiento de las importaciones, que se reflejarán en la persistencia de bajas tasas de crecimiento del PIB en 1999.

En el caso de **Venezuela**, también incide sobre el menor crecimiento esperado para 1998 y 1999 los compromisos de reducción de la producción petrolera asumidos en vistas a sostener el precio del petróleo. Dentro de la Comunidad Andina, dos países muestran un comportamiento diferente, que les permitiría crecer por encima del promedio de esa subregión: uno es el Perú, que en 1999 debería recuperarse parcialmente de algunos factores ajenos a la crisis internacional, como lo fue la corriente del Niño, que afectaron su producción y exportaciones en algunas áreas importantes durante la primera mitad de 1998. El otro es Bolivia, que se mantiene en gran medida alejado de

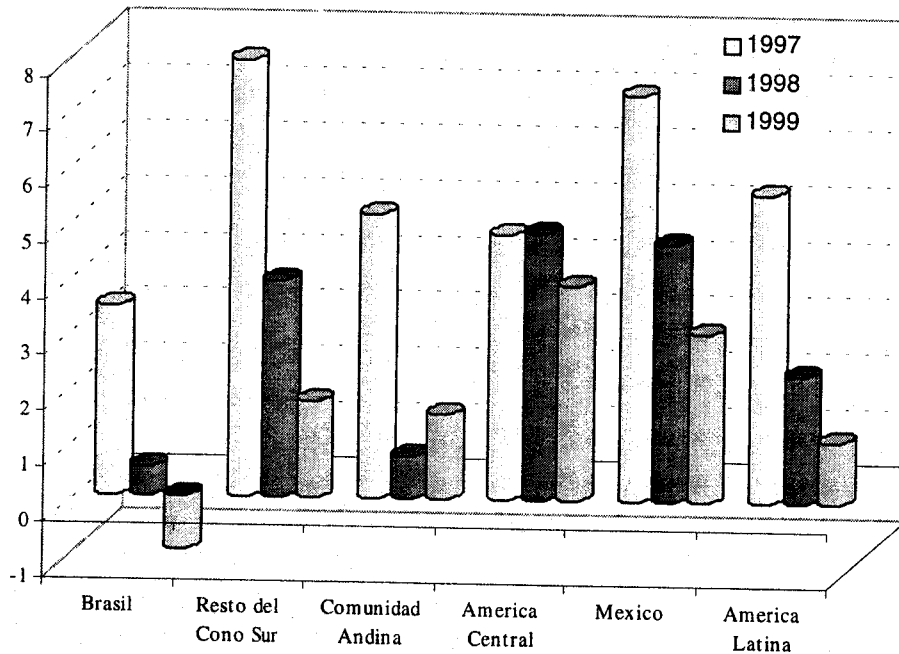
las turbulencias financieras internacionales y está absorbiendo una importante inversión en su infraestructura energética.

Los países de América Central (**Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua**), **Panamá** y la **República Dominicana** están entre los menos afectados por la crisis internacional, aunque podrían empezar a sentir algunos de sus efectos en su comercio exterior. En efecto, en la medida en que en 1999 pueden incrementarse sensiblemente las exportaciones manufactureras de los países asiáticos (algunos de los cuales aún no logran recomponer su capacidad productiva), es posible que las exportaciones de maquila a los Estados Unidos encuentren una competencia mayor. Para este grupo de países, se esperaba un crecimiento cercano al 4% en 1999, antes de sobrevenir la catástrofe natural que golpeó a Centroamérica a principios de noviembre. Las extensas destrucciones de infraestructuras y las pérdidas humanas y materiales hacen esperar un menor crecimiento en 1999, especialmente en Honduras, en una magnitud que en este momento es difícil cuantificar. Por ello, las proyecciones del cuadro 7 podrían modificarse sensiblemente en los próximos meses. 34/

Por último, México encara 1999 en un pie algo diferente al de otros países grandes y medianos de la región. Su desequilibrio fiscal es moderado, pese a los menores ingresos petroleros. Su déficit externo en cuenta corriente está en aumento, pero se mantiene en niveles bajos en términos de exportaciones (en 1998 llega a 11 % de las exportaciones de bienes, mientras que en 1994, antes de la crisis mexicana, era de 48%). La política del gobierno para enfrentar la crisis financiera internacional combina medidas fiscales, monetarias y cambiarias, sin cargar todo el esfuerzo del ajuste en una sola de ellas. Es así como han habido recortes presupuestarios, subidas de las tasas de interés y una devaluación del peso, pero ninguno de esos movimientos ha sido de gran amplitud. En especial, México se ha resistido a una defensa a ultranza del valor de su moneda, para evitar encontrarse nuevamente en un esquema macroeconómico como en el primer quinquenio de los años noventa. Consecuentemente, iniciará 1999 con un tipo de cambio más favorable para el sector externo, que combinado con un enfriamiento de la economía (que de cualquier forma, con un crecimiento de 3% en 1999, se situará netamente por encima del promedio regional) hacen esperar que el desequilibrio externo se mantendrá bajo control.

34/ Estimaciones recientes indican que el monto de los daños equivalen en los países más afectados, Honduras y Nicaragua, a la mitad de su PIB; Honduras tendría en consecuencia un crecimiento de negativo del 2 a 2,5% y Nicaragua un crecimiento nulo en 1999. LatinFinance, n°103, y Reuters 11/01/99.

Gráfico 3
América Latina: Tasas de variación del PIB en 1997, estimaciones para 1998
y proyecciones para 1999



Fuente: CEPAL, División de Estadísticas y Proyecciones Económicas

VI. LA INCERTIDUMBRE PROVOCA ESCENARIOS ALTERNATIVOS

En la coyuntura actual con cierto riesgo de una recesión generalizada, pérdida de confianza por parte los agentes económicos y la mayor incertidumbre, es muy difícil predecir lo que va a pasar. Por lo tanto tomando en consideración algunos de los diversos riesgos que rodean las proyecciones actuales, anteriormente descritos, tanto OECD, el Banco Mundial como el Fondo Monetario han desarrollado escenarios alternativos. En los primeros casos se trata de escenarios más pesimistas que el escenario base y en el segundo de un escenario más optimista. En su más recientes proyecciones el FMI, sin embargo, ha realizado una revisión a la baja de la perspectiva mundial, sobre todo de los países emergentes; se incluirá también un breve resumen de los principales cambios en relación a estas proyecciones.

a) *La perspectiva mundial podría empeorar*

La OECD ha desarrollado un escenario en el cual algunos de los riesgos arriba mencionados se materializan y se conjugan con dos respuestas de política monetaria distintas, donde la primera significa mantener tasas de interés fijas, nominales en el caso del Japón y reales en los Estados Unidos y en Europa, y la segunda implica una política más agresiva donde las tasas de interés bajan en línea con la regla de Taylor.^{35/} Las fuentes de riesgo son tres: i) - una profundización de la crisis en Asia con una ampliación hacia América Latina; ii) - una declinación de la actividad japonesa en paralelo a una desordenada o ninguna reestructuración de la banca y iii) - una corrección adicional en los precios de las bolsas, que se manifiestan a partir de 1999. En el primer escenario el crecimiento del PIB para el conjunto de la OECD sería de sólo 0.1% en 1999 y 1.8% en 2000 y el comercio mundial crecería sólo un 1,3% en 1999 y 4,5% en 2000. El segundo escenario es algo más positivo con tasas de crecimiento de 0.6% y 2.1% respectivamente en cuanto al producto de la OECD mientras que el comercio mundial crecería al 2% en 1999 y al 6% en el año 2000. Es decir, la perspectiva empeora significativamente en ambos casos, siendo el impacto negativo algo mayor para la Unión Europea que en el caso del Japón y de los Estados Unidos. Sin embargo, una política monetaria más expansiva mitigaría el resultado y un shock en los países emergentes explica la mitad del impacto sobre el producto y más de tres cuartas partes del impacto sobre el comercio.^{36/}

El Banco Mundial también ha desarrollado un escenario alternativo, más pesimista que su escenario base. En este otro escenario el crecimiento del PIB mundial se reduciría del 1.9% previsto a un estancamiento en 1999; la tasa que más se reduce es el de Japón que tendría una caída del producto de 4% y los Estados Unidos también entraría en recesión (0,2%) en 1999. Este sería el resultado de una gran caída de los precios en las bolsas junto con el mayor peso que tienen comparado con Europa las relaciones comerciales que mantienen los Estados Unidos con las economías más afectadas por la crisis como son América Latina, Asia y el Japón. El crecimiento de los países europeos se ubicaría levemente por debajo del 2% al estar todavía en una fase ascendente de su ciclo y con una alta interdependencia entre ellos. Estos efectos recesivos tendrían serias consecuencias para los países en desarrollo vía menor demanda por sus exportaciones y caída de los precios de los productos básicos, que se estima sería de 10-20% en 1999. Esto les obligaría a realizar ajustes que compriman su demanda, siendo América Latina la región más afectada. Esta evolución, en combinación con sus grandes déficits en cuenta corriente, reduciría su crecimiento a -2.2% en vez de 0.6% en 1999.^{37/}

35/ Esta regla permite determinar el nivel apropiado de la tasa de interés teniendo en cuenta la inflación y coyuntura económica, la que normalmente se mide por la brecha entre el producto realizado y el producto potencial. Para un mayor explicación véase IRES, op. cit. pág. 9.

36/ Para mayores detalles ver OECD op.cit.

37/ Banco Mundial: Prospects for Developing Countries After the East Asian Crisis, Dic. 1998.

A pesar de la profunda recesión por la cual atraviesan los países más afectados y la que hace dudar a muchos analistas de que se produzca una pronta recuperación, el FMI, dada la rapidez de recuperación de otras crisis, ha elaborado un escenario de una pronta y posible recuperación.

El FMI señala que la pronta recuperación que se esperaba en los países en crisis en las proyecciones anteriores se explicaba por expectativas de mejoras en los balances comerciales, dada la mayor competitividad adquirida con las devaluaciones. Aún cuando se han registrado importantes progresos en tales balances esto no ha sido producto de mayores exportaciones como se esperaba a principios de año sino más bien de una contracción de las importaciones, lo que ha significado una profunda recesión en 1998 en todos los países en crisis. Ahora el FMI estima que la recuperación de los países asiáticos en crisis se iniciaría hacia fines de 1999 y que a partir del año 2000 continuará un periodo de recuperación sostenida.^{38/}

Tal escenario se basa en las políticas de estabilización y en las reformas estructurales, que serían el inicio de un movimiento de fuerzas económicas que se estimulan mutuamente. La clave sería el impacto de las mejoras en los balances externos, que ya se han convertido en grandes superávits, sobre la confianza de los agentes del mercado. El FMI estima que esta restauración de la confianza junto con la apertura a través de cambios en las regulaciones sobre el capital extranjero aumentarían nuevamente los flujos de capital, permitirían estabilizar las divisas y bajar las tasas de interés, lo que por ende constituyen los inicios de una recuperación relativamente pronta. Tal recuperación ya estaría comenzando en Corea y en Tailandia. Advierte, no obstante, que se observan otras fuerzas que constituyen obstáculos que pueden impedir esta evolución, siendo claves la rapidez y eficiencia con que se reestructuren los sectores financieros y la solución de los problemas asociados a las deudas corporativas. Se ha avanzado más bien en la reestructuración financiera mientras que la deuda externa privada continúa sin solución.

El Fondo Monetario Internacional acaba de publicar una evaluación interina ^{39/} de sus proyecciones de corto plazo, cuyo propósito es múltiple; en primer lugar permite una reevaluación de la perspectiva de la economía mundial y las políticas necesarias para contener la crisis financiera y para apoyar la recuperación en una respuesta a las crecientes preocupaciones por los riesgos que rodean la perspectiva económica mundial. En segundo lugar, trata de aclarar la disproporcionalidad entre la fuerza de las turbulencias recientes en los mercados financieros y lo limitado de los hechos causales, siendo probablemente los más importantes la crisis rusa y, más tarde, la casi quiebra del fondo de garantía, el "*Long-Term Capital Management*" en los Estados Unidos. Finalmente trata de identificar algunas de las fallas en los sistemas de manejo del riesgo que requieren ser remediados para fortalecer la reticencia de los mercados financieros ante futuros "shocks" financieros.

38/ FMI, op.cit.

39/ FMI: Interrim Assessment of the World Economic Outlook, dic. 1998, que fue publicado en el momento de finalizar este documento y por lo tanto se incorpora en esta sección que analiza los escenarios alternativos.

La revisión anterior significó una reducción considerable de su proyección del crecimiento de la economía mundial para 1998, advirtiendo a la vez que la expansión podría ser aún menor, dada la interrelación de los riesgos subyacentes, la que causa reacciones en cadena y contagio y, por ende, temores de un crisis más global y profunda. No obstante, el desarrollo desde octubre ha restaurado la calma en los mercados financieros, producto de un serie de medidas de política implementadas como la reducción de las tasas de interés en varios de los países desarrollados, el apoyo a las acciones y los compromisos del Brasil para resolver su crónico desequilibrio fiscal, el progreso en la implementación de los programas de reforma que apoya el Fondo en los países asiáticos junto con los esfuerzos e iniciativas a nivel internacional de ampliar las facilidades financieras del FMI y de fortalecer la arquitectura del sistema financiero internacional.

Frente a esta situación la revisión a la baja es mucho menor que en las revisiones anteriores con respecto al crecimiento para 1998 y 1999; el producto mundial crecería 2.2% tanto en 1998 como en 1999 lo que significa una revisión al alza de 0.2% para 1998 y 0.3% menos de lo anteriormente previsto para 1999; es decir aún así las proyecciones de FMI son más optimistas que las demás. Para varios países e incluso regiones la perspectiva ha, sin embargo, empeorado considerablemente como es el caso del Japón, Brasil y Rusia y algo menos para América Latina y Asia, siendo Tailandia una excepción al preverse una recuperación firme de su crecimiento a lo largo de 1999. La desaceleración ha aumentado también para la Unión Europea y los Estados Unidos pero el riesgo de que empeore aún más ha disminuido gracias a las medidas de política monetaria recientemente aplicadas. El crecimiento del volumen del comercio mundial se reduce para todos, i.e. los países desarrollados, los en desarrollo y en transición, el menor efecto se observa en el primer grupo de países; en promedio crecerá 3,3 en vez de 3,7% en 1998 y 4,4% en vez de 4,6% en 1999. (Ver cuadro 1.2 y 2)

Empero, hay actualmente muchos factores que rodean estas proyecciones y cuyo comportamiento es de difícil predicción; estos operan tanto en el sentido negativo como positivo. Indican así que el crecimiento podría terminar siendo más positivo en el caso en los Estados Unidos y también en Asia mientras que tanto en el caso de América Latina como para los países exportadores de petróleo y productos básicos predomina lo negativo.

