

III. Las economías de mercado emergentes

Aspectos más destacados

Las economías de mercado emergentes siguieron registrando un fuerte crecimiento, una inflación moderada y superávits en cuenta corriente en 2006 y durante el primer trimestre de 2007. Aun así, las presiones inflacionistas generaron preocupación en algunos países, en parte debido al dinamismo de la demanda y en parte a causa de la incertidumbre sobre el precio de las materias primas. A pesar del moderado endurecimiento de la política monetaria, el crecimiento del crédito ha seguido siendo significativo en una serie de economías de mercado emergentes. Al mismo tiempo, la consolidación fiscal y la mejora en la gestión de la deuda han reforzado la capacidad de respuesta de las economías.

Tras repasar brevemente la evolución reciente y exponer los riesgos de la inflación y los desarrollos fiscales, este capítulo trata dos temas importantes. En primer lugar, se exploran las implicaciones del giro de las balanzas de pagos hacia grandes superávits en cuenta corriente que exceden los flujos netos de entrada de capitales. La influencia de los inversionistas extranjeros sobre los mercados de activos locales podría ser mayor que la que implica los flujos netos de capital, en parte porque estos inversionistas han reforzado sus carteras de activos de mercados emergentes. Además, las posiciones constituidas a través de derivados financieros en estos mercados podrían no haber quedado adecuadamente registradas. Los precios de los activos han aumentado considerablemente en las economías de mercado emergentes, pero aún no está claro si la influencia extranjera ha añadido volatilidad a los mismos.

El segundo asunto analizado es la irrupción de China en el comercio mundial. Su papel como núcleo de una red de producción integrada en Asia oriental ha alterado los patrones comerciales. Una parte significativa de las importaciones de China está constituida por bienes intermedios, destinados a ser procesados por su sector exportador, siendo la importación de bienes para la demanda interna mucho menor. Los exportadores de materias primas se han beneficiado por lo general del aumento de la demanda de China, mientras que las ganancias de sus vecinos y de otras economías de mercado emergentes no están tan claras. Algunos países han perdido cuota de mercado frente a China en terceras plazas, pero han sido capaces de ampliar sus exportaciones de bienes intermedios y de capital para el sector exportador chino. Un incremento de la demanda china relativamente baja de importaciones destinadas a satisfacer la demanda final interna proporcionaría nuevas oportunidades a sus socios comerciales y también aumentaría la capacidad del crecimiento chino para contrarrestar una eventual desaceleración de la demanda de Estados Unidos. Finalmente, la emergencia de China tiene implicaciones desiguales para las políticas cambiarias de sus vecinos.

Evolución económica

Fuerte crecimiento y superávits en cuenta corriente...

El crecimiento de las economías de mercado emergentes siguió sorprendiendo al alza, al alcanzar el 7,4% en 2006 frente al 6,8% en 2003–05 (véase el Cuadro III.1) y mantuvo su vigor en el primer trimestre de 2007. El último consenso de previsiones pronostica que el crecimiento se desacelerará moderadamente en 2007 respecto a 2006. En algunas de las economías de crecimiento más rápido (por ejemplo China, la India y Argentina) también se espera cierta desaceleración. En Brasil, donde la persistencia de una tasa de crecimiento reducida ha supuesto una preocupación a medio plazo, el crecimiento repuntó el año pasado y superó la media del periodo 2003–05, previéndose que se elevará aún más en 2007. La revisión reciente de las

Crecimiento del producto, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real ¹			Precios de consumo ¹			Balanza por cuenta corriente ²		
	2003–05	2006	2007	2003–05	2006	2007	2003–05	2006	2007
Asia	7,9	8,8	8,2	3,4	3,4	3,5	193	329	355
China	9,6	10,7	10,3	2,3	1,5	2,8	92	211	243
Corea	4,0	5,0	4,5	3,3	2,2	2,4	19	6	3
India ³	8,2	9,2	8,1	5,5	5,4	5,1	-1	-14	-19
Indonesia	5,1	5,5	6,0	7,7	13,1	6,7	3	10	8
Tailandia	6,0	5,0	4,0	3,0	4,6	2,4	0	3	5
Otros Asia ⁴	5,3	5,6	5,0	2,0	2,7	2,2	80	114	114
América Latina	4,3	5,4	4,8	6,6	4,9	5,0	25	51	26
Argentina	9,0	8,5	7,6	7,3	9,8	9,1	6	8	7
Brasil	3,3	3,7	4,2	7,5	3,1	3,6	10	14	10
Chile	5,4	4,0	5,7	2,4	2,6	3,0	0	5	4
México	2,8	4,8	3,1	4,2	4,1	3,6	-7	-1	-9
Venezuela	6,3	10,6	7,0	20,1	17,0	18,9	17	27	16
Otros América Latina ⁵	4,8	7,2	6,1	4,6	3,4	3,9	-1	-1	-2
Europa central	4,3	5,5	5,1	2,5	1,9	3,2	-20	-20	-23
Hungría	4,4	3,9	2,5	5,0	3,9	7,2	-8	-7	-6
Polonia	4,2	5,8	6,0	2,1	1,0	2,2	-7	-7	-11
República Checa	4,6	6,1	5,2	1,6	2,5	2,5	-5	-6	-6
Rusia	6,9	6,7	6,6	12,4	9,8	7,8	59	96	71
Turquía	7,4	6,1	4,7	12,6	9,6	8,9	-16	-31	-31
África ⁶	5,4	5,5	6,2	9,0	9,5	10,7	4	20	1
Sudáfrica	4,3	5,0	5,0	3,5	4,6	5,3	-6	-16	-15
Oriente Medio ⁶	5,8	5,7	5,5	6,8	7,9	10,6	116	212	153
Total	6,8	7,4	7,0	5,3	4,8	5,0	362	685	551
<i>Pro memoria:</i>									
Países del G-7	2,4	2,8	2,2	2,0	2,3	1,9	-457	-675	-583

Los datos para 2007 y algunos datos para 2006 se basan en el consenso de previsiones y estimaciones de mayo y en el FMI.

¹ Variación porcentual anual. Las cifras regionales corresponden a las medias ponderadas basadas en el PIB y los tipos de cambio PPA del año 2000. Media del periodo; para América Latina, final del periodo. ² En miles de millones de dólares de EEUU. Las cifras regionales corresponden a la suma de las economías enumeradas. ³ Los datos anuales corresponden a ejercicios fiscales que comienzan en abril; las cifras de inflación corresponden a precios al por mayor. ⁴ Filipinas, Hong Kong RAE, Malasia, Singapur y Taiwan (China). ⁵ Colombia y Perú. ⁶ Según la clasificación regional de países realizada por el FMI en sus *Perspectivas de la Economía Mundial*.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; © Consensus Economics; datos nacionales. Cuadro III.1

cuentas nacionales reveló una mayor contribución del sector servicios y, en consecuencia, un crecimiento superior al estimado previamente. Los superávits en cuenta corriente se ampliaron en África, América Latina, Asia, Oriente Medio y Rusia. Por el contrario, los déficits en cuenta corriente crecieron en la India, Turquía y Sudáfrica, y continuaron siendo cuantiosos en Europa central.

El estudio de los componentes de la demanda agregada revela que las exportaciones netas siguieron contribuyendo positivamente al crecimiento de China y del resto de Asia. Por otro lado, su contribución ha caído en Europa central (aunque aún es positiva) y ha sido ligeramente negativa en América Latina en los últimos dos años. Al igual que en años anteriores, la demanda interna fue clave una vez más para sostener el crecimiento. El consumo fue importante en la mayoría de las regiones emergentes, mientras que la inversión también impulsó el crecimiento en América Latina, China y Europa central.

La mediana de la inflación en las economías de mercado emergentes se elevó al 3,7% en 2006, desde el 3,5% en 2005, permaneciendo por tanto cerca de la mediana del periodo 1999–2005. Sin embargo, se registraron variaciones sustanciales entre regiones. En Asia, la mediana de la inflación en 2006 estuvo todavía muy por debajo de la de otras regiones, aunque se situó claramente por encima de las tasas cercanas a cero registradas en 2002. También repuntó bruscamente en otras economías de mercado emergentes, aunque ha tendido a caer en América Latina. Aun cuando las tendencias inflacionarias son difíciles de interpretar, según se argumenta más adelante, existen riesgos importantes de incremento de la inflación.

... e inflación ligeramente más alta

Panorama y retos para las políticas

El panorama de las economías de mercado emergentes está expuesto a dos riesgos principales. El primero es que una acentuada desaceleración de la economía estadounidense merme significativamente el crecimiento. Sin embargo, el presente análisis no se centrará en este riesgo, salvo para hacer notar que el panorama es dispar. Por un lado, como se argumentó en el Capítulo II, el riesgo de una desaceleración en Estados Unidos no puede descartarse por completo, ya que siguen sin estar claros cuáles serían los efectos plenos de la debilidad del mercado de la vivienda estadounidense. Por otra parte, el consenso de previsión apunta al sostenimiento de un crecimiento moderado en Estados Unidos para 2007. Además, los riesgos para las economías de mercado emergentes se verían mitigados si otras economías, entre ellas China, Japón y la Unión Europea, fueran capaces de contrarrestar posibles desaceleraciones de la demanda estadounidense incrementando sus respectivos niveles de gasto.

Esta sección se centra más bien en otro riesgo, el del aumento de la inflación. Durante el pasado año se expresó preocupación en ciertos foros por la elevada o creciente inflación. En algunos países (por ejemplo Argentina, Rusia y Venezuela) la cuestión fue el nivel de inflación, en otros (entre ellos México) preocupaba que ésta se situara por encima de la banda objetivo, y en algunos otros fue su aceleración lo que centró la atención. Por ejemplo la inflación en la India, tras haber caído en 2005, aumentó significativamente en

Los riesgos inflacionarios varían...

2006 (en estos momentos supera la banda tolerada a medio plazo por el Banco de la Reserva), temiéndose incrementos adicionales en 2007. La inflación general en China, que es baja comparada con la de otros países, también ha repuntado de forma notable últimamente. Además, no está claro si las medidas de inflación utilizadas en China reflejan correctamente las presiones inflacionistas subyacentes. En cambio, el comportamiento de la inflación ha mejorado en varios países, entre los que cabe destacar Brasil, Filipinas, Indonesia y también Tailandia, donde despertó gran preocupación el año pasado. La inflación también ha caído en Rusia, aunque continúa alta.

¿Qué probabilidad hay de que las presiones inflacionistas continúen o incluso se intensifiquen en algunos países? La respuesta a este interrogante pasa por las brechas de producto, los cambios en los precios relativos y las expectativas de inflación.

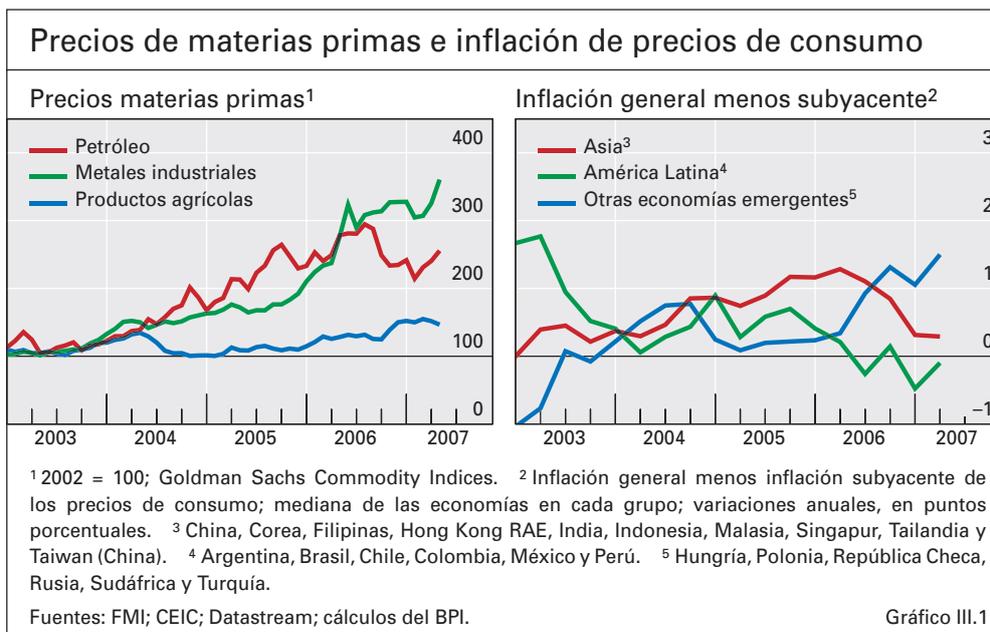
... pero se acentúan con el cierre de las brechas de producto...

