

A CRISE NOS MERCADOS EMERXENTES E AS IMPLICACIÓNS FINANCEIRAS

*JUAN PIÑEIRO CHOUSA / **JACOBO FEÁS VÁZQUEZ

*Departamento de Economía Financeira e Contabilidade
Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais
Universidade de Santiago de Compostela

** Economista

Recibido: 5 marzo 1999

Aceptado: 10 maio 1999

A economía internacional, que dende a década dos 90 viña rexistrando unha progresiva expansión, sufriu unha ralentización a escala global motivada pola crise financeira desatada no sueste asiático. As últimas previsións do Fondo Monetario Internacional estiman que a economía mundial pasará dun crecemento global do 4,1% do produto interior bruto global en 1997 a un 2% para 1998, o que supón un descenso considerable.

A crise financeira desatada en Tailandia desencadeou un efecto dominó sobre os seus veciños asiáticos, producindo unha inestabilidade e unha serie de turbulencias de carácter internacional que, xunto á crise rusa, afectou en maior medida ós mercados emerxentes e países en desenvolvemento que ás economías cunha maior solidez e estabilidade económica como os Estados Unidos ou a Unión Europea.

Existen unha serie de circunstancias económicas que son comúns ós países nos que a crise financeira transformouse nunha crise económica, factores como a desaceleración da economía, niveis de inflación crecentes, altos niveis de desemprego, posicións da balanza por conta corrente e a deterioración das finanzas públicas.

Así podemos ver que nos países máis avanzados, a crise, aínda que afectou ó mercado financeiro, non supuxo ata o momento unha recesión no sector económico. A tendencia de crecemento económico experimentada en EE.UU e Europa débese en parte á crise financeira e en parte á debilidade do prezo do petróleo e as materias primas. A base dese crecemento sostido apóiase na robustez da súa demanda interna e na credibilidade e confianza que eses mercados inspiran nos axentes económicos, aínda que cabe esperar a partir do 98 unha ralentización do crecemento debido ó impulso que a crise financeira provoca nas exportacións dos países en crise debido á súa mellora na competitividade.

Tendo en conta á Unión Europea como unha única identidade, a recuperación económica foi debida ó mantemento do consumo e do investimento. Os efectos negativos da crise, polo que se refire ás exportacións, víronse compensados coa mellora nas condicións comerciais, tipos de xuro a longo prazo máis baixos e o forte crecemento económico en países menos afectados pola crise.

Táboa 1.- Crecemento económico

| | 1996 | 1997 | 1998 ¹ | 1999 ² |
|----------------------|------|------|-------------------|-------------------|
| Estados Unidos | 3,4 | 3,9 | 3,6 | 1,8 |
| Zona do euro | 1,6 | 2,5 | 2,8 | 2,4 |
| Xapón | 5,0 | 1,4 | -2,8 | -0,5 |
| Ascan-4 ³ | 7,1 | 3,7 | -10,6 | -1,4 |

¹ Estimacións en decembro; ² Previsións en decembro; ³ Indonesia, Malaisia, Filipinas e Tailandia.

FONTE: FMI (1998).

No caso dos países situados na orixe da crise, a crise financeira trouxo consigo unha crise económica sufrindo unhas diminucións drásticas na produción, pasando de taxas de crecemento do 7,1% en 1996, ó 3,7% no inicio da crise e cunhas previsións do -10,4% para 1998. Esta crise económica podería ser debida a condicións económicas concretas e á falta de confianza nos mercados financeiros debido á fragilidade destes, á ineficiente intermediación do sistema bancario, á deficiente supervisión bancaria e á falta de transparencia.

No referente á inflación como indicador da situación económica, nos países máis desenvolvidos os niveis de prezos, pese a todo, mantivéronse na tendencia de estabilización en niveis baixos de inflación, mentres que nos países que máis sufriron a crise, esta disparouse chegando incluso nalgún caso como o de Indonesia a alcanzar niveis no ano 1998 do 60% en relación ó 6,6% do ano 1997.

Táboa 2.- Taxa de inflación

| | 1996 | 1997 | 1998 ¹ |
|----------------|------|------|-------------------|
| Estados Unidos | 2,9 | 2,3 | 1,6 |
| Unión Europea | 2,5 | 1,9 | 1,7 |
| Xapón | 0,1 | 1,7 | 0,4 |
| Ascan-4 | | | |
| Indonesia | 7,9 | 6,6 | 60,0 |
| Malaisia | 3,5 | 2,7 | 6,0 |
| Filipinas | 8,4 | 6,0 | 10,0 |
| Tailandia | 5,9 | 5,6 | 9,0 |

¹ Estimacións.