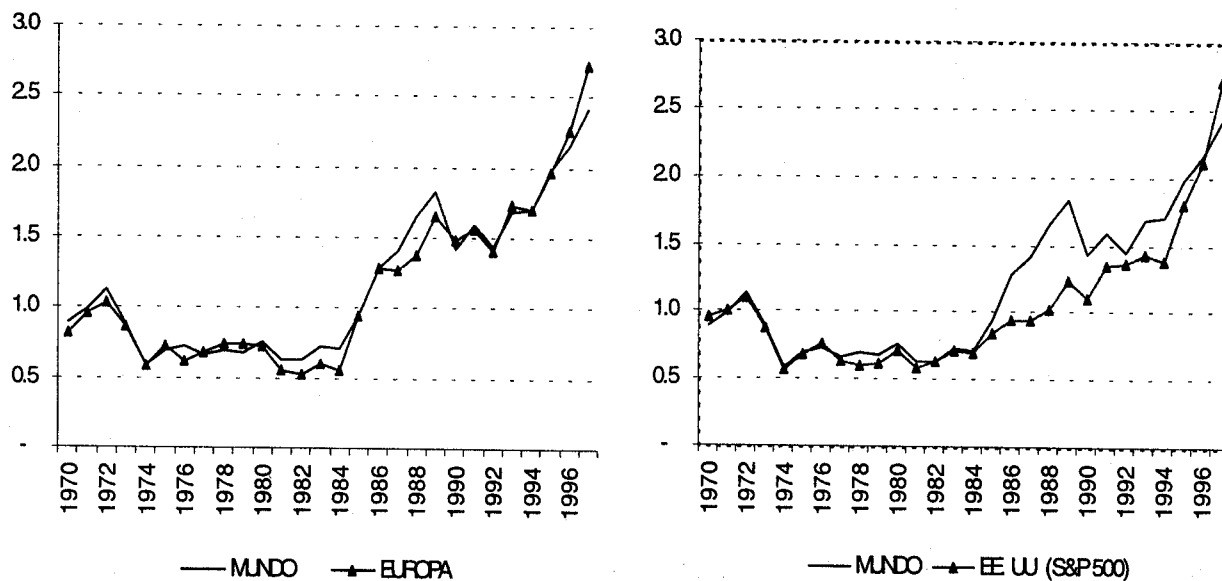
El impacto positivo de las reducciones de las tasas de interés es notorio en el caso de los mercados financieros como lo indica la fuerte recuperación en los mercados de acciones a nivel global. El Fondo sostiene que hay evidencias de que las condiciones en los mercados de capitales son más favorables que a principio de octubre pero advierte que ciertos riesgos persisten y que la aversión al riesgo es mucho mayor que lo normal. Entre los factores que podrían significar una evolución más negativa de la economía mundial destacan la lentitud de la recuperación de los flujos de capitales hacia los países en desarrollo, la lánguida recuperación japonesa y el patrón del ajuste comercial mundial que se ha traducido en un insostenible déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos; ese patrón a su vez aumenta el riesgo de que se adopten medidas proteccionistas.

La escala relativamente modesta de esas revisiones podrían estar indicando que la situación de crisis, según el FMI, no continuaría empeorando sino que, por el contrario, se está logrando cierta estabilización. Como señaló recientemente el director adjunto de investigación del Fondo: “El mensaje principal de este informe es que lo peor está detrás de nosotros.”; pero finaliza agregando “continuamos viendo riesgos significantes, riesgos que globalmente para la economía mundial predominantemente apuntan hacia la baja”.^{40/}

b) La mayor incertidumbre se relaciona con las bolsas

Las bolsas de valores han jugado un rol importante en transmitir rápidamente los efectos de la crisis a prácticamente todos los mercados financieros. Esta situación es producto de que paralelamente a la liberalización financiera, que prolifera desde mediados de los años 80, se observa un notorio crecimiento en casi todas las bolsas, que se interrumpe sólo con la crisis que se declara, en 1989, en los países desarrollados. Sin embargo, a medida que estos países se recuperaron, en primer lugar los Estados Unidos y después Europa, se inició nuevamente un crecimiento de un vigor que nunca antes se había observado. El índice del valor de las bolsas a nivel mundial pasa de cerca de 143 en 1990 a casi 250 en 1996, situación que induce a muchos analistas a estimar que las bolsas, sobre todo en los Estados Unidos, se encuentran claramente sobrevaluadas y que cabe, por lo tanto, esperar una corrección hacia la baja. (Ver gráfico 4)

Gráfico 4
Índice del precio real de las acciones 1979-1997



^{40/} Ver Press Conference by Michel Mussa on the Interim Assessment of The World Economic Outlook and International Capital Markets, Dic. 21, 1998, Washington DC.

Además, con la crisis que se inicia en los países asiáticos comenzó un periodo que se percibe como de gran volatilidad al registrarse caídas, más o menos pronunciadas, entre julio y octubre de 1997 en prácticamente todas las principales bolsas; sin embargo, estas se recuperan a partir de 1998 con mayor o menor fuerza. Al expandirse la crisis por los hechos ocurridos en Rusia y en el Japón se producen nuevas caídas en todas las bolsas, como se puede observar en el gráfico 5.

Esta evolución obviamente no afecta en la misma proporción a todas las bolsas. La volatilidad es mucho más pronunciada en los países en desarrollo, sobre todo en los países latinoamericanos y en las bolsas de las demás economías emergentes. No obstante este impacto negativo, cabe destacar que los índices de las principales bolsas en Europa y Estados Unidos se encuentran actualmente por encima del nivel alcanzado antes de la crisis de octubre 1997, mientras que en el caso de los países latinoamericanos están por debajo o casi en el mismo nivel que habían alcanzado antes de la crisis. Aún cuando las caídas en los valores bursátiles son importantes en valores absolutos, lo son menos al expresarse en porcentajes, de manera que la percepción de una alta volatilidad sería exagerada, como lo ha sostenido IRES en los análisis de coyuntura que realiza desde hace más de un año aún cuando no le cabe duda de que las bolsas están sobreevaluadas. Además, el riesgo de una corrección a la baja y su amplitud es mayor en el caso de los Estados Unidos que en Europa. En todo caso, es altamente probable que esta tendencia a la baja continúe, considerando la evolución de los rendimientos en dividendos.^{41/}

El citado estudio señala que el rendimiento en dividendos termina siempre acercándose a su valor promedio histórico y la experiencia demuestra que tal ajuste no se hace vía un aumento de los dividendos sino vía la reducción de los precios de las acciones. Además, la experiencia también demuestra que rendimientos en dividendos bajos son, en el mediano plazo, el preludio de períodos de rendimientos globales de las acciones particularmente bajos. Para los Estados Unidos los rendimientos en dividendos estaban en su nivel mínimo históricamente en 1997. Al aplicar este razonamiento sobre los últimos 10 años en el caso de los Estados Unidos se concluye consecuentemente que el precio de las acciones tendría que bajar para que la rentabilidad se acerque a su promedio.

Otra manera de razonar, pero que lleva a la misma conclusión, se basa en que la perspectiva de beneficios de largo plazo debe ser coherente desde el punto de vista macroeconómico. Por lo tanto, la relación entre la participación de salarios y de ganancias en el PIB tiende a mantenerse con el tiempo. A pesar de que el valor, en momentos dados, se puede alejar del precio justo de largo plazo, el valor de la bolsa y los beneficios de las empresas tienden a registrar una misma tasa de crecimiento. Así se observa, por ejemplo, que el crecimiento anual entre 1922 y 1996 del índice SP 500 y del crecimiento de los beneficios de las sociedades que componen este índice, es la misma: 8%.

41/ Ver: IRES, Service de Analyse Economique, Sept. 1998, UCL, Bélgica.

Cabe entonces preguntar cual sería el efecto de una caída más o menos pronunciada de las bolsas de valores. Un estudio 42/ ha estimado el impacto potencial de una caída de 30% en los precios de las bolsas en los países del G-7 durante el tercer trimestre de 1998. Esta caída es similar a la que se registró a fines de 1987 en ocasión del llamado "octubre rojo". Esta tiene efectos sobre la economía real por un menor consumo al reducirse la riqueza. Los cálculos realizados demuestran que una caída de esa envergadura tendría efectos considerables sobre el crecimiento el próximo año. El mayor impacto sería en los EE UU, con una reducción de casi 1% en el crecimiento del PIB pero con un efecto positivo sobre la inflación al reducirse en más del uno por ciento. Dada estas tendencias las tasas de interés se reducirían como una forma de contrarrestar el impacto negativo.

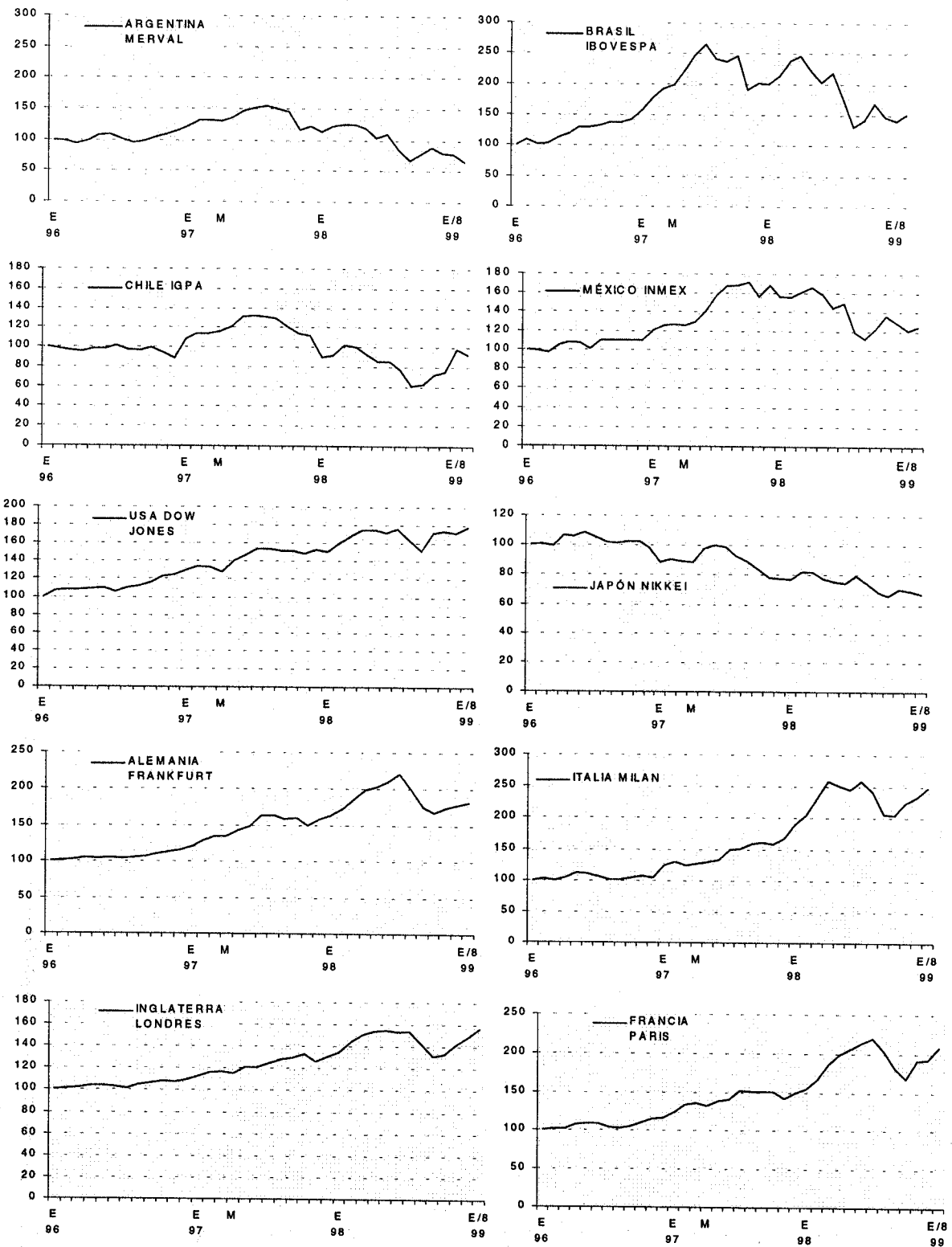
Otro estudio 43/ estima que el efecto sobre el consumo es relativamente pequeño; una caída permanente del 20% en el valor de las acciones en los EE UU llevaría a una reducción del consumo de sólo 0.45% durante dos años. Además, esta pérdida se compensaría con ganancias sobre los bonos a medida que se reducen las tasas de interés de largo plazo. No obstante, subrayan que el efecto actual es mayor que en 1987 por el aumento de la participación de los hogares en el total de tenencias de acciones, pasaron del 32% en 1987 a 40% en 1995; ese total además representa un peso mayor en relación al PIB (140%). Además, hay un efecto indirecto que no es despreciable y que se relaciona con el deterioro en la confianza de los consumidores.

En resumen, en base a la argumentación anterior y con las menores ganancias que, en general, registran las empresas actualmente se confirmaría la percepción de que las bolsas están actualmente sobrevaluadas y las tendencias que se han observado en los últimos meses corresponderían por lo tanto a una inevitable corrección del valor de las bolsas aún cuando no es posible determinar su profundidad y ni evaluar su impacto en detalle.

42/ Norska Statistiska Centralbyrån: Economic Survey, 3/98

43/ Ver Banco Mundial: Prospects for Developing Countries after the East Asian Crisis, dic. 1998

Gráfico 5.
Evolución de índices bursátiles 1996 a oct. 1998



Fuente: Datastream y Bloomberg.

VI. EL SISTEMA FINANCIERO JAPONÉS: OTRO FACTOR DE INCERTIDUMBRE

Los problemas de la economía japonesa se hicieron evidentes mucho antes de que estallaran crisis en los demás países asiáticos, por lo que es de interés analizarlos con algún detalle. Lo que ha ocurrido en el Japón tiene importancia, sobre todo, por los efectos que ha tenido y está teniendo sobre la situación económica internacional, dada su condición de segunda potencia mundial. Además, las relaciones, tanto financieras como comerciales, que mantiene el Japón con los países del este y sudeste asiáticos hacen que las vulnerabilidades de estas economías se potencien y refuercen mutuamente, lo cual hace más difícil su recuperación y afecta, a su vez, la perspectiva de la economía mundial.

a) *Origen de la crisis financiera*

Los mercados financieros y las instituciones del Japón que se desarrollaron a partir de la segunda guerra mundial estaban fuertemente influenciados por la política del gobierno, pero el proceso de apertura que se inicia en los años ochenta no fue liderado por una política pública. Por lo tanto han surgido una serie de conflictos que han dificultado un desarrollo armonioso de su mercado financiero. La evolución del sistema financiero japonés guarda un estrecha relación con ciertos aspectos característicos del funcionamiento de la economía japonesa durante el período del alto crecimiento que se inició al finalizar la guerra:

- Un predominio del financiamiento indirecto y; en particular bancario; a mediados de los años 70 sólo el 10% del financiamiento se captaba en los mercados de bonos y de acciones y el 60% eran préstamos bancarios;
- El sector empresarial se financiaba con préstamos bancarios en una proporción de sus actividades que en otros países, como los Estados Unidos, sería considerado peligroso, esto es conocido como “*over-borrowing*”;
- Se formaron dos grupos de bancos, por un lado los “*City Banks*” y otros grandes bancos, que se financian con préstamos en los mercados de dinero a la vista y de descuento interbancario y, por el otro, los bancos más pequeños que prestan dinero a esos mercados. Es decir, el mercado de dinero bancario se ha constituido en el canal permanente de traspaso de fondos de los bancos más pequeños hacia los bancos grandes.