Brechas de producto. Algunas estimaciones recientes sugieren que las brechas de producto de las economías de mercado emergentes casi se han cerrado o son positivas. Por ejemplo en Brasil, que últimamente ha experimentado desinflación, los índices de utilización de la capacidad en el sector manufacturero han sido comparativamente altos, cercanos al 82%. En la India, la utilización de la capacidad podría acercarse al 100% y en otros países el crecimiento parece situarse por encima del potencial. En parte, la fuerte demanda refleja perturbaciones positivas sobre los términos de intercambio (entre los exportadores de materias primas) y condiciones favorables a nivel mundial. En estas circunstancias, políticas monetarias relativamente laxas (véase más adelante) podrían incrementar los riesgos inflacionarios en el futuro en algunas economías de mercado emergentes.

... y el encarecimiento del petróleo

Cambios en los precios relativos. El petróleo y otros productos básicos se han encarecido rápidamente en los últimos años (véase el Gráfico III.1). El sector petrolero ilustra algunas de las cuestiones y los potenciales riesgos inflacionarios. Aunque los precios del crudo ya habían abandonado sus máximos de mediados de julio de 2006 (77 dólares el barril de West Texas Intermediate), vienen repuntando desde enero de 2007 (hasta alcanzar los 63 dólares por barril a mediados de mayo). Aunque el crecimiento de la demanda mundial de crudo se desaceleró, pasando del 4% en 2004 al 1% aproximadamente en 2006, el reciente repunte de los precios se debe en parte a la fuerte demanda de las economías que no pertenecen a la OCDE. Más recientemente, los factores por el lado de la oferta han aumentado su protagonismo, y previsiblemente lo harán en el futuro. Por ejemplo, la decisión de la OPEP de recortar la producción a partir de noviembre de 2006 parece haber contribuido al reciente vigor de los precios del petróleo.

El impacto del encarecimiento del petróleo podría ser sustancial. Un análisis reciente estima que una duplicación del precio inducida por factores de oferta impulsaría la inflación en los países emergentes de Asia nada menos que 1,4 puntos porcentuales por encima del valor de referencia. Los efectos sobre la inflación serían mayores si los países importadores de crudo tuvieran dificultades para financiar los déficits en cuenta corriente resultantes y también si se supusiera que las subvenciones, que hasta ahora han limitado el alza del precio de la energía, fueran a reducirse más o a suprimirse. Estos



subsidios ya se han recortado en distinta medida en varios países asiáticos, como la India, Indonesia y Tailandia.

A medio plazo las reservas de petróleo previsiblemente alcanzarán a cubrir la fuerte demanda que se espera de las economías de mercado emergentes, a condición de que los principales productores mantengan niveles de inversión suficientes. Hasta ahora, sin embargo, la inversión no ha suavizado las limitaciones de la capacidad de producción en algunos países, alimentando el temor a que la producción procedente de países no pertenecientes a la OPEP pueda tocar techo en breve, lo que concentraría la producción en un número menor de países. Mientras tanto, el riesgo de que los precios del petróleo registren subidas bruscas a corto plazo se mantiene elevado. La capacidad de producción ociosa de la OPEP cae a niveles bajos de vez en cuando, por lo que las perturbaciones súbitas sobre la oferta o la demanda han solido tener un impacto grande y a veces persistente sobre los precios. El año pasado, dichas perturbaciones incluyeron problemas en la producción petrolífera de Nigeria y en la capacidad de refinado estadounidense, así como una ola de frío inusualmente intensa en Estados Unidos en febrero de 2007, que mermó sustancialmente las reservas de este país. Los continuos riesgos geopolíticos, que atañen a productores como Irán e Iraq, acentúan los riesgos de volatilidad de los precios.

Cabe mencionar dos asuntos más relativos a los precios de las materias primas. Primero, los dilatados plazos de construcción de capacidad minera implican que persistirán las restricciones de la oferta en el sector minero-metálico ante la fuerte demanda de China y de otras economías de mercado emergentes. Segundo, en países como China, México y Sudáfrica, el encarecimiento de los productos agrícolas también ha desempeñado un papel importante en la elevación de la inflación general. Estas subidas de precios han sido relativamente persistentes y en algunos de estos países preocupa especialmente que puedan afectar a las expectativas de inflación.

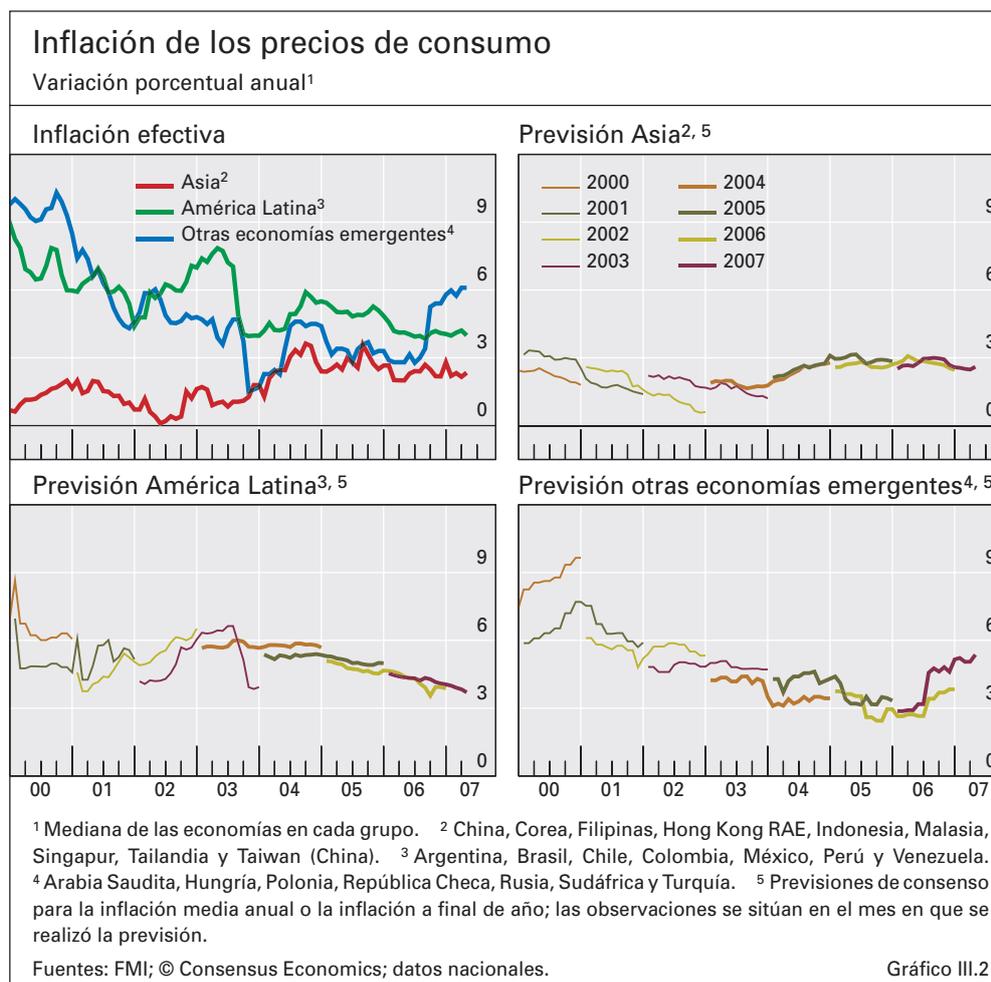
La inversión en el sector petrolero se ha demorado

Las previsiones de inflación son dispares...

... pero las expectativas podrían influir en la formación de salarios

Expectativas de inflación. Tomando el consenso de previsión como aproximación de las expectativas, el Gráfico III.2 muestra que se espera que la inflación en Asia permanezca en 2007 por debajo del 3%, todavía relativamente baja. Además, las previsiones de inflación han sido estables últimamente en Asia, mientras que se han elevado sustancialmente en otras economías de mercado emergentes tras un largo periodo de descensos, y han caído en los últimos años en América Latina.

Una de las razones por las que las expectativas de inflación son relevantes es que pueden dar lugar a mayores demandas salariales. Está generalmente aceptado que los incrementos salariales se han moderado por las grandes aportaciones a la oferta de factor trabajo mundial que ha generado la creciente integración de China y, cada vez más, de la India en la economía mundial. Este efecto podría verse reforzado en países con gran oferta de mano de obra procedente de sus propios sectores rurales. Sin embargo, estudios recientes muestran que mientras que los salarios de los trabajadores no cualificados de hecho no han aumentado en algunas de las principales economías de mercado emergentes (Brasil, China y la India), los salarios de los trabajadores cualificados o de aquéllos que no son operarios (empleados de oficina o responsables de supervisión o de servicios que suelen presuponer mayor preparación) se han incrementado rápidamente. Por ejemplo, desde el comienzo de esta década, los salarios reales de los operarios han crecido a una



tasa anual compuesta superior al 11% en China y Rusia. En la India también se incrementaron a principios de esta década los salarios reales de los trabajadores que no son operarios (aproximadamente el 3,8% anual). La posibilidad de que las expectativas de aceleración de la inflación pudieran incorporarse a las demandas salariales preocupa sobre todo en aquellos países donde los alimentos se han encarecido significativamente.

¿Podrían cambiar de repente las expectativas de inflación? El episodio de volatilidad de mercado de mayo y junio de 2006 (véase el Capítulo VI) y las recientes escaladas de los precios de los productos agrícolas dejan claro que tanto la inflación como sus pronósticos pueden dispararse de improviso e impedir que se cumplan los objetivos. Turquía y México son dos ejemplos de ello. En Turquía, la volatilidad registrada por el mercado en mayo y junio de 2006 desencadenó una brusca depreciación que se estima añadió 3,5 puntos porcentuales a la inflación efectiva y provocó una revisión al alza en las previsiones de inflación del sector privado para 2006 (de poco más del 7% al 10%) y 2007 (del 5,6% al 7,8%). En el caso de México, la inflación a finales de año sobrepasó inesperadamente el límite superior (4%) del rango objetivo de inflación (3% \pm 1%), en parte por el brusco encarecimiento del maíz. Los precios mundiales en dólares de este cereal aumentaron un 58% entre julio de 2006 y abril de 2007, en parte debido a su utilización para la producción de etanol (un biocombustible). Posteriormente, la inflación y sus previsiones en México siguieron rondando, o superaron, el límite superior del objetivo.

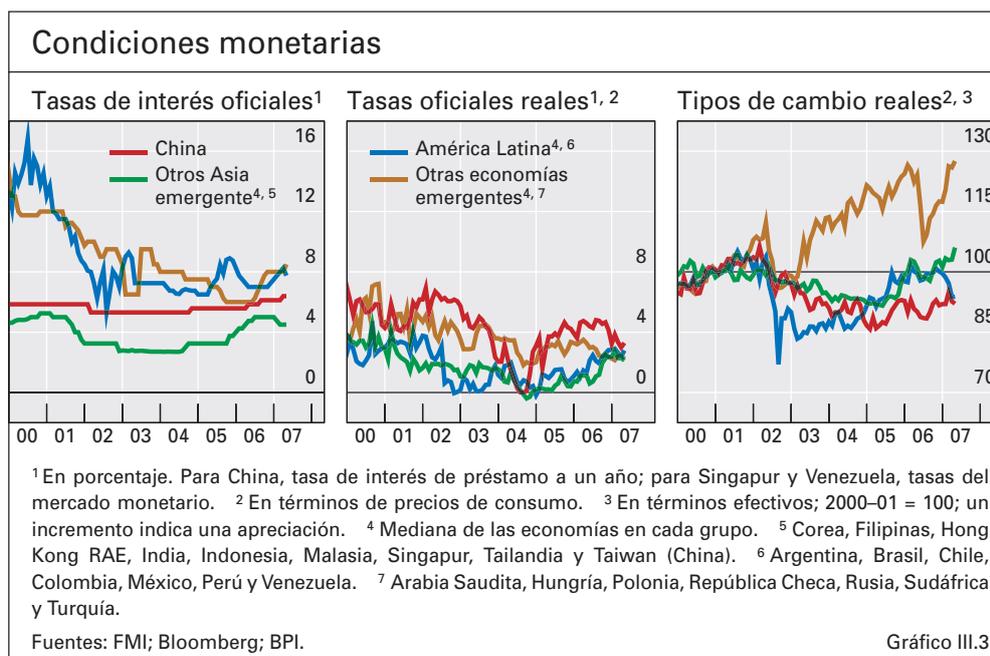
Las expectativas podrían cambiar de repente

En resumen, la tónica actual de inflación moderada que predomina en las economías de mercado emergentes no está exenta de riesgos. En algunos países, las restricciones de la capacidad productiva pueden llegar a ser un problema y es posible que se produzcan incrementos bruscos en los precios de las materias primas. Por lo tanto, no pueden descartarse repentinas revisiones al alza de la inflación y de sus expectativas.

