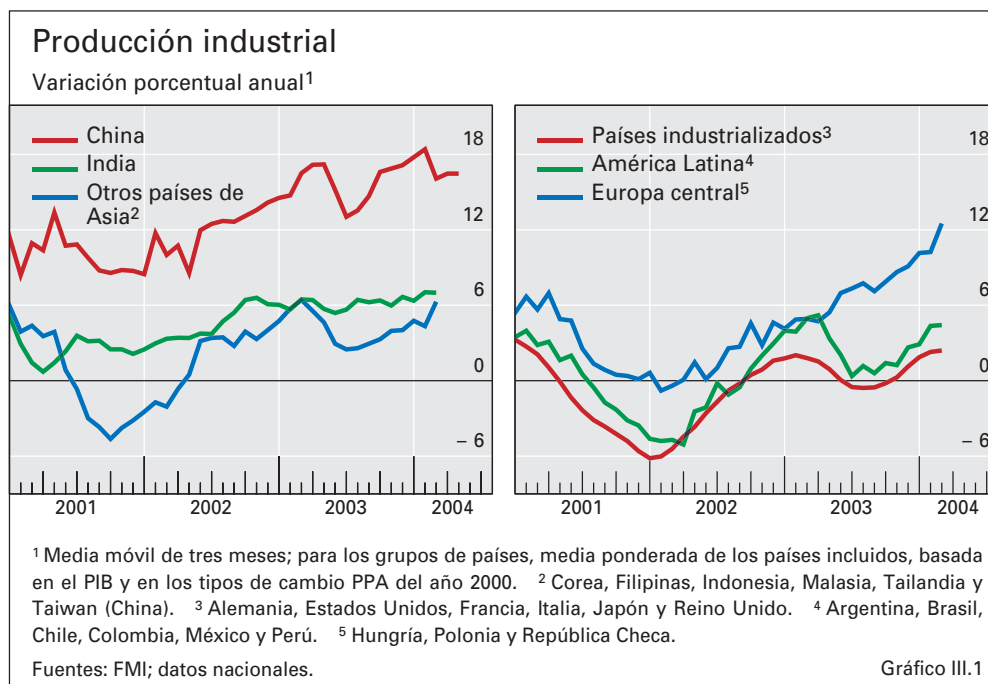


### III. Evolución de las economías de mercado emergentes

#### Aspectos más destacados

La abundancia de liquidez a escala mundial, como reflejo de unas condiciones monetarias expansivas y de una mayor predisposición de los inversionistas a asumir riesgos en los mercados de capital internacionales, estimuló el crecimiento de las economías de mercado emergentes a partir de mediados de 2003. Al mismo tiempo, se disiparon los efectos negativos derivados de una serie de perturbaciones. No obstante, en abril de 2004 se produjo un marcado cambio de tendencia, al aumentar pronunciadamente los tipos de interés a largo plazo, ampliarse los diferenciales crediticios de las economías de mercado emergentes y caer los precios de las acciones.

Durante la fase de expansión, iniciada hacia finales de 2001, China contribuyó de forma destacada a la actividad económica mundial, con un crecimiento de la producción industrial continuamente superior al registrado en otros países y regiones (véase el Gráfico III.1). En el resto de los países asiáticos, el crecimiento se recuperó tras la contención del brote de neumonía atípica (SARS). En América Latina, sin embargo, se registraron algunas disparidades en las tasas de crecimiento, pese a los estímulos procedentes de una mayor demanda en Estados Unidos, la fuerte subida de los precios de las materias primas y la progresiva relajación de la política monetaria. En el primer trimestre de 2004, el crecimiento permanecía moderado en Brasil,