El Banco Central del Japón (BCJ) otorga crédito sólo a los “*City Banks*” y a los bancos grandes, lo que ha sido su manera de incrementar la oferta de dinero. Es decir los grandes bancos captan dinero a través del Banco Central y del mercado interbancario de dinero para cubrir la mayor parte de sus necesidades, lo que en el Japón es conocido como “*over-loan*”. La lógica del desarrollo de este sistema está en las altas tasas de crecimiento a las que contribuía el financiamiento bancario que registró el Japón en este período; éste era liderado por las inversiones y las exportaciones de las grandes empresas. Está, además, relacionado con las reglas que fijaron el Ministerio de Finanzas y el Banco Central, las que se conocen como “política de

tasas de interés artificialmente bajas” y en base a lo cual el gobierno controla sobre todo las tasas de capitación de depósitos y asigna por ley partes de las colocaciones a determinados bancos.

El mercado de captaciones ha estado abierto hacia todos los bancos sin ser asignado a instituciones específicas, pero las tasas ha sido estrictamente controladas por el Ministerio de Finanzas que también determina el número de sucursales permitidas y su ubicación. Es este arreglo que obliga a los bancos a competir por los depositantes e incentiva el desarrollo de otros atractivos que no sean las tasas de interés. Las tasas de colocación se determinan ahora con la negociación entre el banco y su cliente. En resumen, el sistema funciona como si las tasas de interés fueran flexibles pero sin emitir señales a terceros sobre las tasas efectivas. Además el Banco Central ha mantenido sus tasas de interés por debajo de la tasa que determina el mercado de dinero y por lo tanto se ha convertido en el principal prestamista para los bancos. Los bancos desfavorecidos por esta regulación fueron compensados directa o indirectamente por el gobierno.

Este sistema fue muy funcional mientras la economía crecía a altas tasas. A partir de la crisis del petróleo en 1973 aumenta la inflación y se aplican medidas anti-inflacionarias, las que afectan seriamente el ritmo de crecimiento de la economía; en esta situación los depositantes no podían asegurarse contra la inflación y con las bajas tasas de interés se depreciaban los depósitos. Frente a tales hechos se hizo difícil mantener la estructura financiera y poco a poco se introdujeron cambios; por ejemplo se aumentaron las emisiones de bonos por parte del Banco Central, lo que afectó la eficiencia de la política monetaria del gobierno. Esto incitó a la introducción de mecanismos de mercado y a una mayor apertura, desarrollándose el mercado de dinero en paralelo a un crecimiento notable de las emisiones de los bonos. Además los mercados financieros internacionales se liberalizaron y ofrecieron condiciones más atractivas que el mercado interno. Durante los años 80 se produce, frente a la regulación bancaria que mantenía las tasas de interés a niveles bajos, un giro en el comportamiento de los ahorristas desde los depósitos bancarios hacia la compra de obligaciones y aumentó la preferencia de los ahorristas por las acciones, dadas las bajas tasas de interés. Es decir, se inició un auge en la compra de acciones como forma de ahorro. La desregulación de los mercados financieros internacionales también favoreció el desarrollo de estos mercados. La competencia entre los bancos les hizo tomar riesgos excesivos. Al mismo tiempo se produjo la emancipación de las empresas respecto de los bancos ya que ahora se podían financiar directamente en el mercado de obligaciones. Con esto disminuyó la función de control de las empresas por parte de la banca principal y desapareció la complementariedad institucional, que hasta entonces había permitido un rápido desarrollo de la economía japonesa.^{44/}

El sistema que Japón inició después de la guerra implicaba una política según la cual era necesario impedir que quebraban los bancos. Esto se ha traducido en una disciplina ejercida por la banca principal sobre la gestión de las empresas y por la socialización del riesgo bancario por parte del gobierno y del Banco Central. En este sistema había una complementariedad

44/ Véase: Naoki Nabeshima: Le Mode de régulation financière dans le capitalisme japonais, Revue d'Economie Financiere, No 43, oct. 1997.

institucional entre una regulación e intervención activas por parte del Ministerio de Finanzas y del Banco de Japón, el financiamiento por parte de las empresas y el control sobre las empresas por parte de la banca principal. Frente al nuevo ambiente y a los cambios que se introdujeron nació una necesidad de reestructurar el sistema y surgieron conflictos relacionados con los intereses creados por el mismo. Para hacer una transición hacia un nuevo sistema es necesario que los controles y regulaciones se ajusten a este ambiente más abierto, lo que implica cambiar las relaciones entre el gobierno, la banca y la industria. La coordinación de esta transición es tarea del gobierno.^{45/}

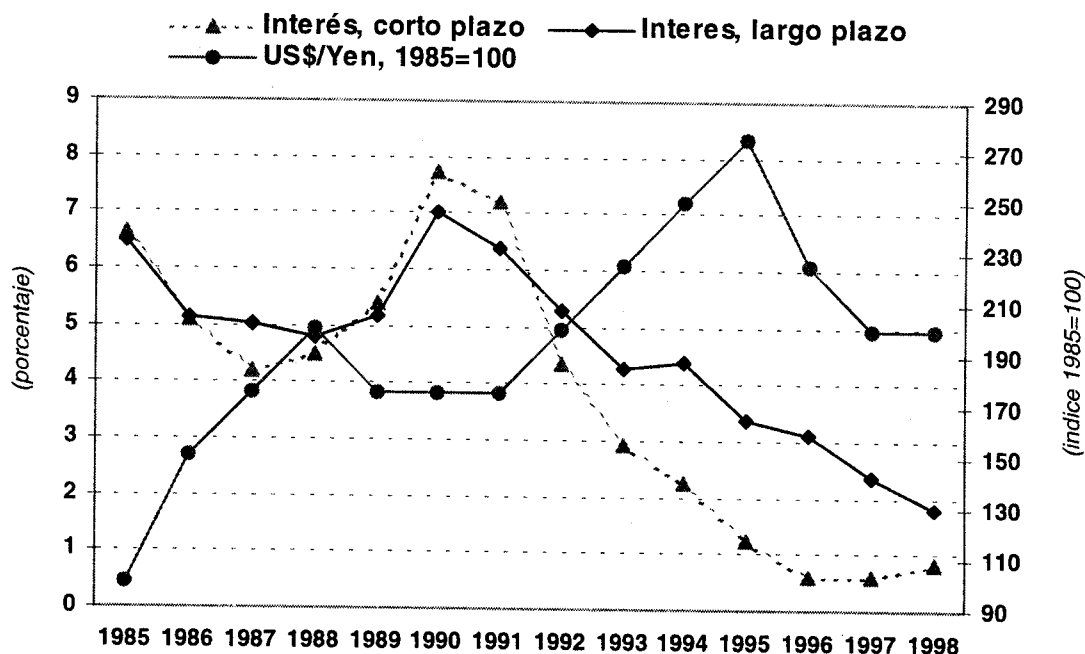
La evolución hacia una mayor competencia significó una considerable expansión de los préstamos bancarios y del sector financiero, con alzas importantes en los precios de los activos y un auge de la inversión. La inversión privada fija creció, en términos brutos, alrededor del 10% anual durante la segunda mitad de los 80. Los actuales problemas deflacionarios del Japón tienen su origen en este auge de inversión, estimulado en parte por la liberalización financiera que se había iniciado a fines de los años setenta y que se fue intensificando a principios de los años ochenta. Un fuerte aumento del crédito bancario, entre 1985 y 1989, alimentó un alza sostenida en los precios de los mercados bursátiles y de la tierra. Se redujo la tasa de interés, a través del acuerdo de Lourdes en 1987, con el objetivo de limitar la apreciación del yen, lo cual estimuló la demanda por crédito; ésta se tradujo en alzas de precios y una revalorización de los colaterales o garantías. Esto a su vez aumentó la capacidad de acceder a préstamos por parte de los agentes no financieros, hasta un punto en que la situación se hizo insostenible, comenzando la crisis económica con el quiebre de la burbuja especulativa en 1989-90. Además, se restringió la política monetaria, elevándose la tasa de interés de 2,5% a 6% durante la segunda mitad de 1989.

Es decir, las instituciones financieras sufrieron el efecto combinado del ajuste monetario con el quiebre de la burbuja especulativa, con lo cual se encadenó una caída del valor de las acciones, pérdidas de capital y quiebras de bancos.^{46/} Posteriormente se han agregado pérdidas asociadas a préstamos a los países del Sudeste asiático, sobre todo a Corea, y el hecho que la devaluación del yen ha significado un alza en el valor de la cartera en el exterior. Esta llega, en términos de yenes, a 130 trillones o sea 1100 mil millones de dólares y a medida que ésta crece aumentan los requerimientos de capital en los bancos para cumplir la condición del BIS, que obliga a los bancos a mantener una relación capital/pasivos totales equivalente a un 8% como mínimo.

45/ Ver: S. Royama: The Japanese Financial System: Past, Present and Future, en Thurow: The Management Challenge, Japanese views, MIT 1985.

46/ Stephane Guichard: La Banque Japonaise en crise, Economie Internationale, n ° 67, 3er trimestre de 1996

Gráfico 6
Japón: evolución del tipo de cambio y las tasas de interés.



Como se indicó anteriormente el principal problema es el monto la cartera vencida y de los préstamos que presentan dificultades para los bancos en cuanto a sus posibilidades de recuperación. Cabe resaltar los problemas que hay con respecto a la información sobre esos prestamos ya que se basan en autoevaluaciones de los mismos bancos y la estimación de la proporción de la cartera vencida ha sido revisada hacia arriba en varias ocasiones. Estas frecuentes modificaciones de los datos también han aminorado la confianza tanto interna como externa de los agentes económicos, lo que a su vez repercute negativamente sobre las posibilidades de recuperación

Desde esta óptica lo que ha desestabilizado a la economía real es la falta de coordinación del sistema financiero con la economía real en el sentido de no establecer nuevos mecanismo de control al desintegrarse los antiguos y al expandirse, paralelamente, la toma de riesgo por parte de los bancos y de las empresas. Así, se provocó el rápido crecimiento y final quiebre de la "burbuja" especulativa a fines de los 80. Es decir, el Japón se encuentra en una recesión que no tiene su origen en la falta de vigor de la demanda sino en el comportamiento del sector financiero frente a lo cual las medidas contempladas para solucionar los problemas del sector, el paquete de reforma llamado "Big Bang" parecen inadecuadas o insuficientes. Así lo afirma uno de los informes 47/ analizados, al subrayar que en una situación como la que ahora enfrenta el Japón con tasas de interés casi nulas, con una divisa depreciada y con una sucesión de planes de estímulo fiscal que han ido más allá de simples anuncios, cabe dudar de la eficacia de los instrumentos

47 / Ver : OFCE, op. cit. p.47.

tradicionales como los que propone, por ejemplo, el Fondo Monetario al concluir su análisis sobre la crisis del Japón.^{48/} El mencionado informe dice: “¿Cómo es que un país como Japón que ha hecho tanto para relanzar su economía no saca más ventajas? La respuesta tradicional que consiste en incriminar a la falta de desregulación económica y financiera no es de ninguna manera suficiente, por lo menos en el corto plazo. Es efectivamente difícil sostener que el lanzamiento de grandes planes de fusiones y de reestructuraciones industriales y financieras junto con haber incorporado a la cesantía la sobretasa crónica de mano de obra aseguraría el crecimiento en los años a venir.

b) Relaciones con el resto de los países en crisis

La evolución de los tipos de cambio intrarregionales fue favorable al desarrollo de los países del sudeste asiático, estimuló la salida de capitales japoneses hacia el resto la región y se tradujo en un notorio crecimiento de la inversión japonesa directa. Entre 1985 y 1995 se produjo una enorme apreciación del yen: éste subió de 238 a 94 yenes por dólar y la mantención de tasas de cambio fijas, ancladas al dólar en los demás países, fue lo que incentivó la inversión directa japonesa en la región. La revaluación de las monedas de los cuatro tigres, Hong Kong, Taiwan, Singapur y Corea, a partir de octubre 1987, fue un estímulo para redireccionar inversión hacia a los países demás países del Sudeste asiático y China. Por otro lado, la apreciación del yen contrarrestó los estímulos fiscales, que se aplicaron a partir de 1992 para lograr un mayor crecimiento, y redujo paralelamente las ganancias de las empresas japonesas: éstas bajaron un 20% entre 1992 y 1995.^{49/} Así, como se señaló arriba, los países asiáticos casi duplicaron su peso en el total invertido en el exterior por las empresas japonesas entre 1989 y 1995 y el grueso de esa inversión se concentra en los países más afectados por la crisis, Rep. Corea, Indonesia y Tailandia. Estos países aumentaron su peso relativo en las exportaciones japonesas y se endeudaron con préstamos de los bancos japoneses, absorbiendo el grueso de sus prestamos externos.

Son estas relaciones, comerciales y financieras, las que explican en buena parte la persistencia y profundización de la crisis que se observa a lo largo de este año, al reforzarse mutuamente las dificultades económicas, agravadas en el caso del Japón por los cambios de política a principio de años^{50/}. Además, el hecho que las dificultades perduran y que no se implementen medidas con rapidez acentúa la desconfianza. La gente ahorra y no gasta. En el caso del Japón esta situación se ha traducido en una recesión a partir de mediados de este año y han aumentado los temores de un colapso del sistema financiero. Aparentemente el Japón, sin ser el detonador de la crisis, ha jugado el rol de amplificador. Esta evolución estaría ligada un rápido retiro de los fondos japoneses de las zonas de riesgo a causa de su situación interna, a la

48 / Ver: FMI, Op.cit. p.45-53.