Política monetaria

Con este trasfondo, la política monetaria ha tendido a endurecerse desde 2004. Sin embargo, las variaciones entre países han sido considerables y en algunas economías de mercado emergentes el ritmo de endurecimiento se ha desacelerado desde el segundo semestre de 2006 (véase el Gráfico III.3). Se ha observado un alza constante de las tasas de interés oficiales en la India (175 puntos básicos desde diciembre de 2004) y en China (81 puntos básicos), complementadas con medidas restrictivas adicionales (véase más adelante). No obstante, en otros países asiáticos las tasas oficiales han dejado de subir o incluso han caído desde mediados de 2006. En algunos casos, especialmente en Filipinas, Indonesia y Tailandia, esto obedeció a la aparición de signos de desinflación. En América Latina y otras economías de mercado emergentes las decisiones de política también han tenido resultados dispares. La desinflación ha provocado descensos de las tasas de interés en Brasil y, por un tiempo, también en México. En cambio, tres países con déficits en cuenta corriente que experimentaron presiones depreciatorias sobre sus monedas durante el episodio de volatilidad de mercado en mayo-junio de 2006 tuvieron que subir

Moderado endurecimiento de la política monetaria...



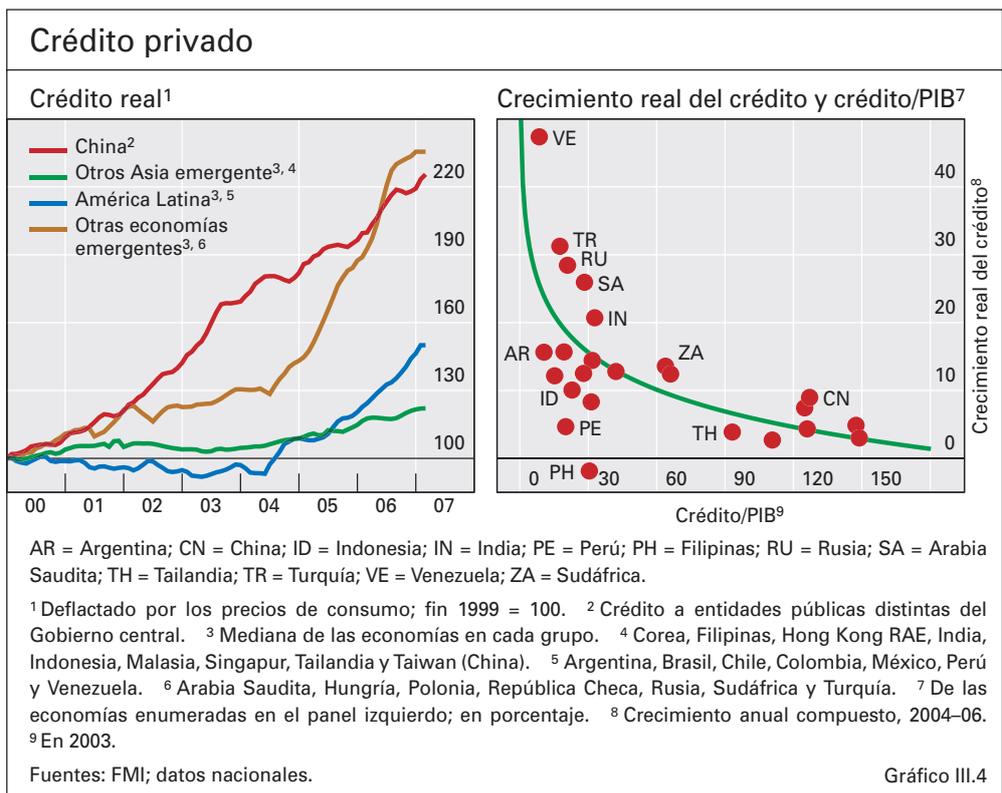
sus tasas de interés significativamente: Turquía, 425 puntos básicos, y Hungría y Sudáfrica, 200 puntos básicos cada uno. En Hungría, no obstante, el incremento de las tasas de interés también reflejó la preocupación por el déficit fiscal.

... pero resultados expansivos

Las implicaciones de estas decisiones de política para algunas mediciones comunes de las condiciones monetarias han sido diversas (véase el Gráfico III.3, paneles central y derecho). Las tasas de interés oficiales en términos reales empezaron a elevarse en China y en otras economías de mercado emergentes hace unos años. En las economías de mercado emergentes asiáticas (excluida China) y en América Latina, la mediana de estas tasas ha convergido hacia niveles superiores al 2%, mientras en China y otros países emergentes ha superado el 3%. Debe destacarse que en China la tasa de interés real sería negativa si se utilizase una tasa interbancaria, en lugar de la tasa de interés para préstamos bancarios, como aproximación a las condiciones monetarias. Estas tasas de interés reales son muy inferiores a los enérgicos ritmos de crecimiento potencial de muchas economías de mercado emergentes, lo que sugiere que las condiciones monetarias subyacentes se han mantenido relativamente expansivas.

El rápido crecimiento real del crédito privado...

El rápido crecimiento del crédito privado en términos reales en varias economías de mercado emergentes refuerza la impresión de que las condiciones monetarias son holgadas (véase el Gráfico III.4). Desde el final de 2003, cuando se hicieron patentes marcados incrementos reales del crédito privado en todas las regiones, la tasa compuesta anual de crecimiento del crédito bancario al sector privado ha sido casi del 9% en China, del 5% en otras economías de mercado emergentes asiáticas, del 15% en América Latina y del 21% en otros mercados emergentes. Las mayores tasas de crecimiento del crédito se han registrado en Venezuela (47%) y en la India, Rusia, Arabia Saudita y Turquía (en orden ascendente, entre el 21% y 31%). En algunos países de Europa central y oriental, el rápido crecimiento del crédito genera



especial preocupación, dado que gran parte de la deuda contraída por los hogares está denominada en moneda extranjera.

El crecimiento del crédito refleja tanto factores estructurales como coyunturales. Entre los estructurales, la profundización financiera parece especialmente importante. De hecho, los ritmos más rápidos de crecimiento del crédito privado en términos reales han correspondido a países con menores cocientes de crédito sobre PIB (véase el Gráfico III.4, panel derecho). En regiones como Europa central el incremento de la competencia en el sector bancario y la integración financiera también han tenido un papel importante en el crecimiento del crédito. Entre los factores coyunturales se cuentan la satisfactoria evolución económica y, como se verá más adelante, las medidas para contener las presiones a la apreciación de sus monedas.

Así como las tasas de interés oficiales y el crecimiento del crédito indican condiciones monetarias relativamente expansivas, la apreciación significativa de los tipos de cambio en términos reales en algunos países sugiere cierta moderación complementaria de la demanda agregada. Entre diciembre de 2004 y marzo de 2007, la apreciación real superó el 10% en Corea, Malasia y Tailandia y el 20% en Indonesia. Fuera de Asia, la apreciación real acumulada en el mismo periodo alcanzó el 34% en Brasil. La apreciación real del tipo de cambio, al contribuir a la desinflación y a la reducción de la demanda agregada, ha podido dar margen a algunos países para reducir sus tasas de interés oficiales o adoptar otras medidas de relajación monetaria. En algunos países estas presiones parecen haber bastado para inducir a las autoridades a rebajar las tasas de interés oficiales para frenar los flujos de capital «indeseados».

... refleja factores estructurales y coyunturales

La apreciación cambiaria contiene la demanda...

Aunque contribuyan a la desinflación, las presiones apreciatorias han generado preocupación al menos por tres motivos. Uno es su efecto adverso sobre la competitividad y el sector de bienes comerciables. Otro es que, al restar efectividad a los aumentos de la tasa de interés, pueden motivar el encarecimiento de los bienes no comerciables, especialmente los relacionados con la vivienda. Por último, estas presiones a la apreciación pueden revertirse fácilmente, lo que podría requerir subidas de las tasas de interés oficiales. Merece destacarse que algunos de los mayores aumentos nominales de las tasas de interés oficiales desde comienzos de 2006 se dieron en Turquía y Sudáfrica, países que experimentaron significativas presiones depreciatorias durante el episodio de volatilidad de mercado en mayo–junio de 2006.

... pero genera fuertes intervenciones

Además de permitir que las tasas de interés oficiales se situasen en niveles más bajos de lo normal, las presiones apreciatorias fueron contrarrestadas con fuertes intervenciones en los mercados cambiarios. Esto ha derivado en grandes y persistentes acumulaciones de reservas de divisas (véase el Capítulo V), con la consiguiente necesidad de ser esterilizadas. En varios países, incluido China, la esterilización a través de incrementos de los coeficientes de encaje bancario y ventas de títulos del banco central ha resultado cada vez más difícil o ha estado sujeta a efectos secundarios indeseables. Los coeficientes de reservas mínimas, remunerados a tasas de interés inferiores a las de mercado, constituyen en realidad un impuesto sobre los bancos. Además, en mercados imperfectamente integrados, la venta de títulos valores con fines de esterilización puede hacer crecer su rendimiento hasta niveles que atraigan aún más entradas de capital.

También se usaron medidas prudenciales...

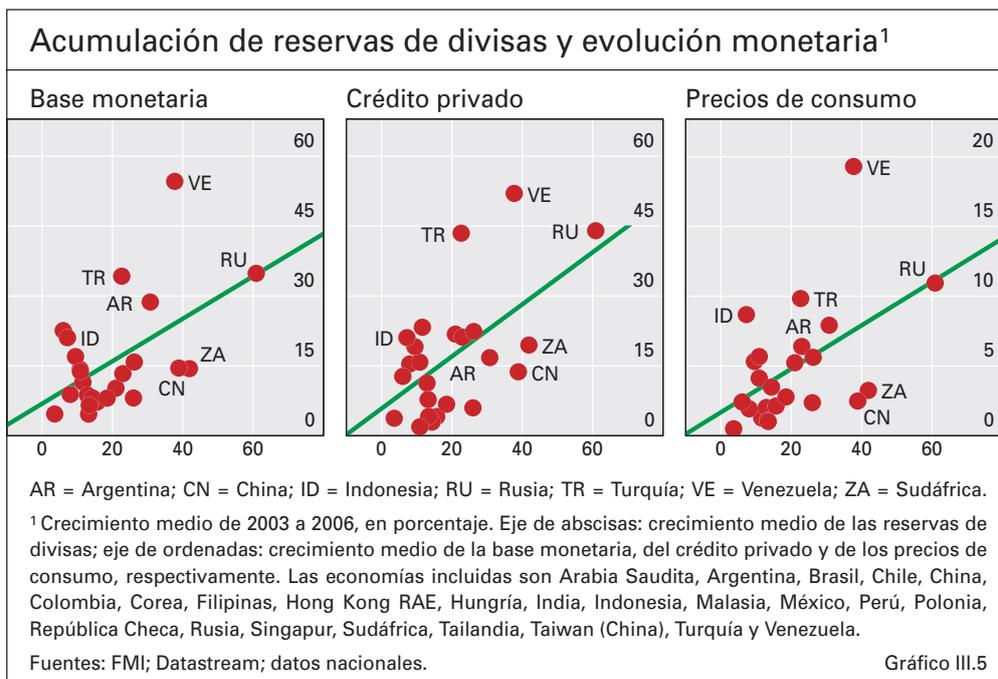
Varios países han aplicado también medidas prudenciales para desincentivar un rápido crecimiento del crédito y atender problemas sectoriales o de estabilidad financiera. Por ejemplo, en la India se aumentó el ponderador por riesgo atribuido al crédito hipotecario residencial (del 50% al 75%, revertido posteriormente), al crédito al sector inmobiliario comercial (del 100% al 150%) y al crédito al consumo (del 100% al 125%). También se aumentaron las provisiones requeridas para los créditos a sectores específicos.

... y medidas para impulsar los flujos de salida...

Algunos países también han tratado de mitigar el efecto de las entradas de capital estimulando las salidas y facilitando a los residentes la adquisición o tenencia de moneda extranjera. Las restricciones a la inversión extranjera o a las tenencias de activos en moneda extranjera se suavizaron el año pasado en China, Corea, la India y Tailandia. Las medidas adoptadas incluyeron el aumento de los depósitos en divisas permitidos a las empresas residentes (Tailandia) o la autorización de mayores compras de moneda extranjera (China), incentivos a los residentes para invertir en activos inmobiliarios y en valores extranjeros (Corea) y el consentimiento de mayores inversiones de cartera en el extranjero (China y la India). A pesar de todo, todavía no está claro hasta qué punto estas medidas han suavizado las presiones apreciatorias hasta la fecha.