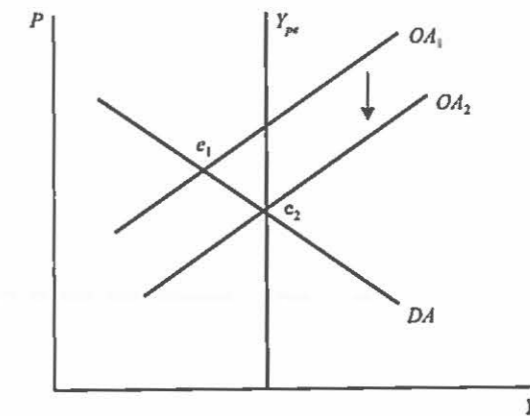
FONTE: Elaboración propia.

En Estados Unidos o nivel de inflación mantívose estable a baixos niveis pese ó crecemento robusto da produción e as presións exercidas polo mercado de traba-

llo, condicións nas que anteriores experiencias suxerían presións inflacionistas. O mantemento destes niveis é debido, en parte, á intervención da Reserva Federal. Unido a isto cómpre ter en conta que coa crise asiática produciuse un fortalecemento do dólar e con isto unha redución no custo das materias primas importadas, o cal supón unha redución nas presións sobre os custos de produción que levou a unha redución dos custos industriais ó que hai que engadir unha mellora na produtividade.

A diminución no prezo das materias primas, e entre elas o prezo do petróleo supón unha redución dos custos de produción. Unha perturbación favorable deste tipo despraza a curva de oferta agregada en sentido descendente modificando a situación de equilibrio e permitindo un crecemento maior da economía e dos salarios reais con baixos niveis de inflación, relaxando deste modo as presións inflacionistas que puideran vir derivadas do lado da demanda.

Figura 1



Efecto similar ó que se produciu entre 1987 e 1988 coa redución de prezos do petróleo en 1986 e que contribuíu a aumentar e manter un rápido crecemento cunha baixa inflación nas economías industrializadas (Dorbunsh e Fischer, 1994).

Táboa 3.- Nivel de prezos do comercio mundial

| | 1996 | 1997 | 1998 ¹ | 1999 ² |
|------------------------|------|------|-------------------|-------------------|
| Manufacturados | -3,0 | -8,1 | -2,5 | 4,0 |
| Petróleo | 18,4 | -5,4 | -30,5 | 8,4 |
| Outras materias primas | -1,2 | -3,3 | -15,6 | -0,6 |

¹ Estimacións en decembro; ² Previsións en decembro.

FONTE: FMI (1998).

Táboa 4.- Indicadores económicos dos Estados Unidos (taxas de crecemento en %)

| | 1992-95 | 1997 | 1998 ¹ |
|------------------------------|---------|------|-------------------|
| PIB real | 2,7 | 3,9 | 3,5 |
| IPC | 2,9 | 2,3 | 1,6 |
| Deflactor do PIB | 2,5 | 1,9 | 1,2 |
| Taxa de desemprego | 6,5 | 5,0 | 4,5 |
| IPI | 1,7 | -0,1 | -5,6 ¹ |
| Productividade | 3,6 | 4,0 | 3,4 |
| Prezo do petróleo | 2,0 | -5,4 | -31,1 |
| Prezo outras materias primas | 6,2 | -3,3 | -13,9 |

¹ Ata agosto de 1998.

FONTE: FMI (1998).

Durante a época de crise observouse unha diminución dos fluxos netos de capital privado cara ós mercados emerxentes en 1997 de 91 millóns de dólares do nivel alcanzado no 1996 de 215 millóns de dólares e segundo as estimacións do FMI prevese unha caída aínda maior para o ano 1998 ata alcanzar un volume de 57 millóns tendo os países asiáticos, onde a crise tivo unha maior incidencia, o maior peso específico desta redución (preto das tres cuartas partes).

Se non se toman as medidas adecuadas e non se reducen os tipos de xuro, esta situación provocará unha maior contracción da demanda agregada e da actividade económica, maiores diminucións das importacións e maiores superávits en conta corrente en tódolos mercados emerxentes.

A tendencia do déficit por conta corrente observado na zona, e que en 1997 alcanzou un nivel de 24 millóns de dólares, converteuse nun superávit de 57 millóns en 1998 que foi debido en parte ás grandes desvalorizacións sufridas polas moedas do sueste asiático, reforzadas polos ataques especulativos que sufriron esas moedas e, en parte, pola contracción da demanda interna, tanto no consumo coma no investimento, como resultado das duras condicións financeiras despois das medidas de axuste tomadas.