49/ M. Aglietta: La réforme du système financier japonais, Revue de Economie Financière, No 43, Paris, oct. 1997.(traducción libre del francés)

50/ El hecho que las reducciones temporales de impuestos implementados en 1996 se discontinuaron, y que se elevó el impuesto al consumo de 3 a 5% en 1997 para nuevamente aliviar el peso de los impuestos durante 1998 han contribuido a la incertidumbre y la desconfianza.

desconfianza en relación al yen que agravó los riesgos de devaluaciones en cadena, y a que, al tener problemas parecidos a los de sus vecinos, se aleja la esperanza de una recuperación rápida en la zona.^{51/}

Entre las críticas más frecuentes que se escuchan frente al deterioro de la situación económica en el Japón, está el culpar al gobierno por no avanzar en las medidas acordadas o de aplicarlas con demasiada lentitud. Esta resistencia al cambio y la vacilación frente a medidas más radicales parece ser una característica inherente al funcionamiento de la economía. Así lo señala un analista del tema que destaca que el sistema financiero japonés tiende a estar más dispuesto que otros, como por ejemplo el de los Estados Unidos, a aceptar la intervención del Estado así como políticas macroeconómicas e industriales más expansivas, lo que explicaría el desarrollo exitoso del Japón en el período de posguerra. No obstante, el funcionamiento de este sistema implicó el desarrollo de una élite burocrática, que controla y dirige la economía de una manera algo rígida, i.e. es un *“elite voice led system”*. Este sistema explicaría la falta de vigor en la implementación de medidas de reforma.^{52/}

En resumen el Japón se encuentra en una crisis estructural cuya solución pasaría por desarrollar un nuevo modelo de regulación financiera que permitiría establecer limitaciones a la competencia entre los bancos, protección a las instituciones financieras y ejercer un control de la banca sobre las empresas. Es decir, lo que se requiere es establecer un sistema de regulación coherente con el funcionamiento del capitalismo japonés en el contexto de mercados financieros más abiertos e integrados a nivel internacional.

VII. UNA VEZ MÁS LOS PRODUCTOS BÁSICOS SON CAUSA DE PREOCUPACIÓN.

Uno de los primeros impactos de la crisis fue la caída de los precios internacionales de los productos que importan los países asiáticos, sobre todo del petróleo y minerales y metales. Posteriormente el precio se estabilizó e incluso subió levemente pero desde octubre se invirtió nuevamente la tendencia. Los precios de los demás productos básicos también han registrado caídas tanto en 1997 como en 1998, siendo las materias primas agrícolas los más afectados. Tampoco escapan los productos manufacturados de este impacto; registran caídas de precios desde 1996 y, aún cuando esta tendencia se atenúa, se estima una baja del 4% en 1998.

Estas tendencias repercuten de manera muy desigual sobre los términos del intercambio de los países en función principalmente de la composición de las exportaciones, de la mayor o menor dependencia de importar petróleo y también de la distribución geográfica de la demanda externa. Así, cabe pensar que los más afectados en 1998 serán los que exportan petróleo, el producto que muestra la mayor caída en el precio; por otro lado los que dependen económicamente de los productos básicos más afectados y a la vez destinan una considerable

51 / Véase: OFCE, op. cit.

52 / Véase: Naoki Nabeshima: Le Mode de régulation financière dans le capitalisme japonais, op.cit.

proporción de sus exportaciones a los países en crisis. Cabe destacar que esta evolución de los precios no sólo reduce los ingresos de exportación sino en muchos países disminuyen a su vez los ingresos fiscales, como en el caso de Chile, México y Venezuela entre otros.

Aún cuando los países desarrollados han reducido fuertemente su dependencia del petróleo desde las alzas de precio en 1973, se verán más bien favorecidos con una evolución positiva de sus términos de intercambio como se verá a continuación, por la combinación de ese menor precio con un comercio exterior compuesto más bien productos manufacturados que comercian entre ellos.^{53/} Cómo se puede observar en el cuadro 2 los países desarrollados son sobre todo consumidores importantes, (aún cuando algunos también los producen), de varios de los productos cuyos precios han sufrido bajas a causa de la crisis mientras que América Latina se destaca como un importante productor de tales bienes.

Cuadro 2
Principales productores y consumidores de Productos Básicos seleccionados
(precrisis)

Consumo ('000 ton)	Cobre no Refinado	Cobre Refinado	Petróleo crudo	Minerales y metales	Soja
América del Norte	23.8	22.8	25.4	8.4	28.9
Europa	4.4	26.8	18.9	13.4	0.8
América Latina	24.1	4.6	4.1	6.6	25.2
Asia	10.3	17.5	22.2	39.6	19.3
Japón	11.6	12.3	7.1	0.2	a)
Producción ('000 ton)	Cobre no Refinado	Cobre Refinado	Petróleo crudo	Minerales y metales	Soja
América del Norte	27.3	25.3	14.8	9.7	49.5
Europa	2.8	14.5	7.9	3.0	0.5
América Latina	29.6	17.3	8.0	20.2	32.1
Asia	11.8	15.9	39.6	33.9	19.6
Japón	0.1	10.7	0.0	0.0	a)

a) producción incluida en Asia

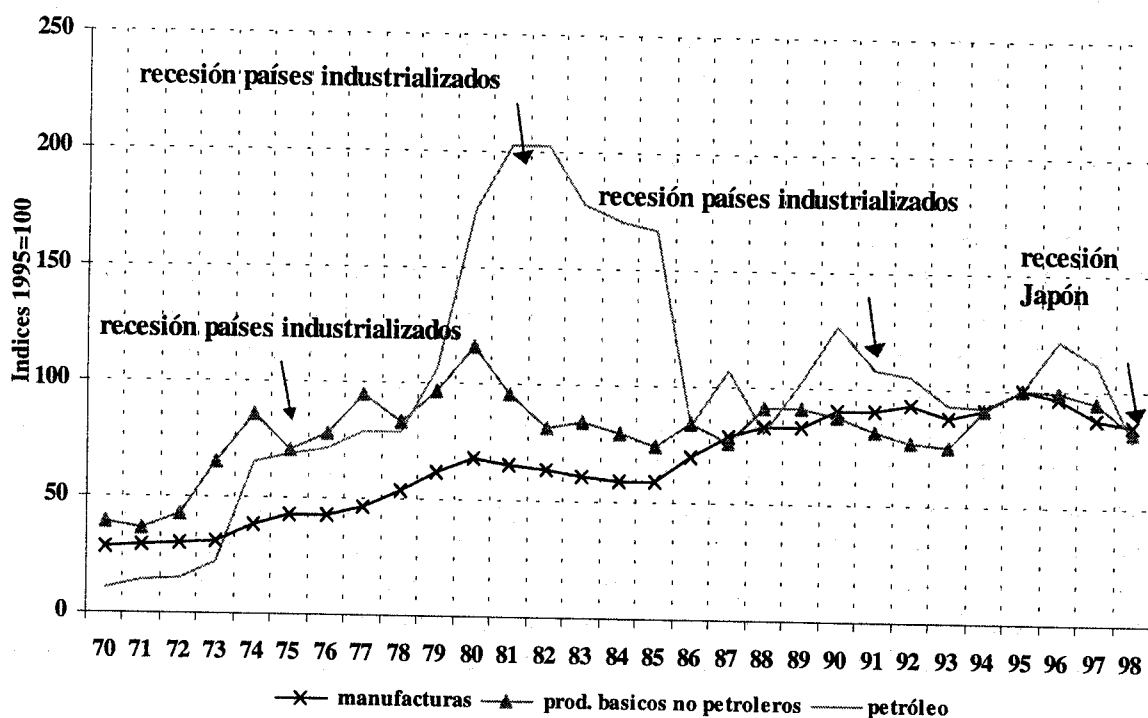
Fuente: UNCTAD, Commodity Yearbook

^{53/} Datos de la OCDE indica que la caída en 1998 es una de las más importantes de este siglo; sólo ha sido mayor en cuatro ocasiones: 1921, 1927, 1931 y 1986. Con respecto a impacto de esta caída señalan que los países de la OECD han reducido el consumo las importaciones netas por unidad en casi un 55% entre 1973 y 1996 siendo así menos vulnerable a las fluctuaciones de estos precios.

a) *Tendencias de los precios en las últimas décadas*

Desde el auge de los precios de los productos básicos en 1973/74, los precios de muchas materias primas muestran grandes fluctuaciones, aún cuando la tendencia para este período es más bien plana o muestra sólo una leve progresión; el índice global de precios pasó de 80 en 1974 a 100 en 1995 con notorios altibajos. Contrasta con esa evolución general del índice de precios de los productos básicos, la casi progresiva tendencia al alza que se observa en el caso del índice de precio de las manufacturas; durante ese período este pasó de un valor de 25 a 100.

Gráfico 7
Evolución de precios de Productos Básicos y de Manufacturas



Fuente: FMI

Estas fluctuaciones del índice de precios de los productos básicos (excluido el petróleo) van a la par con y/o anticipan las recesiones en los países desarrollados. Como se observa en el gráfico n° 7 los valores máximos del índice de los precios de las materias primas se registran en los años 1974/75, 1977/78, 1980/81, 1989 y finalmente 1996/97; es decir, son períodos que preceden o inician períodos de desaceleración del crecimiento o de recesión en los países desarrollados. Se observa también que la merma que se inicia en 1989, año en el que surgen los problemas de la economía japonesa, es relativamente suave pero más duradera que las otras caídas, producto de la desincronización que se observó entre los ciclos recesivos en los Estados Unidos, Europa y en el Japón durante los años 1990 a 1994. La evolución del índice del precio del petróleo es algo distinta al resto de las materias primas; presenta una tendencia pronunciada al alza, con menor o mayor fuerza, desde 1973 hasta 1981/82, (sube de 15 a más de 200), y a

partir de 1982 hasta 1986 cae bruscamente. A partir de ese año fluctúa en torno al nivel alcanzado a fines de los años ochenta. No obstante, a partir de la crisis de los 90, tiende a comportarse de una manera similar a los demás productos básicos, aun cuando las variaciones de su índice son más marcadas que para el conjunto de las materias primas. Cabe señalar que la crisis actual es distinta a las anteriores de este período ya que se producen caídas importantes de precios en todos los productos, tanto de las manufacturas como las materias primas, sobre todo del petróleo.

Al desagregar las materias primas por grandes rubros se observa que el precio de los alimentos, de los minerales y metales, de los fertilizantes y de las bebidas siguen la tendencia global; las materias primas agrícolas, excluyendo alimentos y bebidas, muestran al contrario una fuerte progresión; el índice de precios, medido en dólares de 1990, prácticamente se duplicó entre 1975 y 1998. Un producto representativo de esta tendencia, dentro del rubro, es la madera; su índice de precio se triplicó entre 1973-74 y 1998.

b) Tendencias recientes de los precios

Al iniciarse la crisis en Asia los productos básicos estaban en una fase descendente de su ciclo, después del "boom" que alcanzaron durante 1994-1996, cuando en un momento de gran oferta se hace sentir la disminución de la demanda. Uno de los primeros impactos de esta crisis fue justamente una significativa caída de los precios de los productos básicos. Sin duda el producto que más impacto ha tenido es el petróleo; el precio del petróleo cayó de US\$ 20 en octubre de 1997 a 12 US\$ por barril en junio de 1998, a lo cual también contribuyó la expansión de la producción más allá de las cuotas del OPEP; pero otros productos básicos para los que los países asiáticos eran importantes, también sufrieron mermas considerables. Posteriormente, como consecuencia de los acuerdos logrados de reducir las cuotas petroleras, así como de los compromisos por parte de otros países exportadores, el precio se estabilizó, e incluso subió levemente, pero desde octubre se invirtió nuevamente la tendencia. Actualmente se estima que la caída del precio del crudo observada en 1997 (7%) llegará a 30% en 1998.

Los precios de los demás productos básicos cayeron sólo algo más del uno por ciento en 1997, pero en 1998 esta caída será más pronunciada, alrededor del 13% a 14% en su conjunto, siendo las materias primas agrícolas, los minerales y metales los más afectados. Por ejemplo, los metales no ferrosos registrarán una caída del 20% en 1998, comparado con un alza del 1.6% en 1997; el cobre, por su parte, lleva una caída de precio superior al 25%. En el caso de muchos bienes agrícolas se lograron cosechas excepcionales durante 1997, las que también presionaron los precios a la baja; cabe destacar el trigo y el café con una caída cercana al 20%, si se compara con el promedio alcanzado en 1997. Una excepción a esta tendencia la constituyen los aceites vegetales, en cuyo caso se redujeron fuertemente las existencias por una baja en su oferta durante los últimos años, lo que ha presionado los precios al alza. Cabe agregar que el fenómeno del Niño ha provocado una merma en las tasas de captación lo cual ha incidido al alza en los precios tanto del pescado y los camarones como de la harina de pescado. (Ver Anexo Cuadro 8.)

Los productos manufacturados registran caídas de precios desde 1996 y, aun cuando esta tendencia se atenúa, se estima en todo caso una baja del 4,5 % en 1998. El Fondo Monetario, prevé una caída en el precio de las manufacturas cercana al 4% para 1998. Sin embargo, al observar distintos indicadores relativos al tema, se observa que esta caída podría ser aún mayor. Por ejemplo el índice de valor unitario de exportaciones de Corea estaría registrando una disminución de 10%, lo que debiera estar influenciado por el precio de sus exportaciones de manufacturas y automóviles. Además, según estimaciones de la OECD, durante el primer semestre de 1998, los valores unitarios de las exportaciones de maquinaria de Japón y Alemania muestran caídas de 7% y 3,5%, respectivamente. Según el Banco Mundial el valor unitario de las manufacturas del G-5 registrarán una caída del 3,8% en 1998 y un alza de sólo 1,3% en 1999. Para el periodo 1998-2007 prevén un crecimiento de 1,8% en este valor unitario. En resumen, se observa, como ya se indicó, una tendencia deflacionaria y generalizada de los precios del comercio mundial. (Ver Anexo Cuadro nº8.)