Crecimiento del producto, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real <sup>1</sup>			Precios de consumo <sup>1,2</sup>			Balanza por cuenta corriente <sup>3</sup>		
	Media 1999–2002	2003	2004	Media 1999–2002	2003	2004	Media 1999–2002	2003	2004
Asia <sup>4</sup>	6,2	7,4	7,3	1,8	2,5	3,6	3,5	4,6	2,0
China	7,7	9,1	8,6	-0,3	1,2	3,4	2,1	3,3	1,0
Corea	7,6	3,1	5,6	2,5	3,5	3,3	2,9	2,4	2,4
Hong Kong RAE	4,0	3,1	6,0	-3,1	-2,6	-0,4	5,2	9,4	10,3
India	5,1	8,1	6,8	4,3 <sup>5</sup>	5,4 <sup>5</sup>	5,0 <sup>5</sup>	-0,1	0,8	-0,1
Otros países <sup>6</sup>	3,5	4,4	5,4	4,8	2,9	3,2	7,7	9,8	5,8
América Latina <sup>4,7</sup>	1,0	1,4	4,2	8,2	7,1	6,8	-2,2	0,6	0,6
Argentina	-4,7	8,7	7,7	9,2	3,7	7,1	-1,7	5,8	3,7
Brasil	2,1	-0,2	3,3	8,8	9,3	6,4	-3,8	0,8	0,3
México	2,7	1,3	3,2	7,4	4,0	4,2	-2,8	-1,4	-1,9
ECO <sup>4,8</sup>	2,9	3,7	4,5	10,3	4,0	5,0	-5,2	-4,4	-3,9
Rusia	6,6	7,3	6,8	36,1	13,7	10,5	12,5	9,0	6,1
Turquía	0,8	5,8	5,0	54,8	25,3	12,4	-1,3	-3,0	-3,1
África	3,3	4,1	4,2	11,5	10,3	8,6	2,9	-0,7	-1,3
Oriente Medio	4,1	5,4	4,1	8,5	8,6	8,9	2,7	7,3	6,0
<i>Pro memoria:</i> <i>países del G-7</i>	2,2	2,2	3,4	1,7	1,8	1,7	-1,4	-1,6	-1,5

Nota: Las cifras correspondientes a 2004 se basan en las previsiones de consenso de mayo y en FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

<sup>1</sup> Variación porcentual anual. <sup>2</sup> En América Latina, cifras al final del periodo. <sup>3</sup> En porcentaje del PIB. <sup>4</sup> Media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>5</sup> Precios al por mayor. <sup>6</sup> Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). <sup>7</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>8</sup> Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumania.

Fuentes: FMI; OCDE; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro III.1

había aumentado significativamente en México y se mostró firme en Argentina. En cuanto a Europa central y oriental (ECO), las perspectivas de adhesión a la Unión Europea y la vitalidad de la demanda en otras regiones propiciaron un fuerte crecimiento de la producción industrial en Hungría, Polonia y República Checa. Las previsiones de consenso para 2004 (véase el Cuadro III.1) indican una notable recuperación del crecimiento en América Latina y la persistencia de un fuerte crecimiento en el resto de las principales regiones.

El crecimiento estuvo relacionado con las vertiginosas subidas generalizadas de los precios del petróleo y de otros productos básicos, inducidas en parte por la continua e intensa expansión de la producción industrial en China. Pese a que la transmisión a los precios finales no se ha manifestado hasta fechas recientes, la amenaza de deflación ha retrocedido en las economías de mercado emergentes. China comenzó a registrar tasas de inflación positivas a finales de 2003, mientras que el encarecimiento de las materias primas utilizadas en los procesos productivos está estrechando los márgenes de beneficio o generando presiones inflacionarias en diversas economías asiáticas. Los temores a un posible incumplimiento de los objetivos de inflación ante estas tensiones

inflacionarias propiciaron una contracción monetaria en México, así como una interrupción transitoria del proceso de reducción de los tipos de interés en Brasil. Por otra parte, el encarecimiento de los productos básicos generó superávit por cuenta corriente en una serie de países y propició mejoras de la relación real de intercambio de África.