... o controles de capital

Las dificultades para hacer frente a las presiones alcistas sobre el tipo de cambio hicieron que Tailandia intentara restringir los flujos de entrada de capital. En un primer momento, esta medida supuso la imposición de límites a las tenencias de activos en manos de no residentes y a los préstamos por



parte de éstos a las instituciones financieras nacionales que no tuvieran un propósito comercial o de inversión. En diciembre de 2006, se aplicaron coeficientes de efectivo mínimos no remunerados sobre los ingresos de capital a corto plazo similares a los aplicados previamente en Chile. Aunque una parte de estos controles se ha suprimido desde entonces en respuesta a la fuerte reacción en contra de los mercados afectados, la presión alcista subyacente sobre el baht tailandés pareció suavizarse. Más recientemente, Colombia aplicó controles de capital similares.

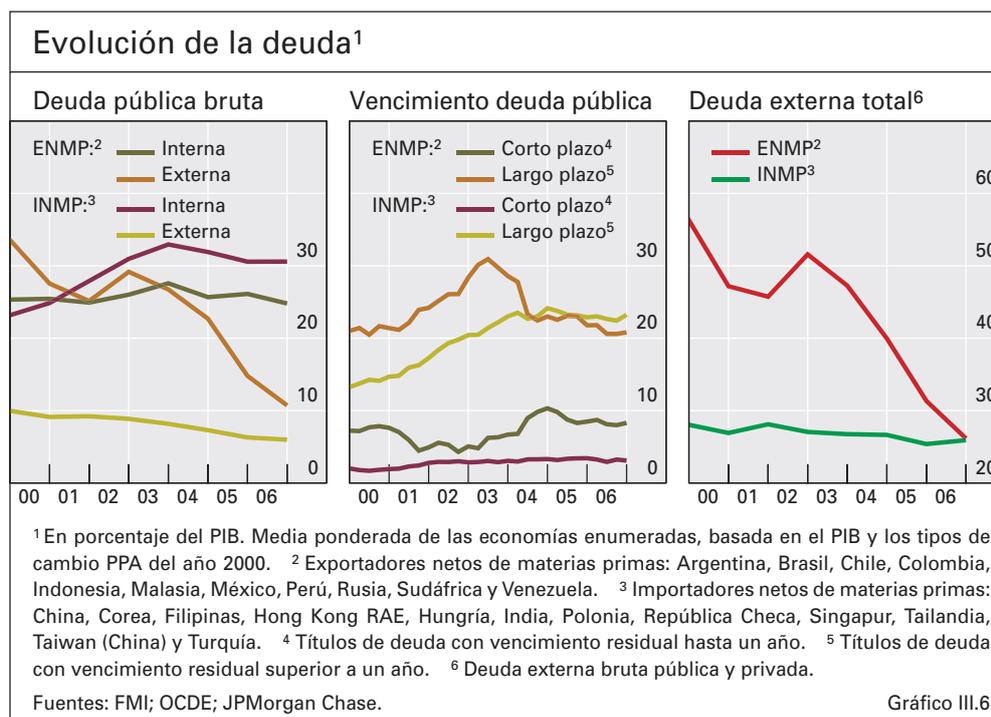
A juzgar por los comentarios de bancos centrales y analistas del mercado, la esterilización y las medidas suplementarias aquí citadas no han logrado reducir por completo la liquidez provocada por los flujos de entrada de divisas. De hecho, en una sección cruzada de países desde 2003, la acumulación de reservas parece haber estado asociada a un rápido crecimiento de la base monetaria y del crédito y a una mayor inflación (véase el Gráfico III.5). Aunque deben ser interpretadas con cautela, estas correlaciones simples refuerzan la impresión de que las condiciones monetarias relativamente laxas derivadas de presiones alcistas sobre la moneda todavía podrían desembocar en mayor inflación.

¿Es expansiva la acumulación de reservas?

Ajuste fiscal a medio plazo y gestión de deuda

Estabilización y reducción de la deuda

La solidez de las economías emergentes y su atractivo para los inversionistas dependen en gran medida de la situación patrimonial del sector público y del compromiso con el ajuste fiscal. Las autoridades han tratado de reforzar la estabilidad macroeconómica reduciendo o estabilizando la deuda pública y a través de una serie de operaciones de gestión de deuda orientadas a mejorar las condiciones financieras.



La deuda pública bruta disminuyó...

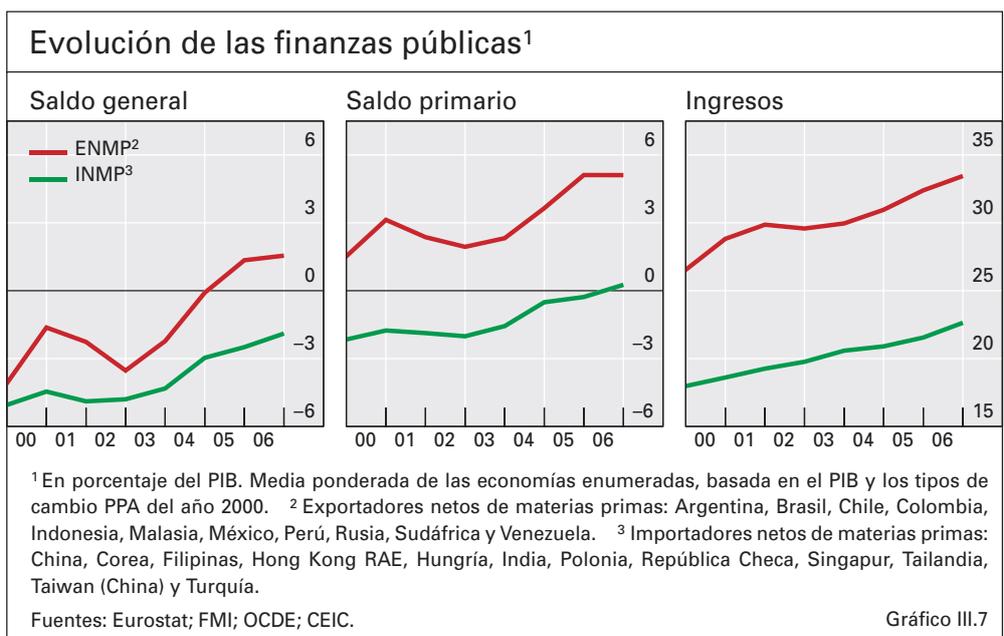
La deuda pública bruta ha disminuido (véase el Gráfico III.6, panel izquierdo, suma de interna y externa) no sólo en las economías de mercado emergentes que son exportadoras netas de materias primas, sino también en las que son importadoras netas. Entre 2003 y 2006, la mediana del cociente de deuda sobre PIB de todas las economías de mercado emergentes cayó aproximadamente 14 puntos porcentuales, hasta situarse en el 33%, con reducciones de deuda especialmente cuantiosas (superiores al 10% del PIB) en Brasil, Chile, Colombia, Filipinas, Indonesia, Perú, Rusia, Tailandia, Turquía y Venezuela.

... con cierta influencia del esfuerzo fiscal

Las menores tasas de deuda pública bruta obedecen en parte a la dinámica de intenso crecimiento y bajas tasas de interés y, en aquellos países con un volumen significativo de deuda denominada en moneda extranjera, a los efectos de la apreciación de la moneda nacional. Sin embargo, una base más sólida para la reducción de la deuda es la mejora subyacente de las cuentas públicas. Como ilustra el Gráfico III.7, los déficits fiscales han disminuido y los ingresos públicos han aumentado, sobre todo entre los países exportadores netos de materias primas. Estos resultados reflejan importantes avances en la disciplina fiscal, y es que los saldos primarios (que excluyen los pagos por intereses de la deuda) se han incrementado considerablemente en los últimos años (véase el Gráfico III.7, panel central) y han contribuido a la reducción de la deuda desde 2000.

Podrían mantenerse las mejoras fiscales

Se estima que los saldos primarios han aumentado moderadamente en 2006 y hay razones para confiar en que se mantengan las mejoras fiscales observadas hasta ahora. Para los países con importantes ingresos procedentes de la exportación de materias primas o de un crecimiento sólido, el principal problema ha sido asegurarse de que el componente cíclico del gasto no aumentase en la misma medida. De forma similar, algunos países han creado fondos de estabilización que permitirían suavizar el gasto público en épocas



difíciles, utilizando para ello los ingresos acumulados en las de bonanza. Algunos países han ido más allá del concepto de un fondo de estabilización cíclica y han introducido fondos de riqueza, diseñados para financiar transferencias a las generaciones futuras cuando se agoten los recursos no renovables del país. Por ejemplo, en Rusia, a partir de febrero de 2008, el actual fondo de estabilización del petróleo se dividirá en un fondo de reserva y otro para las generaciones futuras. Además de los impuestos sobre el crudo (que actualmente se acumulan en el fondo de estabilización), ambos fondos recibirán el grueso de los ingresos procedentes del impuesto sobre la extracción de minerales aplicable al petróleo y al gas y de los aranceles a la exportación de petróleo, gas y productos derivados del petróleo. El fondo de reserva se mantendrá en un nivel equivalente al 10% del PIB. En Singapur, aun careciendo de recursos minerales, la Government Investment Corporation ha gestionado durante años el equivalente a un fondo de riqueza en nombre del Estado, invirtiendo los superávits acumulados procedentes del Gobierno y de las aportaciones de los trabajadores en un Fondo de Previsión Central administrado por el Estado.

Sin embargo, las cuentas fiscales todavía preocupan. En algunos países, la deuda pública supera el 50% del PIB, a pesar de que las condiciones actuales son inusualmente favorables. En el pasado, los países con un endeudamiento tan alto no solían superar el examen de sostenibilidad de la deuda (es decir, los saldos primarios no crecen lo suficiente para contrarrestar los crecientes niveles de deuda). Incluso los países que actualmente superan dicha prueba podrían dejar de hacerlo si el crecimiento económico o los precios de las materias primas descendieran bruscamente, o si las tasas de interés aumentaran significativamente durante un periodo prolongado.

Las cuentas
fiscales aún son
preocupantes

Gestión de la deuda

La sostenibilidad de la deuda depende tanto de su composición como de su tamaño. La deuda a corto plazo expone a los prestatarios a riesgos de

tasa de interés y de refinanciación. Una proporción elevada de deuda denominada en moneda extranjera expone al riesgo de depreciación de la moneda local.

Las operaciones de gestión de deuda para aumentar la solidez fiscal...

Para reducir estos riesgos y aumentar la solidez de la economía ante las perturbaciones, varias economías de mercado emergentes han acometido operaciones de gestión de deuda. Estas operaciones, que en ocasiones se plasman en principios formales para administrar la deuda (como en México), pretenden mejorar las condiciones de financiación, ampliar los vencimientos, reducir los desajustes cambiarios (descalces de monedas) y acudir más a los mercados de capitales internos en detrimento de los internacionales. Por ejemplo, en septiembre de 2006 Turquía llevó a cabo una transacción para alargar vencimientos emitiendo un nuevo bono global a diez años a cambio de bonos a más corto plazo y con cupón más elevado, y de efectivo. Otras operaciones se han centrado en canjear deuda externa por deuda interna denominada en moneda local. Si bien estas operaciones pueden aumentar el coste inmediato de la financiación, pues la deuda en moneda local suele devengar mayores tasas de interés que la denominada en moneda extranjera, reducen, sin embargo, la vulnerabilidad a la depreciación de la moneda. Con este objetivo, en agosto de 2006 México sustituyó 12.000 millones de dólares en bonos y préstamos externos por obligaciones en pesos. Al mismo tiempo, las economías de mercado emergentes han tratado de aumentar la emisión de deuda a interés fijo con vencimientos más largos.

... alargan los vencimientos y reducen la deuda exterior

En términos generales, estas operaciones han servido, primero, para incrementar el plazo medio de la deuda pública (de aquélla no utilizada en operaciones de esterilización), con el mayor aumento de la deuda a largo plazo comparado con el de la deuda a corto plazo entre los importadores netos de materias primas (véase el Gráfico III.6, panel central, que además no recoge la ampliación de los vencimientos por encima del año observada en algunos países, en particular en México). En segundo lugar, la proporción de deuda en moneda extranjera ha caído, lo que reduce la exposición a fluctuaciones del tipo de cambio. En Brasil, el porcentaje de deuda externa o vinculada a la moneda extranjera, neta de reservas, descendió desde casi el 39% del PIB en 2002 a menos del 10% en 2006, mientras que en Turquía lo hizo desde el 56% hasta el 36%. Los descalces de monedas agregados, una de las principales causas de las crisis de los años 80 y 90, se han reducido. Los superávits públicos en muchas economías de mercado emergentes les han permitido disminuir tanto la deuda pública como el monto total de deuda externa (véase el Gráfico III.6, paneles izquierdo y derecho), mejorando con ello su capacidad de reacción.