Estas tendencias repercuten de manera muy desigual sobre los términos del intercambio. Mientras que los países desarrollados registraron un empeoramiento en 1997 (-0.9%) en los países en desarrollo los términos del intercambio mejoraron en la misma proporción, concentrándose esta mejora mayor en los no exportadores de petróleo. Las tendencias de precios que se prevén actualmente harían pensar en una caída de los términos del intercambio muy aguda para los países en desarrollo; sin embargo, la situación se ha tendido a compensar, en parte, por la baja que se observa en el precio de las manufacturas, tanto de los bienes de capital como de los bienes de consumo. Por lo tanto se estima que la situación se terminará invirtiéndose en 1998 con una caída de los términos del intercambio que supera el 3% en los países en desarrollo, atribuible principalmente a los exportadores del petróleo (-15%), mientras que los países más avanzados registrarán una leve mejora (0.7%); ésta es considerable en el caso de los Estados Unidos y Alemania y algo menor en el caso del Japón. En cuanto a las regiones en desarrollo se observará un leve progreso en los países asiáticos (1.9%) mientras que para todos los demás la situación empeora. Según estimaciones del Banco Mundial las pérdidas por este concepto representan como porcentaje del PIB casi el uno por ciento para los países en desarrollo en su conjunto, siendo América Latina la región que registran las menores pérdidas.

c) Perspectiva de precios de algunas materias primas

En cuanto a la perspectiva de precios las proyecciones indican que estos tenderían a estabilizarse en el mediano plazo, con una caída de sólo 2.2% en 1999 para el conjunto de productos básicos excluyendo la energía, dados los elevados niveles de existencias, y una recuperación en el caso de ese producto de 9.5%; sin embargo no descartan nuevas caídas de los precios de las materias primas. No obstante esta evolución a nivel global de los precios, se estiman alzas de precios en el caso de los granos, de las materias primas agrícolas y de los minerales y metales en un rango de 2% a 2.6% en 1999. ^{54/}

54 / Véase: Banco Mundial, op.cit, pág. 26.

En cuanto al **petróleo** la demanda por crudo debe alcanzar 74.07m b/d en 1998 lo que representaría un alza de 1.2% frente a al crecimiento de 2.5% experimentado durante 1997. Esto se explica por el débil comportamiento de la demanda en los países de la OECD, cuyo crecimiento alcanzaría sólo 0.7%; debido a la fuerte reducción en el consumo de petróleo de Japón. Por otra parte, los países en desarrollo en su conjunto llegarían a un crecimiento de 1.7% en su demanda de crudo durante 1998, producto del débil crecimiento económico que está mostrando América Latina y el Sudeste Asiático. Rusia tendría una leve caída en el consumo, mientras que China muestra un crecimiento de 2.2% de la demanda de crudo.

Las proyecciones para 1999 se basan en una demanda mundial de petróleo que alcance a 75.6 m b/d, lo que significa un crecimiento de 2.1% frente a igual período del año anterior. Esta demanda se liga con un crecimiento en los países de la OECD de 1.5%; explicado por un mejoramiento en el consumo de Japón y por una mayor demanda en los países del hemisferio norte al normalizarse las condiciones climáticas; esto implicaría un invierno más frío que la temporada anterior. Los países en desarrollo tendrían un crecimiento de 2.8% durante 1998

Mercado mundial del Petróleo 1996

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<u>Demanda</u>						
Total mundial	68.3	69.8	71.4	73.2	74.1	75.8
OECD	40.2	40.6	41.3	41.9	42.2	42.8
Países en desarrollo	19.4	20.3	21.1	21.8	22.2	22.8
Rusia	4.6	4.5	4.1	4.2	4.2	4.3
China	3.0	3.2	3.5	4.0	4.1	4.3
<u>Producción</u>						
Países no OPEP	41.6	42.3	43.5	44.4	44.9	45.9
OECD	17.8	18.0	18.4	18.7	18.8	19.3
Países en desarrollo	12.2	12.6	13.3	13.7	14.0	14.4
Rusia	7.0	7.0	6.9	7.1	7.1	7.1
Países OPEP	27.0	27.5	28.5	30.1	30.7	....
<u>Oferta</u>	68.6	69.6	71.9	74.6	75.6	....
<u>Balance</u>	0.3	2.0	0.0	0.5	1.4	1.5

Fuente: OPEC

Por otra parte, OPEC espera que el consumo en Rusia se mantenga en los mismos niveles de 1998, mientras que en el resto de Europa del Este se mantendría el alto ritmo de expansión en la demanda de crudo, la que alcanzaría un 4,6% en 1999. En China la situación es algo incierta puesto que habría que ver si la fuerte actividad económica sigue consolidándose a pesar del entorno económico de la región. Además, una vasta zona se inundó durante 1998, lo que podría incidir en la actividad económica y en la demanda por petróleo.

Por el lado de la oferta se estima que la producción no OPEP en 1998 registrará un crecimiento de 1,1%; la producción en los países de la OECD se mantendría en los niveles de 1997, la producción en los países en desarrollo mostraría una leve alza, mientras que la producción en China declinaría aproximadamente 3%. Durante 1999 la producción de crudo de los países no OPEP en mostraría un crecimiento de 2,1%, debido a mejoramientos en la producción en los países de la OECD, principalmente, Estados Unidos, Noruega y Finlandia y un aumento de la producción en Colombia, México y Ecuador. La producción de los países de la OPEP se ha visto intervenida por distintos acuerdos durante el año. De mantenerse los últimos acuerdos, la producción alcanzaría un crecimiento cercano al 2% en 1998, muy inferior al observado en 1997 que llegó a más de 5%. Aún cuando la producción de los países de la OPEP es una variable incierta puesto que está sujeta a los acuerdos que se tomen entre los países miembros, si se mantuviese el nivel de oferta de 1998 se lograría equilibrar el mercado en 1999; y cabría entonces tanto esperar que el precio se estabilice o eventualmente se mejore.

La caída del precio de **cobre** es producto de la contracción de la demanda, relacionada, sobre todo, con la contracción que han experimentado los sectores de la construcción, automotor y manufacturero en el Japón y los demás países asiáticos en crisis. Japón representaban en 1993 un 12% del consumo total de cobre refinado y los países del sudeste asiático aproximadamente un 20%, es decir, en conjunto absorbían cerca de un tercio del consumo mundial. En Japón la baja actividad interna y las menores exportaciones hacia los países vecinos han hecho disminuir las necesidades de cobre. Sin embargo, esta situación de demanda, se ha visto en alguna medida compensada con la expansión económica que se observa en Estados Unidos y la Comunidad Europea.

Esta merma también guarda relación con un exceso de oferta, el que en gran medida es producto de la entrada en operación de nuevos proyectos mineros de gran escala; estos han más que compensado el cierre de la producción de aquellas minas con costos altos de operación a causa de los bajos precios observados durante los últimos años. Sin embargo, se podría esperar que hacia comienzos del próximo milenio esta situación tienda a revertirse puesto que debiera disminuir el exceso de oferta, ya que por una parte el impacto de nuevos yacimientos en la oferta es algo menor y la demanda tendería a recuperar los niveles previos a la crisis.

El precio del **café** ha experimentado una tendencia a la baja durante 1998. Si se compara el precio medio de los primeros 10 meses del año con el promedio de 1997, se observa una caída cercana a 11%. Durante la temporada 98/99 la cosecha de café del Brasil alcanzará niveles un 60% más que la temporada 97/98, lo que se ha traducido en una presión a la baja de los precios futuros del café transados en Nueva York. Sin embargo, hay que considerar la baja base de comparación que implicó la temporada anterior, debido a los efectos de El Niño; este provocó caídas en la producción mundial de café de aproximadamente 6%. Los países más afectados fueron Guatemala y Kenya, con disminuciones de 14% y 26%, respectivamente, durante la temporada 96/97. El consumo mundial de café cayó durante 1997. El comportamiento del consumo en 1998 será débil, a causa de los altos niveles de precio registrados a comienzos de año.

Durante 1998 los precios de la **soja y de la harina de soja** han experimentado una tendencia a la baja de 16% y 30%, respectivamente, si se compara el precio medio de los primeros 10 meses del año en relación al promedio alcanzado en 1997. Esto obedece a un aumento significativo en la cosecha de soja durante la temporada 97/98. Sin embargo, el precio del aceite de soja, muestra un alza de 11% durante 1998, lo que se explica por los bajos stocks que alcanzan a un 10% del consumo, uno de los niveles más bajos de los últimos años. El comportamiento del mercado del aceite vegetal durante 1998, se explica por la baja producción de aceite de coco y de palma, producto de los efectos del fenómeno climático El Niño, que afectó la producción en Filipinas, Tailandia, Indonesia y Malasia.

Durante 1998 la producción de oleaginosas se incrementó en 1,5%, lo que representa el crecimiento más bajo de los últimos 5 años. Por otra parte, la demanda de oleaginosas mostrará un comportamiento aún menor, debido a los altos niveles de precios registrados en los primeros meses del año y a la baja actividad económica que muestran algunos de los principales países importadores de oleaginosas; más de la mitad de la demanda proviene de los países en desarrollo. En esta situación es poco probable que el precio mejore en el corto plazo.

Comercio mundial de Oleaginosas 1996

Importaciones	%	Exportaciones	%
Países en desarrollo	56	Países en desarrollo	62
México	6	Argentina	12
China	12	Indonesia	9
SE Asia	26	Malasia	23
Países Industrializados	44	Países Industrializados	38
Europa	26	Estados Unidos	22
Japón	8		

Fuente: UNCTAD, *Commodity Yearbook*, 1998

La producción mundial de **trigo** alcanzará un nuevo récord durante la temporada 97/98, debido a las excelentes cosechas observadas en los principales países exportadores de grano. Este comportamiento se explica por la capacidad de respuesta de los principales países productores frente a condiciones de precios favorables. Argentina ha sido el país con mejor desempeño en este campo, con un aumento de 50% en la producción de grano, si se compara la temporada 98/99 con la temporada 95/96.

La volatilidad que se observa en el precio del trigo se explica por los movimientos en los stocks. Durante la temporada 95/96 los stocks de trigo en poder de los principales exportadores

alcanzaba 30 millones de toneladas; hacia fines de 1998 se estima que estos stocks alcancen a 48 millones de toneladas, lo que presiona a una baja en el precio del trigo y por lo tanto no cabe esperar mejorías significativas de corto plazo.

En resumen, la perspectiva de los precios de los productos básicos no es alentadora desde el punto de vista de los países exportadores y altamente dependientes de tales productos como lo son los países en desarrollo, incluyendo la mayoría de los países Latinoamericanos. Dada la débil demanda en los países asiáticos, importantes importadores de estos productos y los altos niveles de existencias estos precios podrían estabilizarse en términos nominales en el mediano plazo. El precio del petróleo debería recuperarse en 1999 pero el índice del precio tendería a disminuir al ritmo del 1% anual durante los próximos cinco años, una merma que será aún más pronunciada en el caso de las demás materias primas (2.3%). 55/

55 / Véase: Banco Mundial, op.cit cuadro 1-6. pág. 25.

BIBLIOGRAFIA

Aglietta, M. , La Réforme du Système Financier Japonais, en Revue d'Economie Financière, N° 43, Oct. 1997.

CEPII, Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales: La Lettre du CEPII, N° 179, octubre 1998.

CEPII, Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales: Japón: Les limites d'une Gestion Macroeconomique de la Crise Financière, La Lettre du CEPII, N°163, Décembre 1997.

CEPAL, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 1998.

CEPAL, Comisión Económica para América Latina y el Caribe LC/R.1481: Países industrializados: resumen de las proyecciones económicas para 1997- 1998.

CEPAL, Comisión Económica para América Latina y el Caribe LC/R.1866, Proyecciones Latinoamericanas 1998-99, 3 Nov., 1998.

Commission of the European Communities, Economic Forecasts for 1998-2000, Autumn, 1998, version preliminar.

CNUCED, Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo, Trade and Development Report, agosto 1998.

Economic Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Economy, No 10, October 1998.

Endo, Y., Can the "Big Bang" cure the Ills of Japan's Financial System?, NRI Quaterly-Summer, 1998.

Guichard, S., La Banque Japonaise en Crise, CEPII, Economie Internationale, La Revue du CEPII, N° 67, 3 ème trimestre 1996.

IMF, International Monetary Fund, World Economic Outlook, October, 1998.

IMF, International Monetary Fund, World Economic Outlook, Mayo 1998

IMF, International Monetary Fund, Advance Copy, World Economic Outlook and International Capital Markets, Interim Assessment, December 1997, Advance copy.

IRES, Institut de Recherches Economiques et Sociales, Service de Conjoncture, Juin et Septembre 1998;

Moriguchi, C. Getting Rid of the Japanese Quagmire, Institute of Economic and Social Research, Osaka University, paper presented at the Link Meeting in Rio, sept. 1998.

Nabeshima, N., Le Mode de Regulation Financière dans le Capitalism Japonais, en Revue d'Economie Financière, N° 43, Oct. 1997.

OECD, Organization for Economic Co-operation and Development, Economic Outlook, N° 63, June 1998 and N° 64, December 1998.

OFCE, Observatoire Français des Conjonctures Economiques, Observations et diagnostics économiques, Revue de L'OFCE, N° 67, Octobre 1998.

OFCE, Observatoire Français des Conjonctures Economiques, Lettre de l'OFCE, n° 178 y 179, Octobre 1998.

P. Krugman, The Confidence Game, The New Republic, October 5, 1998

Project Link, World Outlook, September, 1996, 1997, November 1998..

Statistisk Sentralbyrå, Norway, Economic Survey 3/98.

Thurow, L. The Mangementt Challenge, Japanese Views, MIT Press, 1985.

World Bank, Prospects for Developing Countries After the East Asian Crisis, Dic. 1998.