Os mercados emerxentes, entre os que se atopan os países orixe da crise, comportan unha serie de riscos específicos como o risco de liquidez, risco de cambio, risco político, risco operacional; baixo a denominación xenérica de risco país, son en parte a causa da magnitude desta crise (Piñeiro, 1998).

Risco de liquidez: reduce o atractivo destes mercados e provén da forte concentración destes, da súa dimensión reducida e da falta de mobilización do aforro local.

Risco de cambio: acentúa o xa de por si risco que supoñen as fluctuacións do mercado.

Risco político: inherente á inestabilidade política propia dos países en desenvolvemento.

Risco operacional: baseado na falta de fiabilidade, transparencia e seguridade neses mercados.

O incremento do risco país acentuou máis o superávit por conta corrente debido á volatilidade dos mercados financeiros, o cal leva consigo unha fuxida dos capitais financeiros dos mercados emerxentes asiáticos (os fluxos de capital neto privado reducíronse durante o 98 ata un 18,5%) buscando refuxio nos mercados de valores máis seguros como o europeo e os EE.UU.

Táboa 5.- Balanza por conta corrente

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 ¹ | 1999 ¹ |
|----------------|--------|--------|--------|-------------------|-------------------|
| Estados Unidos | -115,3 | -134,9 | -155,2 | -236,3 | -290,4 |
| Unión Europea | 53,9 | 90,8 | 123,3 | 96,6 | 92,8 |
| Xapón | 111,4 | 65,8 | 94,1 | 131,4 | 135,8 |
| Asean-4 | -32,0 | -30,7 | -16,0 | 17,6 | 17,6 |
| Indonesia | -6,8 | -7,6 | -3,9 | 2,1 | 2,8 |
| Malaisia | -8,7 | -4,9 | -4,8 | 4,4 | 3,4 |
| Filipinas | -3,3 | -3,9 | -4,3 | -1,0 | -0,5 |
| Tailandia | -13,2 | -14,4 | -3,0 | 12,1 | 11,9 |

¹ Previsións actuais.

FONTE: Banco Mundial.

Tanto EE.UU. coma Europa beneficiáronse substancialmente desa situación cun cambio importante nas súas balanzas por conta corrente. No caso dos EE.UU., pasouse dun déficit de 155,2 millóns de dólares en 1997 a unha previsión de 236,3 millóns para 1998 e de 290,4 millóns para 1999, debido en parte ó movemento de fluxos de capital cara á este país, motivado, por un lado, pola crise asiática e, por outro, polas condicións de seguridade, efecto refuxio dos mercados americanos e europeos.

No caso de Europa, o superávit en conta corrente tende a diminuír, pasando de 123,3 millóns de \$ en 1997 a 96,6 millóns en 1998 e a 92,8 millóns previstos para 1999.

En ámbolos dous casos, a crise provocou unha redución das exportacións tanto na UE como nos EE.UU., aínda que esta redución se viu compensada cun incremento da demanda interna favorecida polos baixos tipos de xuro e taxas de inflación estables a niveis bastante baixos e sen tensións inflacionistas.

As iniciais previsións de recuperación que se estableceran para os mercados emerxentes do sueste asiático baseábanse, en parte, na mellora das balanzas comerciais, incluíndo un crecemento nas exportacións xerado por unha mellora na competitividade. Sen embargo, estas melloras nas balanzas comerciais foron máis o froito dunha contracción nas importacións ca un incremento real das exportacións que, aínda que sufriron un incremento canto ó seu volume, as continuas depreciacións das moedas deses países deron lugar a niveis similares de exportacións valoradas en termos de dólares.

Táboa 6.- Liñas básicas da recuperación asiática¹. Porcentaxes medias anuais con base no PIB

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001-03 |
|------------------------------|------|------|-------|------|------|---------|
| Crecedemento ² | 7,2 | 4,1 | -8,7 | 0,6 | 3,0 | 5,3 |
| Balance externo | -0,3 | 3,0 | 6,8 | -0,5 | -1,0 | -0,5 |
| Demanda | 7,5 | 1,1 | -15,5 | 1,1 | 4,0 | 5,7 |
| Gasto público | 0,6 | 0,2 | 0,9 | -1,1 | -0,4 | 0,2 |
| Consumo privado | 4,3 | 2,4 | -4,1 | -0,1 | 1,6 | 2,8 |
| Investimento bruto | 2,7 | -1,5 | -12,3 | 2,4 | 2,8 | 2,7 |
| Balanza conta corrente | -4,9 | -2,2 | 6,4 | 4,3 | 2,6 | 0,7 |
| Fluxo neto de capital | 6,8 | -1,6 | -18,5 | -0,9 | 1,8 | 2,9 |
| Nivel de prezos ² | 5,4 | 5,0 | 9,1 | 6,4 | 4,2 | 3,7 |

¹ Indonesia, Corea, Malaisia e Tailandia; ² Variación porcentual anual.