Flujos de divisas y precios de los activos

Una de las lecciones de las crisis de los años 90 es que los flujos de capital pueden influir sobremanera en los resultados macroeconómicos. La crisis asiática de 1997 estuvo precedida de presiones apreciatorias sobre las monedas de la región asociadas a entradas de capital, y de dinero fácil, que provocaron el aumento de los precios de los activos. Los denominados

«*sudden stops*» o reversiones de los flujos de entrada de capital conllevaron bruscas depreciaciones de las monedas, el desplome del precio de los activos y graves dificultades económicas. Los déficits en cuenta corriente previos y las pérdidas provocadas por los descálces de monedas agravaron estos problemas, desembocando en ocasiones en crisis bancarias.

La coyuntura actual en las economías de mercado emergentes parece mostrar ciertas similitudes con la situación previa a la crisis de 1997, por ejemplo en lo que respecta a las presiones a la apreciación de las monedas, la abundancia de moneda y los mayores precios de los activos. No obstante, también existen importantes diferencias. Salvo notables excepciones, las presiones apreciatorias se han asociado a superávits en cuenta corriente. Es más, las reservas de divisas han alcanzado niveles récord, superando en la mayoría de estas economías los umbrales considerados tradicionalmente como adecuados.

Hechos estilizados

Actualmente, los mercados emergentes están saturados de moneda extranjera. Así lo indica la brusca apreciación de las monedas de algunos países, al igual que la voluminosa acumulación de reservas de divisas, que en los últimos años han crecido con rapidez en un grupo de economías de mercado emergentes, hasta alcanzar a finales de 2006 los tres billones de dólares, o cerca del 27% del PIB de estas economías. La acumulación de reservas de China supuso un alto porcentaje del incremento total del año pasado (casi el 44%), aunque los porcentajes de Rusia (21%), la India, Corea y Brasil (entre el 5% y el 7%) también fueron significativos (véanse el Cuadro III.2 y el Capítulo V).

Las economías de mercado emergentes están saturadas de moneda extranjera...

En los últimos años, la principal fuente de entrada de divisas han sido los superávits en cuenta corriente, mientras que en los años 90 lo fueron los flujos de capital. El superávit en cuenta corriente agregado de las economías de mercado emergentes superó los 600.000 millones de dólares en 2006, mientras que las entradas netas de capital privado no llegaron a la mitad de ese valor. De hecho, aunque los flujos netos de capital privado en dólares hacia estas economías rondan los máximos históricos y superan los picos registrados a mediados de los años 90, medidos en porcentaje del PIB, han disminuido considerablemente en algunas de las principales regiones. La inversión extranjera directa (IED) y los flujos bancarios superan ahora en cuantía a los flujos por inversión de cartera (véase el Gráfico III.8). Sin embargo, los flujos de capital hacia algunas regiones (por ejemplo, hacia la Comunidad de Estados Independientes y Europa central y oriental) han cobrado especial relevancia. En Hungría, la India, Sudáfrica y Turquía los déficits en cuenta corriente también han seguido financiándose con abundantes entradas de capital.

... procedente de los superávits por cuenta corriente

Este patrón de saldos de cuentas internacionales tiene tres implicaciones. En primer lugar, los elevados superávits por cuenta corriente implican que las economías de mercado emergentes son ahora menos vulnerables a las perturbaciones y a los «*sudden stops*» de los flujos de capital. Durante el episodio de volatilidad de 2006 en los mercados financieros emergentes, fueron aquellos países con mayores déficits en cuenta corriente los que

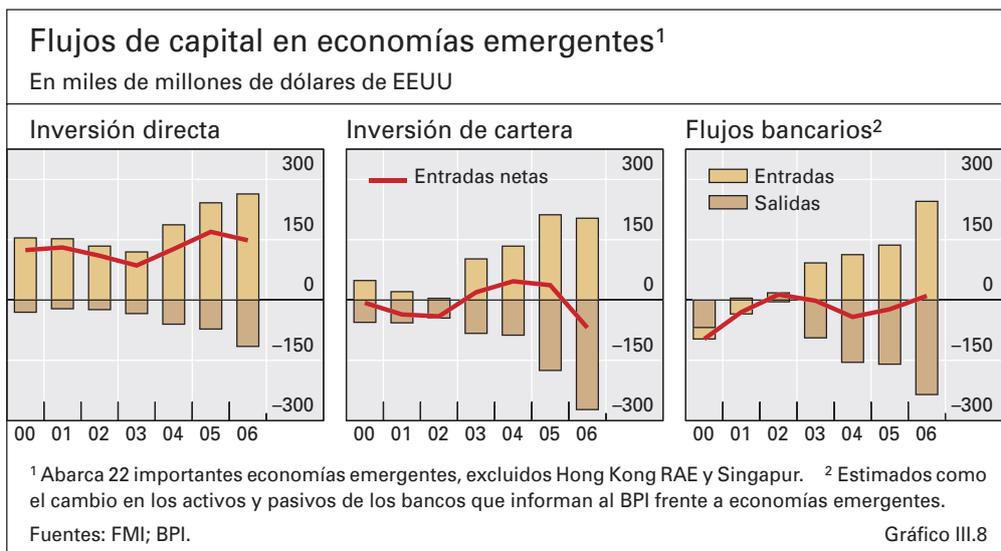
Menor vulnerabilidad a los «*sudden stops*»

Balanza de pagos					
En miles de millones de dólares de EEUU					
	Media anual 1996-97	Media anual 1998-2003	2004	2005	2006
Economías de mercado emergentes¹					
Balanza por cuenta corriente	-83	93	300	512	638
Flujos netos de capital privado	208	88	239	257	256
Flujos netos del sector oficial	10	-1	-58	-123	-144
Variación de reservas ²	-95	-156	-508	-590	-738
Asia					
Balanza por cuenta corriente	-12	109	172	245	340
Flujos netos de capital privado	82	11	143	70	54
Flujos netos del sector oficial	-1	-1	-7	-3	-10
Variación de reservas ²	-41	-112	-339	-284	-366
América Latina					
Balanza por cuenta corriente	-53	-43	20	35	49
Flujos netos de capital privado	86	41	13	34	10
Flujos netos del sector oficial	1	10	-9	-30	-18
Variación de reservas ²	-22	-3	-23	-33	-47
Europa central y oriental					
Balanza por cuenta corriente	-20	-25	-59	-63	-89
Flujos netos de capital privado	28	37	75	118	121
Flujos netos del sector oficial	-1	-1	-7	-8	-5
Variación de reservas ²	-9	-10	-14	-48	-21
Comunidad de Estados Independientes					
Balanza por cuenta corriente	-1	27	63	88	99
Flujos netos de capital privado	-4	-1	8	38	66
Flujos netos del sector oficial	-2	-5	-7	-22	-33
Variación de reservas ²	1	-13	-54	-76	-127
Oriente Medio					
Balanza por cuenta corriente	13	31	99	189	212
Flujos netos de capital privado	9	-4	-7	-11	-6
Flujos netos del sector oficial	1	-11	-34	-61	-81
Variación de reservas ²	-10	-11	-45	-105	-126
Las cuentas corrientes de las balanzas de pagos pueden diferir de las del Cuadro III.1 debido a diferencias en la cobertura geográfica.					
¹ También incluye África. ² Un signo negativo indica un incremento.					
Fuente: FMI, <i>Perspectivas de la Economía Mundial</i> .					
					Cuadro III.2

resultaron más vulnerables a las tensiones financieras. Además, la elevada proporción de IED relativamente estable en los flujos de capital hace menos probable una reversión de estos últimos.

En segundo lugar, las políticas gubernamentales aplicadas en varios países implican que los superávits en cuenta corriente podrían acarrear persistentes presiones a la apreciación. Algunas economías de mercado emergentes todavía exigen la liquidación de divisas en el mercado cambiario a los exportadores, al tiempo que restringen los egresos de capital. Esto conlleva que grandes ingresos de divisas, procedentes de los superávits por cuenta corriente y de los flujos de capital, se dirijan al mercado cambiario.

Las políticas refuerzan las presiones a la apreciación



Muchos países siguen resistiendo las consiguientes presiones tendentes a la apreciación de sus monedas, con las implicaciones ya comentadas.

En tercer lugar, los flujos netos de capital pueden subestimar la importancia de la participación extranjera en las economías de mercado emergentes, lo cual se refleja especialmente en los flujos brutos de entrada y en las tenencias crecientes de activos de economías de mercado emergentes en manos extranjeras. En los últimos años, los flujos de entrada brutos de inversión de cartera han sido significativos en varios países (véase el Gráfico III.8). Por ejemplo, según una estimación reciente, las entradas brutas de capital a las economías de mercado emergentes asiáticas, situadas en niveles próximos al 5–6% del PIB en 2006, rozaron sus máximos de mediados de los años 90 previos a las crisis asiática y rusa. Como consecuencia, los instrumentos de deuda en moneda local en manos de no residentes han aumentado considerablemente en un grupo de economías de mercado emergentes (Brasil, Hungría, Indonesia, Malasia, México, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía), aunque fuera de Europa central esta proporción es todavía relativamente pequeña. Es más, el porcentaje de mercados bursátiles emergentes abiertos a los inversionistas extranjeros, en términos de capitalización bursátil, es comparativamente alto, rondando el 34% del total en diciembre de 2006 (según el índice IFC). No obstante, es difícil identificar una tendencia en el acceso de los inversionistas extranjeros debido a la volatilidad de los índices bursátiles y de los segmentos abiertos a inversión extranjera.

Los grandes fondos y los inversionistas institucionales de mercados desarrollados, junto con los *hedge funds*, conforman el grueso de los flujos de capital brutos hacia las economías de mercado emergentes. Los fondos de pensiones y los de renta fija están diversificando gradualmente sus carteras a escala internacional para incluir los mercados emergentes, al tiempo que se estima que los activos en manos de *hedge funds* que siguen una estrategia en mercados emergentes se han incrementado bruscamente en los últimos años (véase el Capítulo VI). Además, los inversionistas extranjeros pueden cada vez más tomar posiciones en activos de mercados emergentes sin que esto tenga

Significativas
entradas brutas de
capital

Mayor participación
extranjera en
los mercados
emergentes...

que quedar necesariamente reflejado en los datos de flujos de capital. Una forma de hacerlo es mediante el uso activo de derivados financieros, en concreto los contratos a plazo sobre divisas con liquidación por compensación en monedas de mercados emergentes.

... debido a factores «de empuje» y «de arrastre»

Varios factores económicos parecen estar motivando la creciente participación extranjera en los mercados de activos de las economías de mercado emergentes. Estos incluyen «factores de empuje» como el mayor apetito por el riesgo, la continuidad de los rendimientos relativamente bajos en los mercados financieros desarrollados y el reciclaje de petrodólares hacia las economías de mercado emergentes no productoras de petróleo. Al mismo tiempo, «factores de arrastre» como la mejora en los fundamentos económicos han jugado un papel destacado. Por ejemplo, la reducción de la deuda externa o pública (véase anteriormente) se ha reflejado en una mejora de las calificaciones crediticias soberanas, que han atraído inversión extranjera. Ciertos avances tecnológicos también han fomentado la inversión en los mercados financieros emergentes al facilitar el seguimiento de la evolución de dichos mercados.

Los flujos de salida han enmascarado los de entrada

Los crecientes flujos de entrada de capital han quedado enmascarados por grandes flujos de salida, consecuencia del creciente volumen de activos financieros privados en las economías de mercado emergentes, de la eliminación de restricciones para la inversión en el extranjero y de la inversión en el exterior de ciertas entidades gubernamentales (incluidos los fondos de estabilización de materias primas o de riqueza antes mencionados). Durante los dos últimos años, las salidas brutas de capitales para inversión de cartera han sido altas en Arabia Saudita, China, Corea, Malasia y Rusia comparadas con las de otros países emergentes.