ANEXOS

Gráfico 1
Evolución de las proyecciones del PIB mundial durante 1997 y 1998

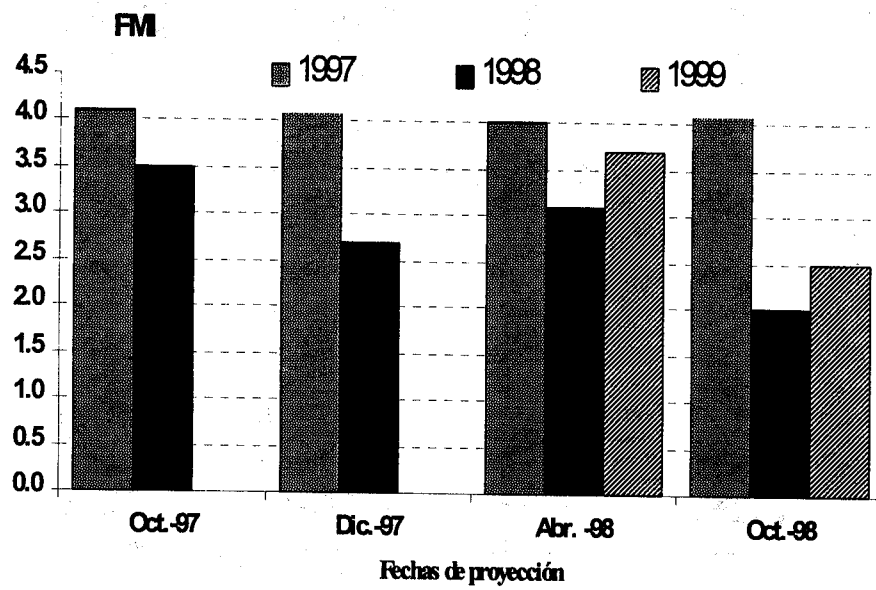
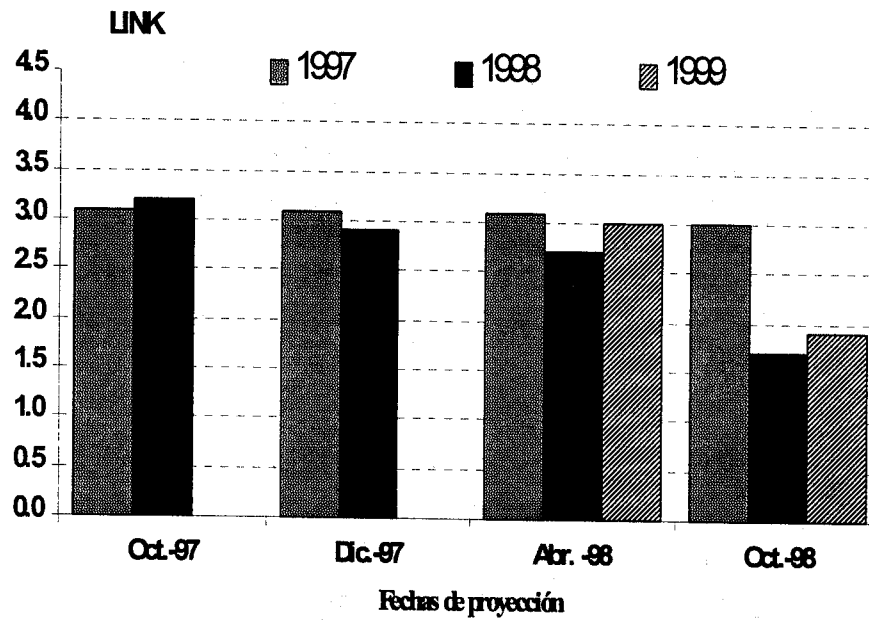


Gráfico 2
Países Industrializados: revisión de las proyecciones a lo largo de 1997-98

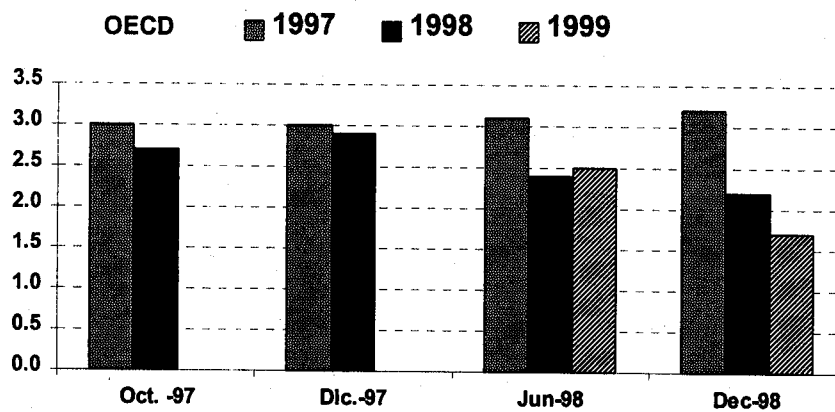
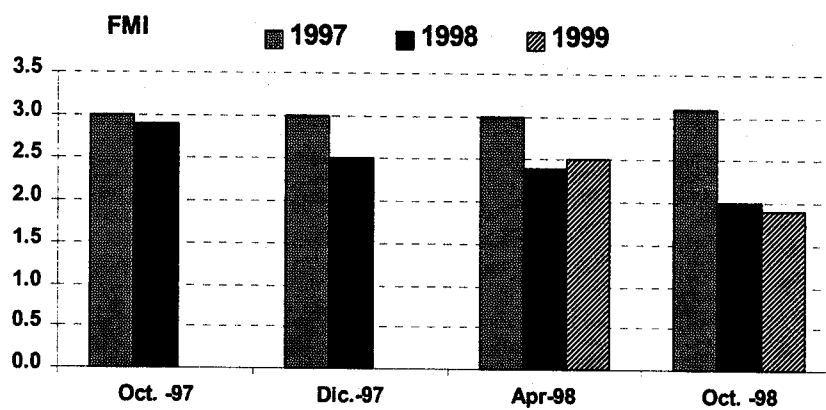
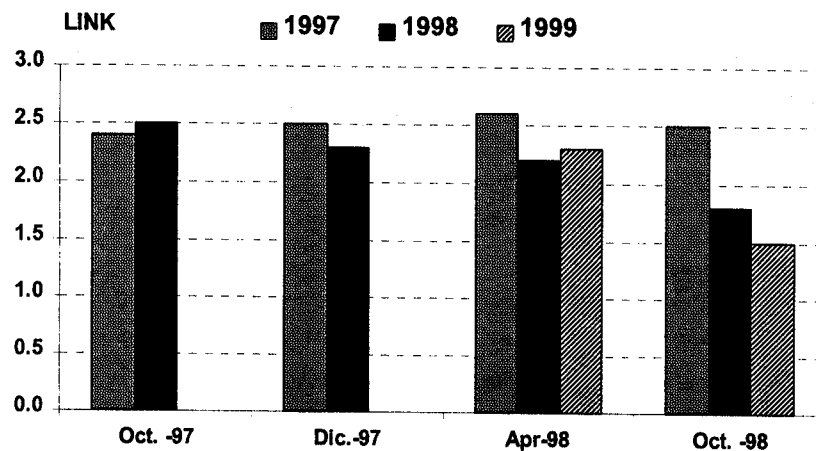


Gráfico 3
Índice de precios para productos básicos de interés para América Latina

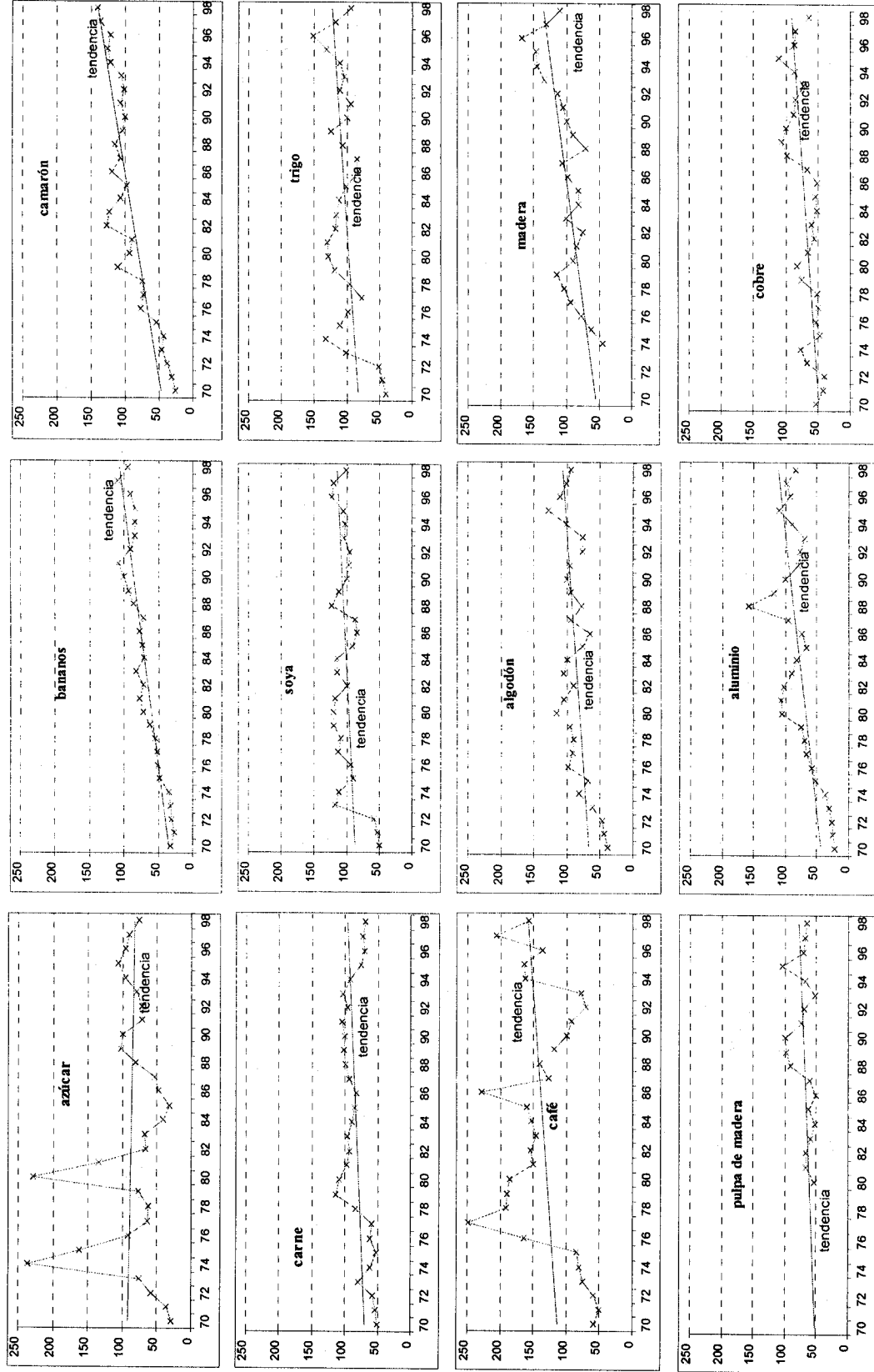


Gráfico 4
Exportaciones e importaciones en millones de US\$
relación de intercambio 1990=100

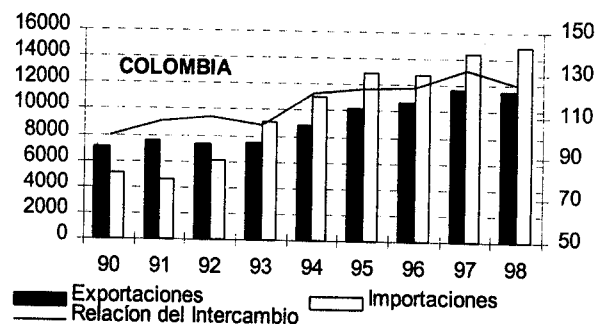
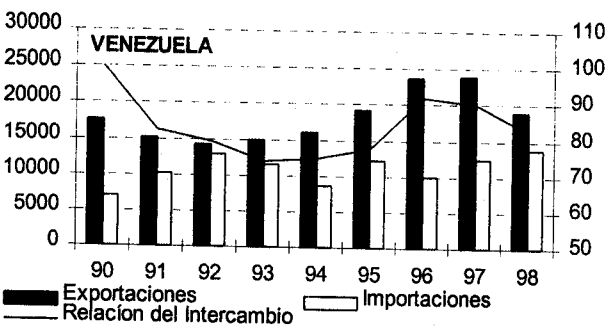
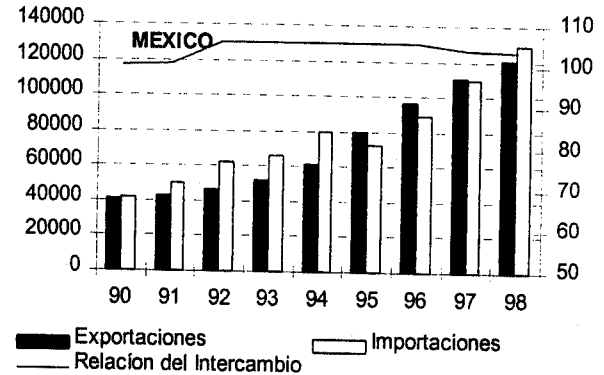
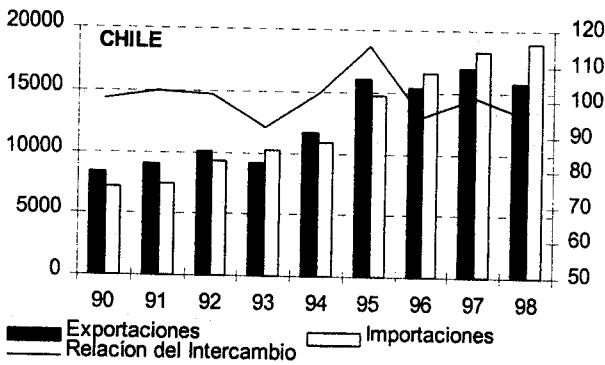
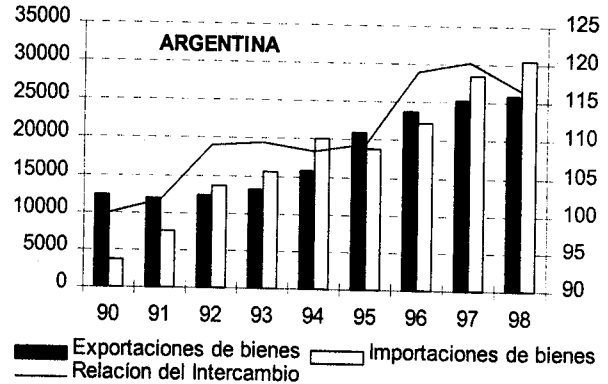
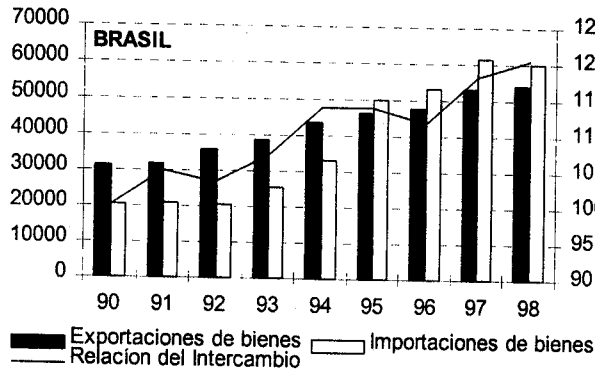
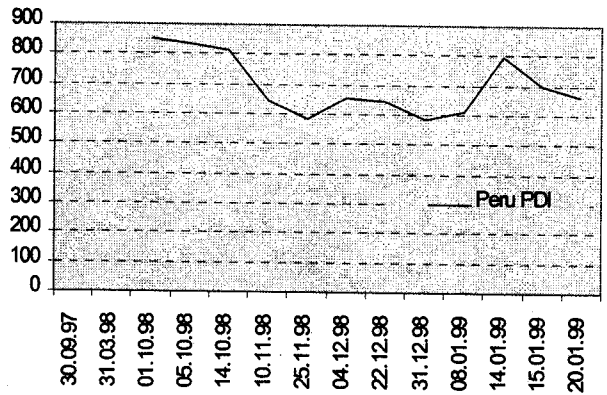
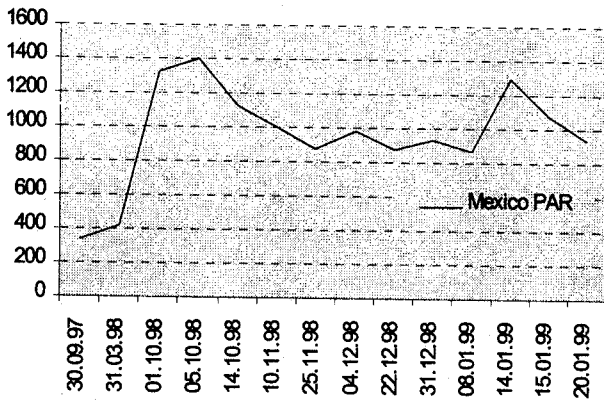
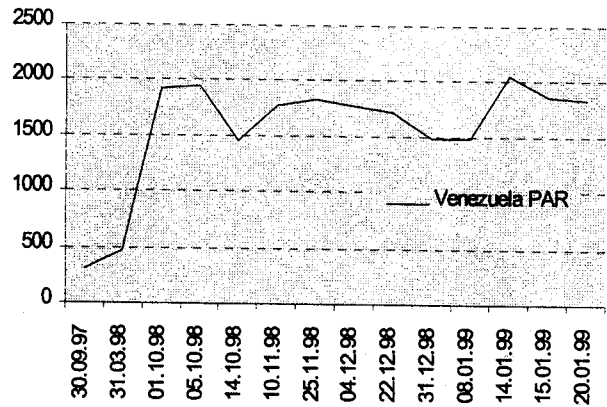
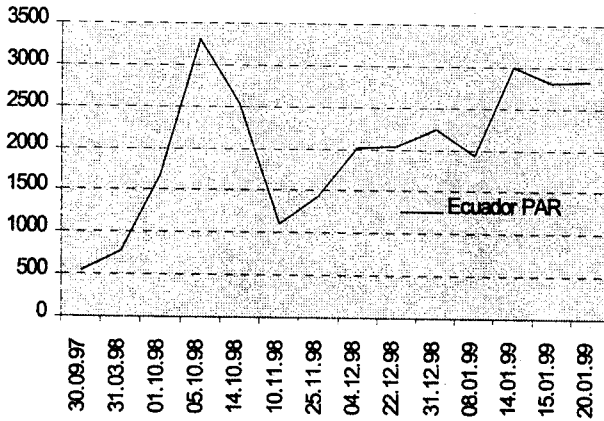
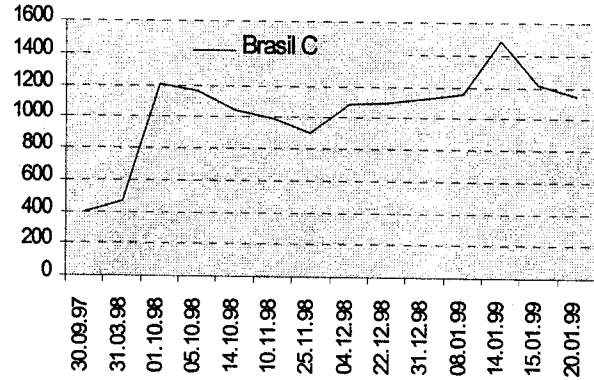
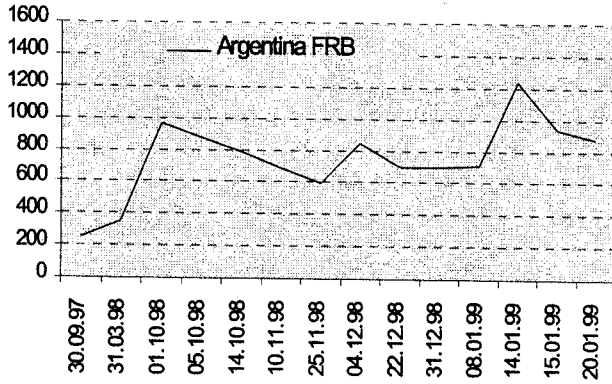