El contexto económico internacional determinó en buena medida la evolución de las economías de mercado emergentes en 2003. Algunos países muy endeudados se vieron favorecidos por nuevas entradas de capital, así como por el notable estrechamiento de los diferenciales de crédito. Sin embargo, estos mismos factores introdujeron presiones alcistas sobre los tipos de cambio, especialmente en Asia, con el resultado de intervenciones masivas en los mercados de divisas. En algunos casos, tales intervenciones contribuyeron a acelerar el crecimiento de la oferta monetaria y crediticia. La fuerte subida de los precios de los productos básicos repercutió también de forma significativa en un conjunto de economías; así, mientras que los ingresos crecían en algunas de ellas, en otras aumentaban los costes de producción o la inflación.

### La reanudación de las entradas de capital

En 2003, los flujos de capital privado netos hacia las 21 mayores economías de mercado emergentes ascendieron a unos 170 mil millones de dólares (véase el Cuadro III.2), el volumen más alto registrado desde el máximo de más de 200 mil millones de dólares alcanzado en 1996. Tanto las cifras de inversiones de cartera (acciones y bonos) como las de otros flujos (préstamos de bancos comerciales y otros créditos) fueron sustancialmente superiores a las de 2002. Sin embargo, continuó la tendencia decreciente de la inversión extranjera directa (IED), tras caer su participación en los flujos totales por debajo del 45%, desde un promedio del 70% en la década de los 90. Los países asiáticos atrajeron el grueso de las entradas de capital durante el pasado año, al tiempo que China absorbía por sí sola el 60% de la IED total dirigida a las economías de mercado emergentes. Brasil, Corea, China y la India fueron destinos importantes de los flujos de inversión de cartera, mientras que las regiones de Asia y de ECO se beneficiaron de la reanudación de los préstamos.

Los flujos de capital alcanzaron su nivel más alto desde 1996

Los flujos de capital materializados en bonos, acciones y préstamos mantuvieron su solidez a comienzos de 2004, previéndose para el presente año que se superen las cifras de 2003. A lo largo del primer trimestre de 2004, los prestatarios de las economías de mercado emergentes emitieron bonos y pagarés en los mercados internacionales por valor de unos 26 mil millones de dólares. Hasta abril de 2004, los crecientes flujos de capital discurrieron paralelos a la reducción de la volatilidad y a un notable estrechamiento de los diferenciales de crédito sobre la deuda soberana, especialmente para los bonos de menor calificación.

La reanudación de las entradas de capital en el transcurso de los últimos años se ha visto acompañada de un aumento de los superávit por cuenta corriente en Asia, un cambio de signo de los fuertes déficit en América Latina

## Flujos netos de capital privado hacia las economías de mercado emergentes

En miles de millones de dólares de EEUU

	Media anual 1990-2000	2001	2002	2003 <sup>1</sup>
<b>Economías de mercado emergentes<sup>2</sup></b>				
Flujos totales	111	57	66	171
Inversión directa	76	129	96	76
Inversión de cartera <sup>3</sup>	50	-21	-28	29
Otros flujos privados <sup>4</sup>	-15	-51	-3	66
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-24	45	107	142
<i>Variación de reservas<sup>5</sup></i>	-56	-89	-177	-282
<b>Asia<sup>6</sup></b>				
Flujos totales	35	31	41	111
Inversión directa	35	42	47	45
Inversión de cartera <sup>3</sup>	12	-12	-18	36
Otros flujos privados <sup>4</sup>	-12	1	12	30
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	14	66	99	123
<i>Variación de reservas<sup>5</sup></i>	-37	-82	-151	-215
<b>América Latina<sup>7</sup></b>				
Flujos totales	62	36	-3	16
Inversión directa	34	59	34	24
Inversión de cartera <sup>3</sup>	30	1	-13	-5
Otros flujos privados <sup>4</sup>	-2	-24	-24	-3
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-39	-47	-8	9
<i>Variación de reservas<sup>5</sup></i>	-11	3	0	-27
<b>ECO<sup>8</sup></b>				
Flujos totales	20	-10	28	43
Inversión directa	12	16	14	6
Inversión de cartera <sup>3</sup>	9	-2	4	-2
Otros flujos privados <sup>4</sup>	-1	-24	10	39
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-2	27	16	12
<i>Variación de reservas<sup>5</sup></i>	-12	-7	-23	-33