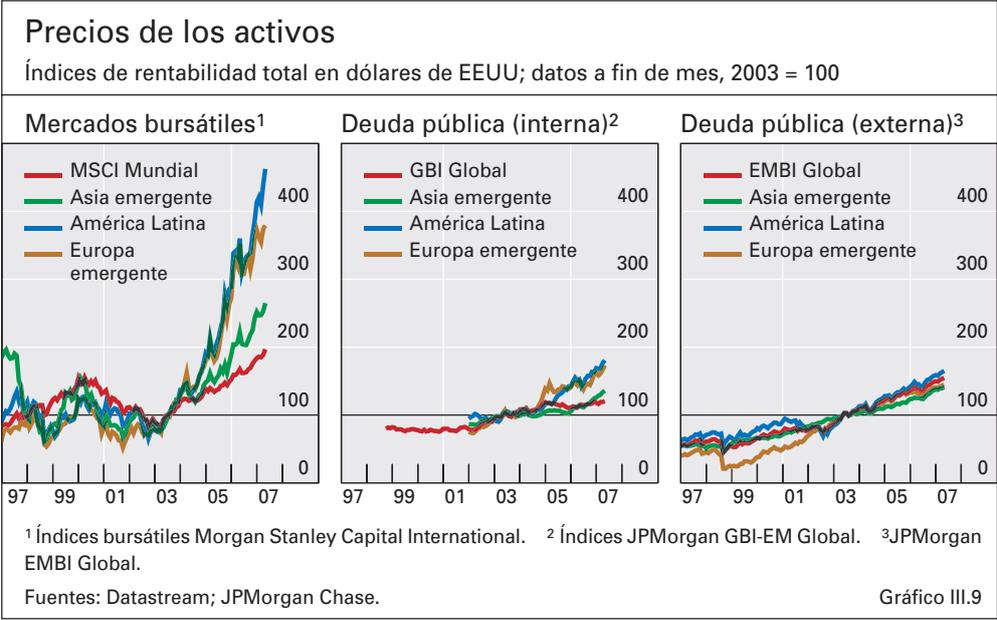
Implicaciones para los mercados de activos

Mayores rendimientos de los activos de mercados emergentes

El aumento sustancial de los rendimientos de los activos de las economías de mercado emergentes parece estar asociado a su creciente integración en los mercados financieros internacionales (véase el Gráfico III.9). Los rendimientos de los mercados bursátiles emergentes han sido especialmente elevados y, pese a episodios esporádicos de volatilidad, han superado ampliamente a los de los bonos tanto nacionales (panel central) como internacionales (panel derecho). El diferencial de volatilidad de los precios de las acciones respecto a los de los bonos parece haber aumentado (véase el Gráfico III.10), lo que puede tener implicaciones macroeconómicas. Al mismo tiempo, la apreciación de los activos ha comportado el incremento de la riqueza financiera, planteando la posibilidad de que las fluctuaciones en los precios de los activos afecten más que antes a la demanda agregada.

También ha aumentado la capitalización bursátil

Para ilustrar algunos órdenes de magnitud, la capitalización bursátil de las economías de mercado emergentes ha aumentado significativamente en el transcurso de la presente década, ascendiendo en la actualidad al 79% del PIB en Asia (excluidos Hong Kong RAE y Singapur), al 47% en América Latina y al 38% en Europa central. Aun así, estos porcentajes siguen siendo inferiores a los observados en Estados Unidos (124%) o Japón (108%). Estudios recientes revelan que la propensión marginal al consumo a largo plazo ante un cambio

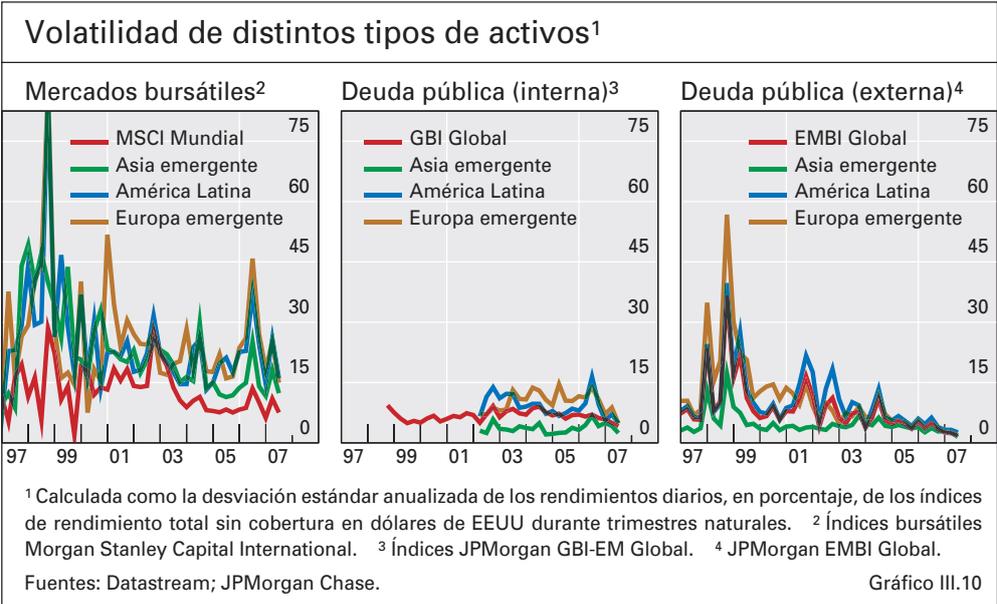


en el valor de la riqueza bursátil todavía es relativamente pequeña en Estados Unidos: aproximadamente, un centavo de dólar a corto plazo y cuatro centavos a largo plazo por cada aumento de un dólar en la riqueza financiera (a efectos de comparación, las respectivas estimaciones para la riqueza inmobiliaria son de 2 y 9 centavos).

En las economías de mercado emergentes, los efectos riqueza pueden ser sin embargo menores, dado que la participación en bolsa tiende a concentrarse en los segmentos más ricos de la población y en los no residentes, al contrario de lo que ocurre en Estados Unidos o Japón, donde son los hogares los que más participan.

Como se ha comentado anteriormente, los efectos riqueza asociados a otros activos, principalmente a los inmobiliarios, también podrían ser importantes. La experiencia de la crisis asiática de los años 90 sugiere que la creación de liquidez asociada a las intervenciones en los mercados

Los mercados inmobiliarios son importantes...



cambiarlos puede provocar un súbito repunte de los precios inmobiliarios y un pronunciado ciclo de auge y desaceleración, capaz de provocar distorsiones considerables en la economía y en el sector financiero. Hoy en día, éste podría ser el caso de países donde el crédito al sector privado ha crecido rápidamente. La limitación de datos disponibles hace difícil evaluar los riesgos, pero se sabe que los precios inmobiliarios subieron apreciablemente en 2006 en Corea y Sudáfrica, con tasas de crecimiento cercanas a los dos dígitos o mayores, así como en las ciudades de Manila y Mumbai. El rápido crecimiento del crédito sugiere que los inmuebles también podrían haberse encarecido en otros mercados para los que no se dispone de datos sobre precios de la vivienda. En algunos casos, ha preocupado el hecho de que los inversionistas extranjeros contribuyeran directamente a la volatilidad de los mercados inmobiliarios locales a través de sus inversiones. En China esto ha provocado que el Gobierno restringiese este tipo de inversiones, mientras en la India el Gobierno ha restringido recientemente el endeudamiento extranjero en el sector inmobiliario.

... pero las economías de mercado emergentes parecen reaccionar bien

Sin embargo, también hay razones para creer que las economías de mercado emergentes podrían reaccionar mejor que antes a las perturbaciones en los mercados inmobiliarios. Primero, como ya se ha comentado, el crecimiento más rápido del crédito se ha producido en países con relaciones de crédito sobre PIB relativamente bajas. Segundo, en algunos casos los aumentos de los precios de la vivienda no han sido generalizados. Por ejemplo, en Corea los incrementos más rápidos parecen circunscribirse a ciertos barrios ricos, afectando así a un segmento limitado de la población. Tercero, muchos países han tomado buena nota de lo aprendido en las crisis de los años 90 y han reforzado sus sectores financieros con vistas a contener los riesgos.

Preocupa la creciente participación extranjera

La creciente participación extranjera en los mercados financieros emergentes contribuye a una mayor profundidad y eficiencia de los mercados. Sin embargo, en ocasiones, se han planteado dos preocupaciones. La primera es que una fuerte presencia extranjera pudiera incrementar la volatilidad de los mercados pequeños, al alejar los precios de los niveles justificados por los fundamentos macroeconómicos internos. La segunda es que los mercados locales podrían verse más expuestos a sufrir la extensión o el contagio de las perturbaciones externas. Referente a la primera preocupación, hay cierta evidencia de «búsqueda del rendimiento» (inversión en activos que ya reportan alta rentabilidad) en los mercados bursátiles asiáticos. Esto podría indicar que los elevados rendimientos observados en esos mercados se han visto amplificadas por la participación de los inversionistas extranjeros. Es más, ciertas estrategias de inversión, como las *carry trades* para explotar el mayor rendimiento de los activos financieros de economías de mercado emergentes, han supuesto un diferencial de rendimiento favorable persistente, en clara incongruencia con las condiciones de arbitraje o de paridad de las tasas de interés características de unos mercados eficientes. Cualquiera de estas dos situaciones podría sentar las bases de una sobrerreacción y eventual volatilidad. Además, y quizás incluso más peligroso, los inversionistas extranjeros podrían revelarse más proclives que los residentes a cerrar

posiciones y abandonar el mercado, lo que introduciría mayor volatilidad en los mercados de activos.

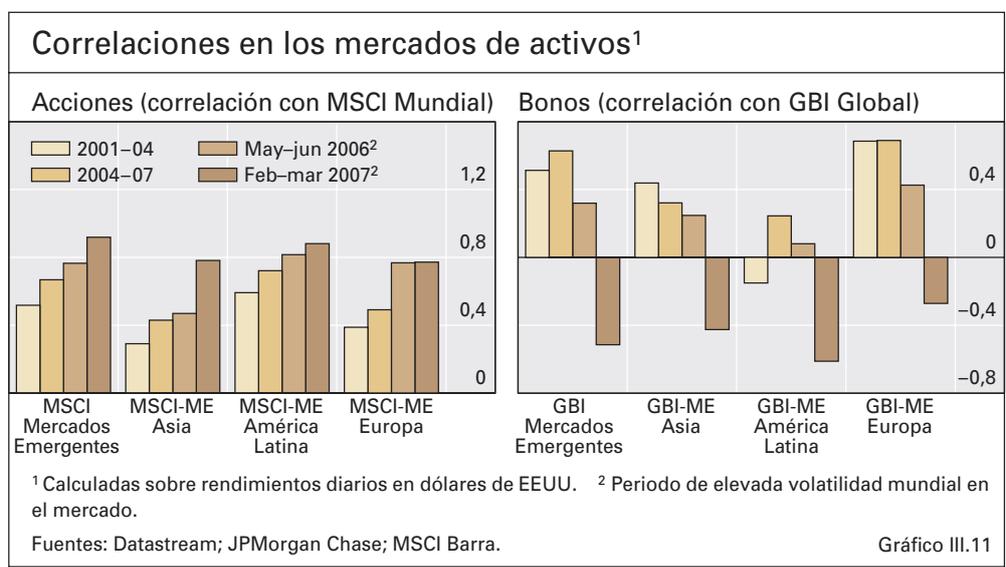
En cuanto al aumento de la exposición a las perturbaciones externas, la correlación entre los rendimientos de los mercados bursátiles emergentes y los mundiales parece haber aumentado desde mediados de 2004, cuando la Reserva Federal comenzó un ciclo de endurecimiento de su política, en comparación con el periodo 2001–04 (véase el Gráfico III.11).

Además, esta correlación se acentuó durante los periodos más recientes de volatilidad en los mercados mundiales (mayo–junio de 2006 y febrero–marzo de 2007). Aunque este tipo de correlaciones deben interpretarse con cautela, podrían indicar que los mercados bursátiles emergentes pueden estar más expuestos ahora a perturbaciones externas, en especial durante periodos de alta volatilidad en los mercados.

Sin embargo, también hay evidencia que avala que la mayor integración en los mercados mundiales no ha aumentado la volatilidad de los precios de los activos de mercados emergentes. En primer lugar, las más estrechas correlaciones entre los índices mundiales y los de mercados emergentes corresponden a la renta variable, pero resultan menos evidentes en los mercados de bonos (véase el Gráfico III.11). En segundo lugar, la relación precio/beneficios (PER) no parece elevada en muchas economías de mercado emergentes si se compara con la existente en los mercados desarrollados. La mediana de esta relación entre precio y beneficios pasados en las economías de mercado emergentes se situaba recientemente en torno a 15, prácticamente lo mismo que en la zona del euro, pero inferior al valor de 18 que alcanzaba en Estados Unidos. De todas formas, cabe mencionar que la dispersión del PER en los mercados emergentes ha aumentado últimamente de forma considerable, casi triplicándose desde mediados de 2006. Como resultado, las relaciones son muy superiores en algunas economías de mercado emergentes, incluida China, donde se situaron en 34 a mediados de mayo de 2007. En tercer lugar, como puede verse en el Gráfico III.10, la volatilidad de los mercados se ha reducido en general desde finales de los años 90, cuando la participación

Correlaciones crecientes de la rentabilidad de las acciones...