Gráfico 5
Margen sobre los bonos de EE. UU. (en puntos básicos)



Cuadro 1.1 Crecimiento del PIB según diferentes fuentes

	1990					1992					1995					1996					1997					proyecciones			
	1990	1992	1995	1996	1997	1990	1992	1995	1996	1997	1990	1992	1995	1996	1997	1990	1992	1995	1996	1997	1990	1992	1995	1996	1997	1998	1999		
Industrializados:																													
<i>BM</i>	...	...	...	...	2.7	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
<i>FMI</i>	2.6	1.6	2.5	2.7	3.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
<i>OECD</i>	2.9	1.9	2.2	3.0	3.2	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
<i>LINK</i>	...	0.6	1.8	2.4	2.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
<i>OFCE</i>	...	...	...	...	2.9	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
<i>Unión Europea: FMI</i>	3.0	1.0	2.5	1.7	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
<i>OECD</i>	3.0	1.0	2.4	1.8	2.7	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
<i>LINK</i>	...	1.3	2.6	1.5	2.5	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
<i>CEE</i>	2.9	1.5	2.4	1.8	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
<i>OFCE</i>	...	...	...	...	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
<i>Estados Unidos: FMI</i>	1.2	2.7	2.3	3.4	3.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
<i>OECD</i>	1.3	2.7	2.0	3.4	3.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
<i>LINK</i>	...	...	2.1	2.8	3.9	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
<i>CEE</i>	0.8	2.0	2.4	3.6	4.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
<i>OFCE</i>	...	2.3	2.0	2.8	3.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
<i>Japón: FMI</i>	5.1	1.0	1.5	3.9	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<i>OECD</i>	5.1	1.0	1.4	3.9	0.8	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<i>LINK</i>	...	...	...	3.5	0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<i>CEE</i>	4.8	1.3	1.4	3.9	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
<i>OFCE</i>	...	1.2	1.3	3.7	0.8	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<i>Alemania: FMI</i>	5.7	2.2	1.9	1.3	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<i>OECD</i>	5.7	2.2	1.9	1.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<i>LINK</i>	...	1.9	2.1	1.4	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
<i>CEE</i>	4.5	2.1	1.9	1.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<i>OFCE</i>	...	1.4	1.9	1.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
<i>Mundo</i>	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
En desarrollo:																													
<i>BM</i>	...	...	...	...	...	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
<i>FMI</i>	4.1	6.6	6.1	6.6	5.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
<i>LINK</i>	...	4.8	5.3	6.0	5.3	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
<i>Africa: FMI</i>	2.2	0.8	3.1	5.8	3.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
<i>LINK</i>	...	1.3	2.2	4.5	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
<i>CEE</i>	...	...	...	4.2	3.7	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
<i>Asia: FMI</i>	5.6	9.5	8.9	8.2	6.6	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
<i>LINK</i>	...	4.9	7.1	7.6	5.0	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
<i>CEE</i>	...	...	...	6.6	5.3	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
<i>Medio Oriente: FMI</i>	5.6	6.2	3.8	4.7	4.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
<i>LINK</i>	...	7.5	2.5	4.2	3.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
<i>A.Latina: FMI</i>	1.1	3.1	1.2	3.5	5.1	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
<i>LINK</i>	...	...	2.1	2.5	5.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
<i>CEPAL</i>	...	3.0	0.2	3.5	5.5	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
<i>OFCE</i>	...	...	...	...	5.4	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
<i>CEE</i>	...	...	...	4.1	4.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
En transición:																													
<i>FMI</i>	-3.5	-14.0	-1.5	-1.0	2.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
<i>LINK</i>	...	...	...	-1.9	1.8	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
<i>CEE b)</i>	...	...	...	4.8	2.9	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
Mundo																													
<i>FMI</i>	2.7	2.8	3.7	4.2	4.1	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
<i>LINK</i>	...	...	...	2.9	3.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0				

Cuadro 1.2 FMI: Revisión de las proyecciones para 1998 y 1999

	1996	1997	Proyecciones		Diferencia con Oct. 98	
			1998	1999	1998	1999
Mundo	4.3	4.2	2.2	2.2	0.2	-0.3
Industrializados	3.2	3.2	2.0	1.6	0.0	-0.3
Unión Europea	1.6	2.5	2.8	2.4	-0.2	-0.4
Estados Unidos	3.4	3.9	3.6	1.8	0.1	-0.2
Japón	5.0	1.4	-2.8	-0.5	-0.3	-1.0
Alemania	1.3	2.2	2.7	2.0	0.1	-0.5
En desarrollo	6.5	5.7	2.8	3.5	0.5	-0.1
Africa	5.8	3.2	3.6	3.8	-0.1	-0.9
Asia	8.2	6.6	2.6	4.3	0.8	0.4
China	9.6	8.8	7.2	6.6	1.7	1.1
Asia (4)	7.1	3.7	-10.6	-1.4	-0.2	-1.3
Medio Oriente	4.7	4.5	3.3	2.9	1.0	0.2
América Latina	3.5	5.1	2.5	1.5	-0.3	-1.2
Brasil	2.8	3.2	0.5	-1.0	-1.0	-3.0
En transición	-1.0	1.9	-0.8	-1.9	-0.6	-1.7
Rusia	-5.0	0.7	-5.7	-8.3	0.3	-2.3
			Comercio de bienes y servicios			
Mundo	7.0	9.9	3.3	4.4	-0.4	-0.2
			Importaciones			
Industrializados	6.5	9.2	4.6	4.6	0.1	-0.1
en desarrollo	9.5	10.4	-0.7	5.7	-1.7	1.1
en transición	10.0	8.2	1.0	1.3	-2.5	-2.2
			Exportaciones			
Industrializados	6.3	10.4	3.3	3.7	-0.3	-0.5
en desarrollo	8.7	11.3	2.9	5.4	-1.0	-0.1
en transición	7.0	6.9	3.5	5.1	-1.8	-0.8

Fuente: FMI, *Interim Assessment of the World economic outlook*, Dic. 1998

Cuadro 2. Comercio mundial (variación porcentual real)

		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	proyecciones	
										1998	1999
		Importaciones (bienes y servicios)									
FMI	<i>World</i>	5.1	4.9	5.1	3.7	10.1	10.2	6.6	10.3	3.9	4.5
	<i>Industrializados</i>	5.7	3.3	4.7	1.7	9.8	9.0	6.4	9.0	4.5	4.7
	<i>Unión Europea</i>	5.8	4.2	3.4	-3.1	8.2	7.0	4.2	8.8	7.5	6.3
	<i>Estados Unidos</i>	3.9	-0.7	7.5	8.9	12.2	8.8	9.2	13.9	11.5	5.7
	<i>Japón</i>	7.9	-3.1	-0.7	-0.3	8.9	14.2	11.5	-0.2	-9.4	-3.6
	<i>Alemania</i>	9.4	13.7	2.0	-5.9	7.7	7.3	2.9	8.1	7.4	6.4
	<i>En desarrollo</i>	8.5	5.5	10.6	7.5	14.0	11.9	8.6	11.1	3.9	5.8
	<i>Africa</i>	2.6	-3.0	5.7	1.5	5.9	10.4	2.3	8.7	2.8	5.1
	<i>Asia a)</i>	17.0	10.4	7.6	13.1	15.7	19.4	6.0	6.6	-11.3	4.6
	<i>Medio Oriente</i>	8.1	0.4	21.6	1.7	-13.9	6.6	9.7	11.6	3.5	7.0
	<i>América Latina</i>	7.7	19.2	19.9	10.2	18.1	8.5	10.3	18.3	8.8	4.8
OECD	<i>World</i>	...	...	...	...	...	...	...	9.8	4.6	5.3
	<i>total OECD</i>	5.4	3.6	4.3	0.8	10.8	7.7	6.4	9.9	6.9	6.2
	<i>Unión Europea</i>	6.3	4.0	2.8	1.5	8.0	5.6	4.7	8.8	8.0	5.8
	<i>Estados Unidos</i>	3.0	0.0	9.6	10.6	13.5	8.9	9.2	13.9	10.9	7.3
	<i>Japón</i>	5.0	3.8	-0.6	3.8	13.6	12.5	11.5	-0.2	-7.9	2.1
	<i>Alemania</i>	12.7	12.1	1.3	-9.8	7.9	2.0	2.9	8.1	6.5	4.9
		Exportaciones (bienes y servicios)									
FMI	<i>World</i>	6.7	4.9	5.1	3.7	10.1	10.2	6.6	10.3	3.9	4.5
	<i>Industrializados</i>	7.5	5.6	4.6	2.0	7.9	8.4	5.5	10.6	3.1	3.8
	<i>Unión Europea</i>	6.5	5.0	3.4	1.4	9.2	7.7	5.2	9.6	6.1	5.6
	<i>Estados Unidos</i>	8.5	6.3	6.6	2.9	8.2	11.3	8.5	12.8	1.1	3.2
	<i>Japón</i>	6.9	5.2	4.9	1.3	4.6	5.4	3.5	10.8	-1.9	0.6
	<i>Alemania</i>	10.4	12.8	-0.3	-5.0	7.9	6.6	5.1	11.1	7.2	5.5
	<i>En desarrollo</i>	6.0	6.9	15.5	10.4	7.9	12.3	9.1	10.7	1.3	4.8
	<i>Africa</i>	6.0	-0.6	2.7	1.9	5.5	7.9	10.7	4.0	-0.6	5.6
	<i>Asia a)</i>	9.4	14.6	9.8	11.4	15.1	14.2	3.3	10.4	4.0	6.4
	<i>Medio Oriente</i>	5.4	3.1	13.2	2.4	11.7	4.9	7.0	6.3	1.5	4.3
	<i>América Latina</i>	10.6	3.9	12.7	10.4	11.9	13.5	10.2	11.8	5.8	8.8
OECD	<i>total OECD</i>	4.9	3.5	3.8	2.3	9.6	8.6	6.4	11.3	5.1	4.8
	<i>Unión Europea</i>	4.0	2.6	2.8	11.3	9.1	6.5	7.3	11.1	6.3	4.4
	<i>Estados Unidos</i>	8.3	7.0	7.0	3.5	10.1	10.6	8.5	12.8	0.5	3.1
	<i>Japón</i>	4.9	2.4	1.7	-1.9	1.6	3.3	3.5	10.8	-2.1	3.3
	<i>Alemania</i>	1.4	1.6	0.8	-6.4	9.1	3.6	5.1	11.1	6.8	5.0

a) excluye China y India

Fuente: ver cuadro 1

Cuadro 3. Inflación (precios o deflatores del consumo)							
	1990	1992	1995	1996	1997	proyecciones	
						1998	1999
Industrializados:							
FMI	5.0	3.3	2.3	1.9	1.7	1.6	1.5
OECD a)	4.2	3.1	2.2	1.7	1.5	1.3	1.3
LINK	3.4	3.0	1.5	1.9	1.9	1.2	1.7
Unión Europea: FMI	5.3	4.5	2.9	2.4	1.7	1.8	1.8
OECD	5.3	4.5	2.9	2.5	1.8	1.8	1.8
LINK	3.0	3.9	2.5	2.5	2.0	1.6	1.4
CEE	...	...	2.9	2.6	2.1	1.6	1.7
Estados Unidos: FMI	5.4	3.0	2.3	1.9	1.9	1.2	2.0
OECD	4.3	2.7	2.5	1.9	1.9	1.0	1.2
LINK	5.0	3.0	2.3	2.4	1.9	1.2	3.1
CEE	...	...	2.2	2.0	1.9	0.9	2.2
OFCE	5.3	2.3	2.8	3.0	2.7	1.6	2.2
Japón: FMI	3.1	1.7	-0.6	-0.5	0.6	0.4	-1.0
OECD	2.0	1.7	-0.6	-0.5	0.6	0.7	-0.4
LINK	2.5	2.0	-0.5	0.2	1.7	0.4	-0.9
CEE	...	...	-0.5	0.2	1.5	0.9	0.7
OFCE	3.1	1.7	0.7	0.1	1.7	0.3	-0.4
Alemania: FMI	2.7	5.1	2.2	1.0	0.6	1.0	1.3
OECD	3.2	5.5	2.2	1.0	0.6	1.1	1.3
LINK	2.7	3.2	1.9	1.9	1.0	1.0	0.4
CEE	...	...	1.9	1.7	1.8	1.0	1.1
OFCE	2.7	4.0	1.8	1.5	1.8	1.0	1.2
En desarrollo: FMI	61.8	35.7	22.3	14.1	9.1	10.3	8.3
Africa:	15.6	31.7	34.1	26.7	11.0	7.7	7.1
Asia:	6.6	6.9	12.8	7.9	4.7	8.3	7.0
Medio Oriente:	21.9	25.9	35.9	24.6	22.6	22.6	13.7
A.Latina:	438.7	151.5	35.9	20.8	13.9	10.8	9.4
En transición: FMI	...	...	124.1	41.4	27.9	29.5	34.6

a) OECD miembros excluyendo Rep. Checa, Grecia, Hungría, México, Polonia y Turquía.