FONTE: FMI.

A redución nos prezos das materias primas tivo unha grande incidencia nos países de Oriente Medio e África, debido á gran dependencia que estes países teñen das exportacións de materias primas. Por un lado, para os exportadores de petróleo supuxo unha influencia notable sobre os orzamentos nacionais xa que as exportacións de petróleo representan a principal fonte de ingresos dos estados. Por outro lado, o resto dos países exportadores de materias primas e, á súa vez, importadores de petróleo, tamén se viron prexudicados pola redución nos prezos das materias primas, aínda que se ben se beneficiaron da redución do prezo do cru, este beneficio non paliou o efecto dos prezos sobre as súas exportacións.

Canto a Xapón, as perspectivas da economía xaponesa, segundo o último informe do FMI, son particularmente incertas e aínda quedan pendentes cuestións verbo da adecuación e implementación das recentes iniciativas para modificar a situación actual. O Banco de Xapón sentou as bases para incrementa-lo crédito e a liquidez e outras medidas fiscais están sendo consideradas. Pero o risco máis importante é que a confianza e a demanda se manteñan nos actuais termos se a reestructuración e a recapitalización do sector financeiro xaponés fose atrasada ou fose levada a cabo sen os cambios fundamentais necesarios para convencer os mercados de que a debilidade financeira foi superada.

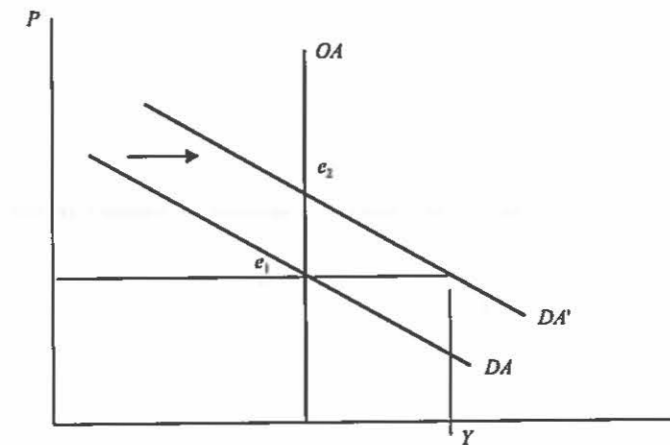
Así pois, nos países cunha fráxil estrutura económica esta crise financeira derivou nunha crise económica á que se chegou mediante tres vías:

- En primeiro lugar, o chamado efecto riqueza. Ó falar do efecto riqueza, debemos ter en conta que a perturbación orixinada no mercado do diñeiro daría lugar a un exceso de demanda agregada no nivel de prezos inicial dando lugar a un incremento no nivel de prezos, o cal levaría a unha diminución da demanda agregada (vía maior tipo de xuro ó descende-los saldos reais de diñeiro, e eventualmente un menor nivel de riqueza en termos reais). Á súa vez, a oferta aumentaría nun

modelo keynesiano, pero non así no modelo clásico, como podemos observar na figura 2 pois o menor salario real levaría non só a un aumento da demanda de traballo senón tamén a unha diminución da oferta, co que aumentaría o salario monetario e permanecerían invariables o salario real e os niveis de emprego e produción (Bajo e Monés, 1996).

A caída dos prezos dos bonos e as accións nestes mercados tiveron, como xa vimos, un impacto negativo na demanda de bens de consumo e investimento. As economías domésticas, ó reducirse o valor dos seus aforros, séntense menos ricas; a percepción do seu nivel de renda permanente redúcese co cal tenden, á súa vez, a reduci-lo consumo e aforrar en maior medida. Por outro lado, as empresas, ó reducirse o valor dos seus recursos propios, tenden a non investi-la súa capacidade productiva e a consumir menos. Isto provoca unha diminución nos dous principais compoñentes da demanda, o cal contrae a demanda agregada. Á súa vez, as empresas, ante menores niveis de investimento, provocarán unha diminución da oferta agregada.