... pero la volatilidad continua siendo moderada



extranjera era menor. Aunque a primera vista esto podría indicar que la participación extranjera no ha elevado la volatilidad, lo cierto es que en muchos otros mercados también se ha registrado menor volatilidad. Esto implica que un incremento en la aversión al riesgo mundial aún podría tener efectos significativos sobre las economías de mercado emergentes.

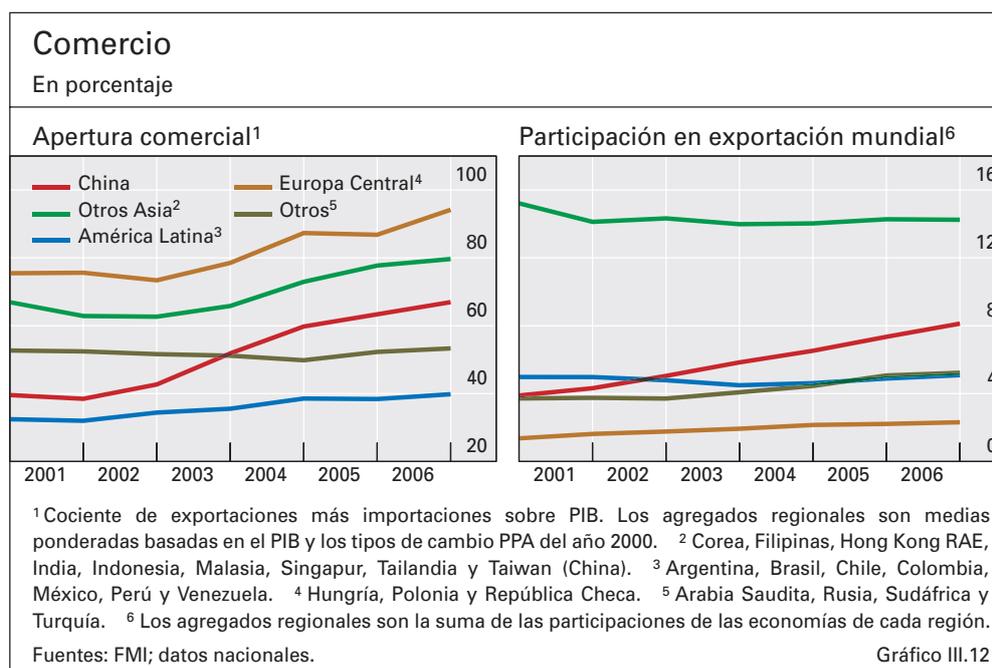
El comercio internacional de China: hechos estilizados e implicaciones

Desde su entrada en la OMC en diciembre de 2001, la participación de China en el total de las exportaciones mundiales se ha duplicado, alcanzando el 8% (véase el Gráfico III.12), mientras el país se convertía en uno de los cinco mayores receptores de las exportaciones de Asia emergente. Estos cambios se explican por la irrupción del país como centro manufacturero mundial que produce bienes finales a partir de la importación de bienes intermedios y de equipo. Esta evolución plantea tres cuestiones. La primera es en qué forma se han visto afectadas las oportunidades de negocio de los socios comerciales de China. La segunda es cómo ha variado la exposición de estos socios a perturbaciones exógenas. Y, la tercera, cuáles son las implicaciones de todo ello para las políticas de tipos de cambio en la región.

Cambios en los patrones del comercio

La irrupción de China en el comercio mundial se ha caracterizado por tres rasgos. En primer lugar, ha desplazado a otras economías asiáticas emergentes en los mercados de países industriales avanzados, pero también les ha proporcionado un importante mercado para sus productos. La cuota representada por las economías industriales avanzadas (Estados Unidos, Unión Europea y Japón) en las exportaciones de Asia emergente ha tendido a disminuir (véase el Cuadro III.3), mientras que el porcentaje de las exportaciones

China es un mercado importante para Asia...



Porcentaje del comercio asiático				
Medias, en porcentaje del total de exportaciones e importaciones respectivamente				
	Exportaciones		Importaciones	
	1996–2001	2005–06	1996–2001	2005–06
Economías asiáticas emergentes excluida China ¹				
Estados Unidos	21,0	14,6	14,3	9,4
Unión Europea	15,9	13,6	12,9	10,3
Japón	10,1	8,0	17,9	13,9
China	12,9	21,8	13,7	18,4
Comercio interno econ. asiáticas emergentes excl. China ¹	25,2	26,4	24,4	26,5
América Latina ²	1,8	1,8	1,2	1,3
Oriente Medio ³	2,7	3,4	6,3	9,2
África ³	1,3	1,6	1,4	1,1
China				
Estados Unidos	19,9	21,4	11,3	7,5
Unión Europea	15,6	19,3	14,6	11,3
Japón	17,4	10,2	19,7	14,9
Hong Kong RAE	20,2	16,0	4,6	1,6
Economías asiáticas emergentes excl. China y Hong Kong RAE	12,7	14,5	30,9	34,8
América Latina ²	1,7	2,4	2,2	3,9
Oriente Medio ³	2,6	3,3	3,0	5,3
África ³	1,7	2,3	1,6	3,2
<i>Pro memoria:</i>				
<i>Comercio interno Unión Europea</i>	<i>66,9</i>	<i>67,5</i>	<i>63,4</i>	<i>62,6</i>

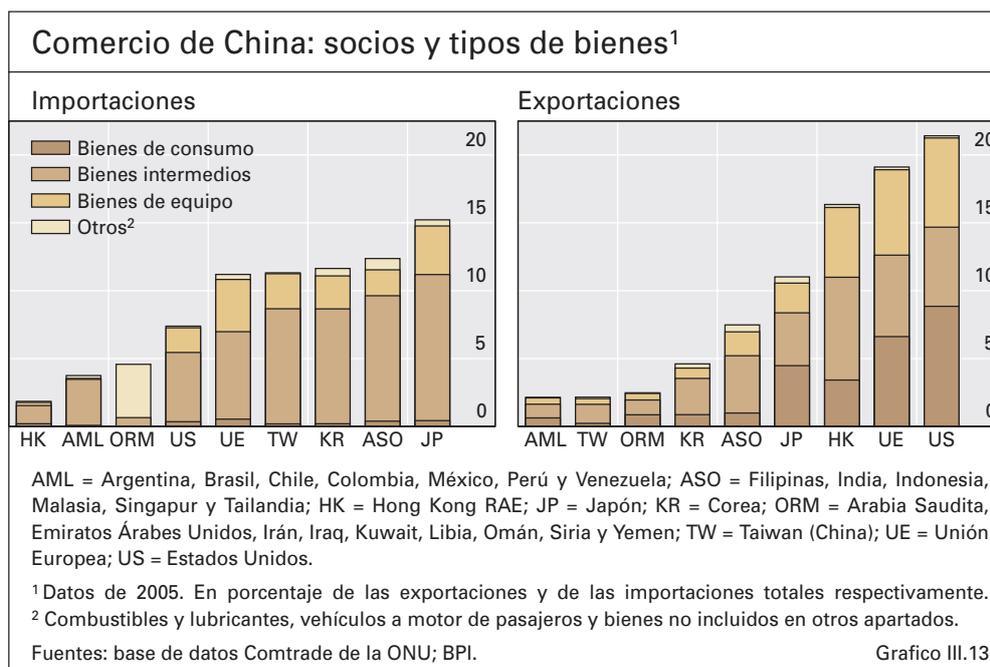
¹ Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China).
² Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ³ Clasificación regional de países del *Direction of Trade* del FMI.

Fuentes: FMI; cálculos del BPI. Cuadro III.3

de China a economías industriales avanzadas ha tendido a aumentar (con la sorprendente excepción de Japón). Al mismo tiempo, la participación de China en las exportaciones de Asia emergente ha crecido, desde el 13% en 1996–2001 hasta el 22% en 2005–06. En estos periodos, el porcentaje de Asia emergente en las importaciones chinas pasó del 31% al 35%.

En segundo lugar, una parte importante de las importaciones chinas corresponde a insumos para la producción, destinados en su mayoría al sector exportador. Aproximadamente el 70% de las importaciones chinas se compone de bienes intermedios, de los que el 57% procede de Asia emergente y de Japón (véase el Gráfico III.13, panel izquierdo). Al mismo tiempo, los bienes de consumo y de equipo suman el 72% y el 68% de las exportaciones chinas a Estados Unidos y a la Unión Europea, respectivamente. Esta situación revela una creciente integración vertical de los procesos de producción en Asia, que responde a la ventaja comparativa que algunos países parecen disfrutar en una fase u otra del proceso productivo. Las exportaciones chinas poseen por tanto un componente de importación relativamente alto y, en consecuencia, el valor añadido de China es reducido. Además, los márgenes

... que importa principalmente insumos para la producción...



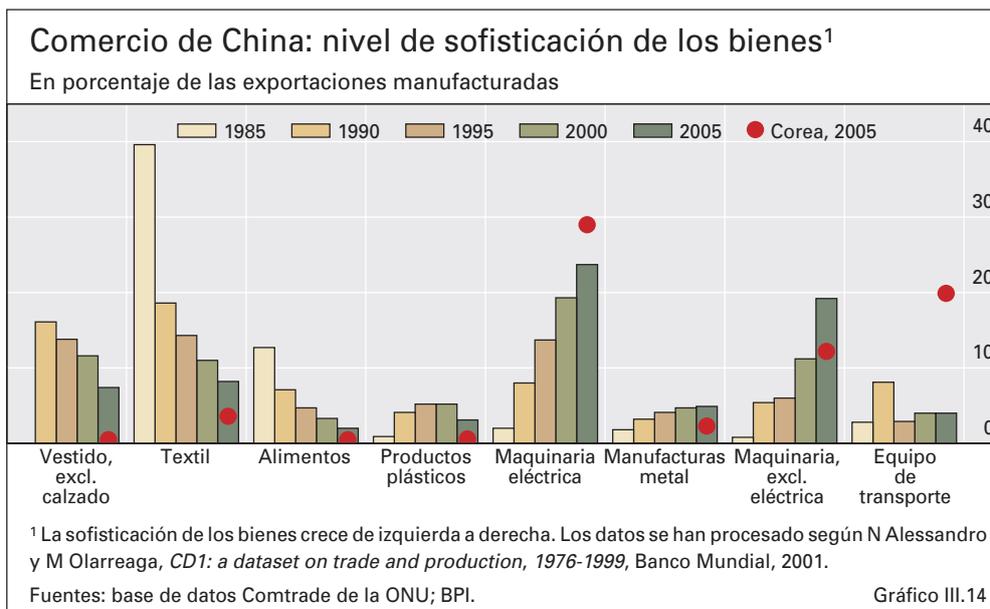
de distribución con frecuencia constituyen un porcentaje aún mayor del precio final minorista de las exportaciones chinas. En definitiva, se estima que una muñeca que se vende por 20 dólares en Estados Unidos sólo incorpora 35 centavos de valor añadido por la manufactura china.

... y desempeña un papel notable en los mercados de materias primas

Como también se aprecia en el Gráfico III.13, las relaciones comerciales de China van mucho más allá de las redes de producción asiáticas. En concreto, sus importaciones han contribuido de forma significativa a la demanda de materias primas procedentes de Oriente Medio y América Latina, que últimamente suponen en torno al 5% y al 3,3%, respectivamente, del total de exportaciones de esas regiones. La cifra correspondiente a África es del 7%. Además, una parte sustancial del aumento de la demanda de las principales materias primas es imputable a China. Por ejemplo, entre 2004 y 2006 le correspondió, de media, el 37% del incremento anual de la demanda mundial de petróleo. China es actualmente el segundo importador de petróleo de Asia, después de Japón, y se espera que la demanda aumente entre un 5% y un 7% al año. Este país es también el mayor consumidor del mundo de materias primas tales como cobre, níquel y zinc y, dada su elevada demanda, ha desempeñado un papel importante en el encarecimiento de estos productos. Es probable que esta demanda se mantenga durante algún tiempo, ya que China todavía está en fases tempranas de industrialización, en las que la inversión en infraestructura cobra particular importancia.