Cuadro 4. Demanda final real (variación porcentual)							
	1990	1992	1995	1996	1997	proyecciones	
						1998	1999
Industrializados:							
FMI	2.6	1.9	2.5	3.2	2.5	2.2	2.4
OECD	2.9	1.9	2.0	3.3	3.0	2.4	2.0
Unión Europea: FMI	2.9	1.1	2.0	1.8	1.9	2.9	2.8
OECD	2.9	1.0	2.2	1.1	2.0	3.0	2.6
CEE	...	...	3.4	1.4	2.3	3.3	2.7
Estados Unidos: FMI	0.9	2.7	2.6	3.6	3.7	5.2	3.2
OECD	0.9	2.8	2.0	3.6	4.2	4.9	2.0
CEE	...	...	3.1	3.7	4.2	4.7	2.6
Japón: FMI	5.2	0.9	2.1	4.8	-0.5	-3.2	0.1
OECD	5.2	0.4	2.2	4.8	-0.5	-3.3	-0.1
CEE	...	...	2.5	4.8	-0.5	-3.6	-0.5
Alemania: FMI	5.2	3.2	1.4	1.2	0.1	1.7	2.7
OECD	5.2	2.8	2.1	0.7	1.4	2.6	2.1
CEE	...	...	2.8	0.8	1.2	2.7	2.5

Fuente: ver cuadro 1

Cuadro 5. Consumo real (variación porcentual)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	proyecciones	
									1998	1999
Privado										
FMI										
<i>Industrializados</i>	2.9	1.4	2.4	1.7	2.8	2.5	2.9	2.7	2.3	1.9
<i>Unión Europea</i>	3.0	2.3	1.6	-0.2	1.7	1.9	2.1	2.2	2.7	2.6
<i>Estados Unidos</i>	1.7	-0.6	2.8	2.9	3.3	2.7	3.2	3.4	4.7	2.4
<i>Japón</i>	4.4	2.5	2.1	1.2	1.9	2.1	2.9	1.1	-1.7	0.3
<i>Alemania</i>	5.4	5.6	2.8	0.1	1.2	1.8	1.6	0.5	1.5	2.3
LINK										
<i>Estados Unidos</i>		-0.6	1.6	3.3	3.5	2.3	2.6	3.0	4.8	1.4
<i>Japón</i>		2.6	1.7	1.1	2.2	1.7	2.9	0.4	-1.5	0.9
<i>Alemania</i>		3.4	1.2	-0.8	-0.9	1.3	1.3	0.6	1.7	2.2
OECD										
<i>total OECD</i>	3.1	1.3	2.3	1.6	2.4	2.0	2.9	2.8	2.5	2.2
<i>Unión Europea</i>	3.0	2.3	1.6	-0.1	1.6	1.8	2.0	2.1	2.5	2.5
<i>Estados Unidos</i>	1.7	-0.6	2.8	2.8	3.1	2.3	3.2	3.4	4.7	2.9
<i>Japón</i>	4.4	2.5	2.1	1.2	1.9	2.0	2.9	1.1	-1.8	0.2
<i>Alemania</i>	5.4	5.6	2.8	0.3	1.0	1.8	1.6	0.5	1.6	2.1
Público										
FMI										
<i>Industrializados</i>	2.7	2.0	1.5	0.7	1.1	0.8	1.5	0.9	1.0	1.1
<i>Unión Europea</i>	2.4	2.2	2.2	0.9	1.1	0.9	1.6	0.2	1.6	1.4
<i>Estados Unidos</i>	2.3	1.0	-0.1	-0.3	0.4	-0.3	0.7	1.3	1.1	1.3
<i>Japón</i>	1.5	2.0	2.0	2.4	2.4	3.3	1.5	-0.1	0.1	0.2
<i>Alemania</i>	2.2	0.5	4.1	-0.5	2.1	2.0	2.7	-0.7	2.7	2.3
LINK										
<i>Estados Unidos</i>	...	1.2	-0.3	-0.8	-0.7	0.0	0.5	1.3	0.6	1.6
<i>Japón</i>	...	3.4	2.4	3.0	2.7	2.0	2.3	0.6	0.3	-0.5
<i>Alemania</i>	...	0.1	1.6	-0.4	1.0	-1.0	2.4	-0.4	1.1	1.3
OECD										
<i>total OECD</i>	2.6	2.0	1.4	1.0	0.8	0.8	1.4	0.9	1.0	1.5
<i>Unión Europea</i>	2.4	2.2	2.2	1.0	1.1	0.9	1.7	0.2	1.5	1.4
<i>Estados Unidos</i>	2.3	1.0	-0.1	0.0	0.2	-0.3	0.7	1.3	1.1	2.0
<i>Japón</i>	1.5	2.0	2.0	2.4	2.4	3.5	2.3	1.5	-0.1	0.5
<i>Alemania</i>	2.2	0.5	4.3	0.0	1.3	2.0	2.7	-0.7	1.0	1.2

Fuente: ver cuadro 1

Cuadro 6.1 Tasas de interés en Estados Unidos, Japón y Alemania										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	proyecciones	
									1998	1999
Largo plazo										
OFCE										
<i>Estados Unidos</i>	7.9	7.8	7.7	6.8	7.5	6.6	6.4	6.3	5.2	4.1
<i>Japón</i>	7.0	6.5	5.3	4.3	4.4	3.4	3.0	2.2	1.3	0.7
<i>Alemania</i>	8.3	8.7	8.6	6.3	6.6	6.8	6.2	5.7	4.5	4.2
LINK										
<i>Estados Unidos</i>	7.5	5.4	3.4	3.0	4.2	5.5	5.3	5.4	5.3	4.8
<i>Japón</i>	7.4	6.7	5.3	4.3	3.7	2.5	2.3	1.7	1.1	1.3
<i>Alemania</i>	8.8	8.5	7.9	6.5	5.5	5.2	5.8	5.3	5.3	5.2
OECD										
<i>Estados Unidos</i>	8.6	7.9	7.0	5.9	7.1	6.6	6.4	6.4	5.2	4.4
<i>Japón</i>	7.0	6.4	5.3	4.3	4.4	3.4	3.1	2.4	1.5	1.0
<i>Alemania</i>	8.7	8.5	7.9	6.5	6.9	6.9	6.2	5.7	4.6	4.1
Corto plazo										
OFCE										
<i>Estados Unidos</i>	7.3	5.4	3.5	3.0	4.3	5.5	5.0	5.6	5.5	4.1
<i>Japón</i>	6.5	7.0	3.5	2.7	1.8	1.2	0.6	0.6	0.7	0.6
<i>Alemania</i>	9.3	6.5	7.3	5.3	4.5	3.2	3.3	3.3	3.5	3.5
LINK										
<i>Estados Unidos</i>	7.5	5.4	3.4	3.0	4.2	5.5	5.0	5.0	5.0	4.8
<i>Japón</i>	7.4	6.7	5.3	4.3	3.7	2.5	2.7	2.5	2.3	2.2
<i>Alemania</i>	8.8	8.5	7.9	6.5	5.5	5.2	3.3	3.2	3.5	3.5
OECD										
<i>Estados Unidos</i>	7.5	5.4	3.4	3.0	4.2	5.5	5.0	4.7	3.8	4.0
<i>Japón</i>	7.7	7.2	4.3	2.9	2.3	1.2	0.6	0.7	0.5	0.5
<i>Alemania</i>	8.5	9.2	9.5	7.3	5.4	4.5	3.3	3.5	3.0	3.1

Cuadro 6.2 Tasas de cambio: monedas nacionales por dolar										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
<i>Yen</i>	144.8	134.7	126.7	111.2	102.2	94.1	108.8	121.0	114.5	
<i>Marco Alemán</i>	1.62	1.66	1.56	1.65	1.62	1.43	1.50	1.73	1.78	
	FMI		OFCE		OECD		LINK			
Proyecciones	1998	1999	1998	1999	1998	1999	1998	1999		
<i>Yen</i>	114.5		135	133	119	119	130	120		
<i>Marao Aleman</i>	1.78		1.76	1.60	1.66	1.66	1.75	1.65		

Fuente: ver cuadro 1

Cuadro 7. América Latina: Tasa de crecimiento del PIB e inflación

	Promedio anual			PIB			Inflación			Balance en Cuenta Corriente		
	1991-97			1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998
	Proyección			1999			1996	1997	1998	1996	1997	1998
Argentina	5.5	4.4	8.4	4.1	1.5	0.1	0.3	1.5	-3787	-9454	-12200.0	
Bolivia	3.9	3.9	4.2	4.5	3.5	8.0	6.5	6.0	-404	-714	-805.0	
Brasil	2.8	3.1	3.4	0.5	-1.0	9.9	4.8	4.0	-24347	-33484	-32450.0	
Chile	7.0	7.2	6.9	3.8	3.0	6.6	6.0	5.0	-3744	-4058	-5160.0	
Colombia	4.1	2.1	3.2	1.8	1.5	21.6	19.0	18.0	-4946	-5683	-6060.0	
Costa Rica	3.4	-0.8	3.1	5.5	4.5	13.8	11.2	11.5	-109	-329	-375.0	
Ecuador	3.5	2.0	3.7	1.0	1.5	25.5	30.0	25.0	111	-746	-1765.0	
El Salvador	5.3	2.5	4.1	3.5	3.5	7.4	3.0	5.0	-99	97	-235.0	
Guatemala	4.1	2.9	4.0	4.7	3.5	10.0	10.0	9.0	-391	-547	-700.0	
Honduras	-1.8	3.0	4.4	2.8	-2.0	24.9	17.0	15.0	-188	-191	-295.0	
México	2.8	5.1	7.3	4.6	3.0	27.7	15.1	13.0	-2330	-7449	-15500.0	
Nicaragua	2.8	5.5	5.5	3.6	3.5	12.0	9.0	9.0	-698	-813	-805.0	
Panamá	4.8	2.5	4.3	3.5	4.0	1.3	2.0	1.5	-159	-309	-595.0	
Paraguay	2.7	1.3	2.6	-0.1	1.0	8.2	10.0	9.0	-317	-642	-235.0	
Peru	5.4	2.8	7.7	1.0	4.0	11.8	9.0	7.5	-3619	-3408	-4120.0	
Rep. Dominicana	4.7	7.3	7.4	7.0	6.0	4.0	8.0	8.0	-240	-225	-505.0	
Uruguay	4.2	4.8	5.1	2.5	1.0	24.7	18.0	15.5	-233	-321	-430.0	
Venezuela	2.9	-1.5	5.6	-1.0	-0.5	103.2	38.0	32.0	8914	4684.0	-1560.0	
Total países	3.5	3.6	5.5	2.3	1.1	---	---	---	-36659	-63669	83905	

Fuente: CEPAL, Centro de Proyecciones

CUADRO 8. PRECIOS PARA IMPORTANTES PRODUCTOS DE EXPORTACION

(Índices de precios en dólares corrientes base 1990)

Producto	1980	1985	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<i>Alimentos</i>	139	86	99	100	99	105	114	128	114	100
<i>Azúcar</i>	229	32	71	72	80	95	106	95	91	75
<i>Bananos</i>	72	73	109	91	85	84	85	91	109	95
<i>Camarón</i>	94	97	107	101	106	121	125	121	136	140
<i>Carne</i>	109	85	105	96	103	92	75	70	73	69
<i>Soya</i>	120	91	97	95	103	102	105	123	120	101
<i>Trigo</i>	129	101	94	110	104	110	131	152	118	94
<i>Bebidas</i>	182	164	94	77	86	150	151	125	166	145
<i>Café</i>	185	159	93	71	79	163	164	136	206	157
<i>Materias primas agrícolas</i>	105	71	96	98	115	126	131	128	119	100
<i>Algodón</i>	116	76	95	76	77	101	129	110	101	94
<i>Madera aserrada de conif.</i>	90	82	105	114	135	145	147	169	131	110
<i>Pulpa de Madera</i>	54	63	73	69	52	68	105	71	68	65
<i>Minerales y metales</i>	95	70	86	86	72	84	100	88	91	77
<i>Aluminio</i>	105	66	79	77	69	90	110	92	98	84
<i>Cobre</i>	82	53	88	86	72	87	110	86	86	63
<i>Hierro</i>	88	74	108	103	91	83	88	93	93	96
<i>Total prod. primarios</i>	126	91	94	92	96	109	118	117	113	97
<i>Manufacturas de la OECD</i>	68	59	90	93	88	91	100	97	88	84
<i>Energía</i>	175	167	83	81	71	66	71.1	86.1	79.6	55.7
<i>Petroleo precio promedio</i>										

Fuente: Banco Mundial, Commodity Markets and the Developing Countries. Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, varios números. UNCTAD, boletín mensual de precios de productos básicos, varios números