Figura 2



- En segundo lugar, este efecto riqueza vese reforzado polas perdas que nas institucións financeiras provoca a caída dos prezos dos bonos e das accións, o cal fai que esas institucións tendan a desfacerse deses activos, afundindo aínda máis os prezos, co que reduce en maior medida a riqueza das familias e das empresas.
- En terceiro lugar, o empeoramento das expectativas na actividade por parte das empresas e das economías domésticas provoca unha maior aversión ó risco e con iso unha redución da liquidez dispoñible para investir e así unha maior demanda monetaria e unha tendencia ó alza dos tipos de xuro. A maior dificultade de acceso ás fontes de financiamento por parte das empresas, a redución do investimento, e con isto da produción, leva consigo unha contracción da demanda.

A solución dos problemas financeiros e no balance por conta corrente pasa por reformas substanciais no sistema financeiro por parte dos bancos centrais dos respectivos países co obxecto de crear unha situación na que os investidores (tanto nacionais como internacionais) vexan garantidos os seus investimentos e con isto fomenten a actividade productiva dentro de cada país, fortalecendo así a demanda interna.

A crecente importancia do peso que os mercados financeiros teñen sobre a economía engádelle un importante factor de volatilidade, xa que a precisión das previsións é inferior. O mercado financeiro está baseado na credibilidade e esta depende da confianza dos investidores.

A crecente globalización dos mercados e a maior interrelación das economías e, en concreto, a actual situación en Asia veu demostra-la fraxilidade das políticas monetarias levadas a cabo illadamente polos gobernos dos distintos países co obxectivo de defende-las súas posicións ante o resto do mundo. Cando estas políticas son exercidas sen unha consolidada posición económica e cunha reducida capacidade de manobra ante presións externas (normalmente con baixos niveis de reservas en divisas) poden afondar máis as crises ante os ataques especulativos. A posición da reserva oficial dos gobernos nos investimentos netos internacionais é moi importante durante as épocas de tipos de cambio de flotación sucia, cando a contía desas reservas para a satisfacción dos déficit existentes permite defender de maneira diferente a súa moeda (Levi, 1997).

A creación do Banco Central Europeo e con isto a converxencia cara a unha política monetaria común no marco da Unión Europea derivará nunha maior fortaleza no entorno internacional. Esta fortaleza redundará nunha maior protección fronte a ataques especulativos internacionais, o que creará unha crecente estabilidade e senta as bases necesarias para un desenvolvemento sostido.

Pódese obter unha maior solidez mediante unha política de demanda común por medio dunha redución paulatina dos tipos de xuro e os mecanismos necesarios para conseguir que esta se traduza nunhas mellores fontes de financiamento para as empresas. Esta redución implica uns menores custos de capital e, polo tanto, unhas maiores expectativas de rendemento dos investimentos á vez que anima o consumo presente fronte ó consumo futuro.

Os mercados financeiros veríanse tamén beneficiados ó aumenta-lo diferencial entre o custo de capital e o rendemento esperado, o cal tende a mellora-la cotización das accións, ó que hai que engadir que se reduce a percepción do risco ó aumenta-las expectativas de rendibilidade e os niveis de confianza.

Todo isto implica a necesidade de:

- Una maior cantidade de fusións e adquisicións entre empresas dentro da Unión Europea co obxectivo de aumenta-la competitividade internacional.
- A potenciación de mercados secundarios globais ós que poidan acudi-las pequenas e medianas empresas para mellora-las posibilidades de financiamento, xa

que un repunte dos tipos de xuro no futuro acentuaría máis as necesidades de fontes de financiamento adicionais e máis baratas para as pequenas e medianas empresas¹. Mercados secundarios, como o EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation) similar ó americano NASDAQ e ó cal accederon empresas de 12 países europeos entre os que non se atopa España, poderían dar lugar a unha boa vía de financiamento adicional.

BIBLIOGRAFÍA

- BAJO, O.; MONÉS, M.A. (1996): *Curso de macroeconomía*. Barcelona: Antoni Bosch.
 DORBUNSH, R.; FISCHER, S. (1994): *Macroeconomía*. 6ª ed. Madrid: McGraw Hill.
 FMI (1998): *World Economic Outlook*. International Monetary Fund.
 LEVI, M.D. (1997): *Finanzas internacionales*. México: McGraw Hill.
 PIÑEIRO CHOSA, J.; RODRÍGUEZ SANDIÁS, A.; DÍEZ DE CASTRO, J.A. (1998): "Os mercados emerxentes", *Revista Galega de Economía*, vol. 7, núm. 1.
 WORLD BANK (1998): *Development Indicators*. World Bank.

¹ No caso concreto da comunidade autónoma galega, o mapa empresarial está constituído en máis dun 80% por pequenas e medianas empresas que, dado o seu volume de negocio, non poden acceder ós principais mercados bolsistas en busca de financiamento adicional.