Exportaciones cada vez más intensivas en tecnología

En tercer lugar, las exportaciones chinas están desplazándose gradualmente desde bienes intensivos en trabajo y manufacturas menos avanzadas hacia bienes más intensivos en tecnología. Entre 1998 y 2005, el porcentaje de bienes de consumo en las exportaciones de bienes finales disminuyó del 48% al 32%, mientras que el porcentaje de bienes de equipo aumentó del 15% al 26% (la parte restante corresponde principalmente a bienes intermedios). La participación de las manufacturas en las exportaciones



totales también se ha incrementado, con un porcentaje creciente de bienes más sofisticados, como maquinarias (véase el Gráfico III.14). Los incentivos para producir bienes cada vez más intensivos en tecnología se vieron reforzados al anunciarse, en septiembre de 2006, la rebaja o abolición de las deducciones fiscales para ciertas exportaciones que poseen un valor añadido bajo o que implican mayor contaminación o un elevado consumo de recursos. El Gobierno también ha invertido copiosamente para impulsar la investigación y el desarrollo en China, aunque la falta de una adecuada protección de la propiedad intelectual sigue constituyendo un factor potencialmente disuasorio para las operaciones comerciales de alta tecnología.

Implicaciones a medio plazo: ¿cómo afecta China a las oportunidades comerciales?

La argumentación anterior sugiere que el impacto de China sobre las oportunidades comerciales de otras economías de mercado emergentes es múltiple, por su potencial como competidor y como nuevo mercado de bienes y servicios. Para algunos exportadores de materias primas de América Latina y de África que no compiten con China, su entrada en el comercio mundial ofrece claras ventajas por las mejoras en los términos de intercambio, aunque esos beneficios podrían verse limitados en la medida en que dichos países fueran importadores de crudo. Es de esperar que los países desplazados por China en la producción de bajo valor añadido o de ensamblaje, pero que ahora suministran a ese país insumos para sus procesos productivos, también sean beneficiarios netos. Por ejemplo, si bien cabe que China desplace a Corea en el montaje de ordenadores vendidos en economías avanzadas, este efecto podría quedar ampliamente compensado por la creciente demanda china de componentes informáticos coreanos, como semiconductores.

Por el contrario, las economías que compiten con China en bienes finales pero no compensan esa competencia vendiéndole insumos para la producción,

La entrada de China en el comercio mundial beneficia a algunos...

... y puede suponer un reto para otros

verán reducirse sus oportunidades comerciales. China ha desplazado a México y a América Central como proveedor de tejidos y prendas de vestir para el mercado estadounidense y empieza a competir en bienes de tecnología media (productos electrónicos y eléctricos, computadores y componentes para la industria automotriz). Otros países se han visto afectados en parte por sus propias políticas internas. Por ejemplo, China es líder mundial en ventas de textil en competencia directa con la India. Las importaciones chinas de tejidos de alta calidad para fabricar estos productos han aumentado, si bien proceden principalmente de Japón y de economías de reciente industrialización y no de la India, pese a que este país es el segundo productor mundial. Ello se debe en parte a las restricciones impuestas por el propio Gobierno indio a la exportación de la industria textil.

China importa poco para consumo interno

Las oportunidades comerciales a medio plazo creadas por la integración de China en el mercado mundial serían considerablemente mayores si su demanda de importaciones comenzara a reflejar su propia demanda interna final, además de la demanda asociada a sus exportaciones, circunstancia ésta que aún no se da. Los bienes de consumo finales representan sólo el 4% del total de las importaciones de China y se estima que la elasticidad de la demanda de sus importaciones ordinarias (es decir, aquéllas no utilizadas en los procesos productivos del sector exportador) con respecto al gasto interno es insignificante. En consonancia con ello, China parece estar inmersa en un proceso a gran escala de sustitución de importaciones; por ejemplo, recientemente se ha vuelto autosuficiente en lo que se refiere al acero.

En relación con lo anterior, a medio plazo surge la pregunta de si el rápido crecimiento de China y su demanda de importación de materias primas y de bienes intermedios son de por sí sostenibles. Sus formidables tasas de inversión corren el riesgo de financiar proyectos de rentabilidad baja o incluso negativa. En los años 80 y comienzos de la década de los 90 también se registraron altas tasas de inversión en Asia oriental, que culminaron en la crisis de 1997–98.

El exceso de inversión amenaza el crecimiento...

La evidencia reciente apunta a que el mayor acceso al sistema financiero formal que las empresas estatales chinas disfrutan fomenta el exceso de inversión y reduce el rendimiento marginal del capital. De hecho, los niveles de productividad de estas empresas estatales son aproximadamente un 30% inferiores a los de las empresas privadas. Se estima que una asignación de recursos más eficiente permitiría a China reducir en un 5% del PIB sus niveles de inversión y elevar el consumo sin sacrificar crecimiento económico. Hoy en día, las autoridades intentan contener las inversiones improductivas con diversas medidas administrativas, reduciendo el crecimiento del crédito (en ocasiones, de forma selectiva) y endureciendo la política monetaria. Pero estas medidas del sector público necesitan ir acompañadas de fuerzas de mercado que también actúen con eficiencia y rapidez para contener la inversión improductiva. Evidentemente, cuanto más tiempo se permitan estas asignaciones ineficientes de recursos, mayores serán finalmente sus repercusiones.

... y expone a los bancos a riesgos

Un efecto relacionado con el acceso fácil al crédito ha sido la alta concentración de la exposición bancaria a empresas estatales menos

rentables. Según las cifras oficiales, alrededor del 40% de las empresas industriales públicas incurren en pérdidas. El grueso de los beneficios agregados registrados corresponde a un número relativamente pequeño de empresas que se financian principalmente con beneficios no distribuidos, no con préstamos bancarios. Esto implica que una parte sustancial del crédito de los bancos chinos podría incurrir en mora si la economía del país se desacelerara de un modo significativo. Presumiblemente, esto también tendría importantes implicaciones fiscales, a menos que entre tanto los bancos chinos aumentaran considerablemente su rentabilidad.

Otra preocupación a medio plazo para los competidores más avanzados tecnológicamente, como Corea, es que puedan quedarse «con las manos vacías» debido a la progresiva tendencia a trasladar los trabajos manufactureros a China. Con todo, cabe algo de optimismo a este respecto. Aunque China ha acaparado el grueso de los flujos de IED hacia los mercados emergentes, su cuota ha caído desde un máximo del 39% en 2003 a un 26% en 2006. Es más, con la notable excepción de Japón, Hong Kong RAE y Taiwan (China), la contribución de la producción manufacturera al PIB no ha disminuido en otras economías de mercado emergentes asiáticas desde 1993. No obstante, esto no excluye la posibilidad de que el empleo en el sector manufacturero pudiera todavía caer en respuesta al aumento de la productividad, como parece haber ocurrido en Estados Unidos y en otras economías industrializadas avanzadas.

No se han visto efectos de desplazamiento

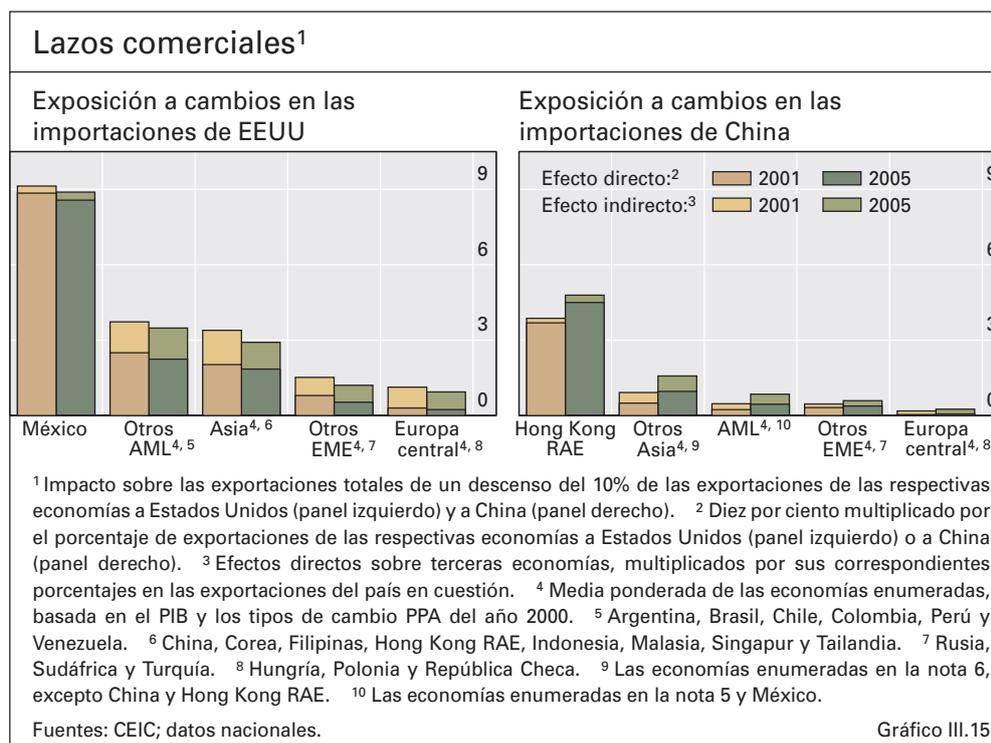
Las economías emergentes asiáticas (excluida China) frente a las perturbaciones: grado de exposición y de solidez

El creciente protagonismo de China en el comercio mundial ha cambiado los canales a través de los cuales se transmiten a las economías de mercado emergentes las perturbaciones de la demanda externa y ha influido también en el patrón de correlación entre los flujos comerciales. Una desaceleración estadounidense afecta a Asia emergente al disminuir la demanda de sus exportaciones a Estados Unidos (efecto directo sobre la demanda), pero también tiene efectos indirectos que se materializan en la desaceleración de la demanda estadounidense de exportaciones chinas. Por ejemplo, una caída del 10% en las importaciones de Estados Unidos reduce directamente las exportaciones de Corea un 1,5%. Sin embargo, la misma perturbación también reduce las exportaciones de China un 2,1%, provocando una caída adicional de las importaciones procedentes de Corea. En determinados supuestos, estos efectos indirectos reducen las exportaciones coreanas otro 1,3% (véase el Gráfico III.15). Una desaceleración de este tipo en Estados Unidos también podría provocar una depreciación del dólar frente a las monedas asiáticas, lo que amplificaría aún más los efectos directos e indirectos.

Gran impacto de una desaceleración en EEUU...

La falta de respuesta de las importaciones chinas de bienes finales a los cambios en la demanda interna antes mencionada sugiere que una desaceleración en China afectaría a las economías asiáticas menos que una en Estados Unidos. No obstante, de ello también se deduce que el efecto de amortiguación que podría proporcionar China a las economías

... o menor impacto de una desaceleración en China



asiáticas ante una posible perturbación adversa en la demanda mundial también sería más limitado.

Implicaciones para las políticas de tipo de cambio

En caso de una apreciación del renminbi frente al dólar...

Es probable que el desarrollo de redes comerciales afecte a las políticas de tipo de cambio, pero los efectos concretos dependerán del grado de competencia comercial directa, del comercio a través de redes de producción y de la sincronización de ciclos económicos resultante. Por ejemplo, un incremento de la demanda estadounidense de exportaciones chinas, en una situación de equilibrio, requeriría una apreciación del renminbi frente al dólar. La respuesta cambiaría de los vecinos asiáticos de China dependería entonces de hasta qué punto compitieran con China o formarían parte de una red de producción (verticalmente integrada) con este país.

... los competidores de China preferirían una devaluación frente al renminbi...

Por una parte, dependiendo del grado de competencia de China con sus vecinos en terceros mercados, aquéllos desearían ver depreciarse sus monedas frente al renminbi. Un indicador de ello es el grado de solapamiento entre bienes exportados: entre China y Tailandia, por ejemplo, esta variable creció del 50% en 1998 al 55% en 2005; entre China y Corea se incrementó del 44% al 56% durante el mismo periodo. En cambio, China no compete en absoluto con la mayoría de los países de América Latina (a excepción de México).

... pero una mayor sincronización puede propiciar la vinculación al renminbi

Por otra parte, como ya se ha comentado, la medida en que los vecinos de China están vinculados con este país a través de redes de producción determina el crecimiento de la demanda de sus exportaciones a China. Por lo tanto, para evitar desajustes externos o recalentamiento, estas economías tienen incentivos para dejar que sus monedas se aprecien siguiendo al renminbi. Así, la mayor sincronización de los ciclos económicos resultante de

las redes de producción tendería a vincular más estrechamente las monedas de Asia oriental con la de China. Este efecto puede verse atenuado, no obstante, en la medida en que los flujos comerciales no sean sensibles a las variaciones de los tipos de cambio.

La irrupción de China como un destacado socio comercial ya ha producido efectos sustanciales sobre la economía mundial. La forma en la que logre un crecimiento sostenible tendrá grandes consecuencias para el resto del mundo en los próximos años.