<sup>1</sup> Estimaciones de los flujos de capital a partir de datos nacionales de las balanzas de pagos y del IIF. <sup>2</sup> Incluye las economías de Asia, América Latina y ECO enumeradas en las notas al pie del cuadro, así como Sudáfrica. <sup>3</sup> Instrumentos de deuda y acciones (activos y pasivos). <sup>4</sup> Incluye flujos netos cuyos intermediarios son bancos comerciales y otros agentes del sector privado (no incluye derivados financieros). <sup>5</sup> Un valor negativo indica un aumento. <sup>6</sup> China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taiwan (China). <sup>7</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>8</sup> Europa central y oriental: Hungría, Polonia, República Checa, Rusia y Turquía.

Fuentes: Bancos centrales; FMI; Instituto de Finanzas Internacionales (IIF).

Cuadro III.2

y unos superávits más reducidos en ECO, de modo que en 2003, por ejemplo, las tres principales regiones emergentes registraron superávit por cuenta corriente en su agregado. La coincidencia temporal de las crecientes entradas de capital privado y los superávits por cuenta corriente abre interrogantes sobre su utilización en estas economías. En promedio, las tasas de inversión han permanecido constantes durante los tres últimos años. Sin embargo, las reservas de divisas han experimentado un notable aumento

a partir de 2001, circunstancia indicativa de que una proporción considerable de las entradas de capital ha pasado a engrosar las reservas oficiales (véase la discusión más adelante).

El retorno de los flujos de capital y la reducción de los diferenciales de la deuda plantean incógnitas acerca de su sostenibilidad. En la medida en que sean una manifestación de las mejoras macroeconómicas y estructurales, es decir, de unas condiciones macroeconómicas más sólidas que atraigan los flujos hacia las economías de mercado emergentes (factores de “arrastre”), las mayores entradas de capital y las favorables condiciones de financiación externa podrían perdurar. Por el contrario, en la medida en que sean reflejo de los reducidos tipos de interés vigentes en las economías industrializadas, de la abundancia de liquidez a escala mundial y de la predisposición de los inversionistas a acometer inversiones de mayor riesgo (factores de “empuje”), cualquier modificación de estas condiciones en los países industrializados podría suscitar de nuevo inquietud acerca de las vulnerabilidades en las economías de mercado emergentes.

Factores que han podido influir en los recientes flujos de capital

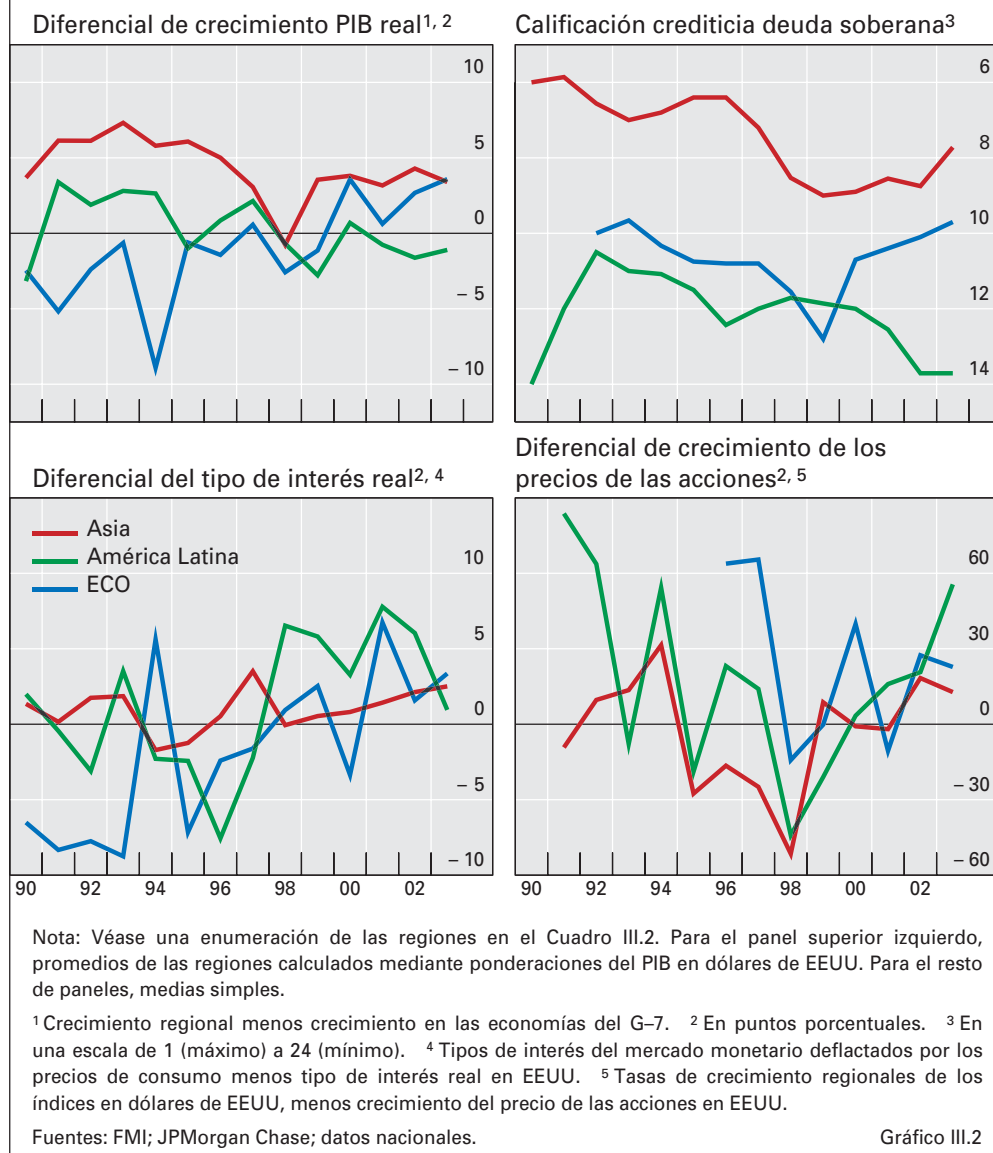
#### *Determinantes de las recientes entradas de capital*

Los estudios empíricos arrojan resultados dispares en cuanto a la influencia relativa que han tenido los factores de “arrastre” y “empuje” en los recientes flujos de capital hacia las economías de mercado emergentes. Al margen de la evolución relativa de su crecimiento, que influye en la totalidad de las rúbricas de entradas de capital, los factores que dirigen la IED parecen no guardar relación con los que afectan a los flujos de inversiones de cartera y de crédito.

Los flujos de IED hacia América Latina han disminuido desde 1999, en buena medida como resultado de un menor crecimiento económico (véase el panel superior izquierdo del Gráfico III.2), reflejo de la crisis argentina y de la desaceleración en Brasil y México. Asimismo, el menor ritmo de avance de los procesos de privatización en algunos países también contribuyó a moderar la IED. Por consiguiente, algunos acontecimientos relacionados con la crisis en América Latina podrían haber agudizado ciertos riesgos (anteriormente latentes) que afectan a la inversión en países de mercado emergentes, especialmente los derivados de una posible anulación de contratos privados. Por el contrario, la IED ha continuado fluyendo hacia las economías de mercado emergentes de Asia, especialmente a China, en un contexto de mayores tasas de crecimiento y avances estructurales. Los países de ECO aprovecharon factores de similar naturaleza aunque, tras haber registrado desde 1995 flujos de entrada de capitales medios anuales comprendidos entre el 3% y el 6% del PIB, los volúmenes acumulados de IED en estos países han llegado a alcanzar niveles tan cuantiosos que resultó difícil la absorción de flujos adicionales. Además, hacia el año 2002 ya había finalizado la mayoría de los procesos de privatización de activos públicos, concretamente las ventas de bancos comerciales a instituciones extranjeras. Influidas por todos estos factores, las entradas de IED a los países de ECO se redujeron en buena medida durante el pasado año.

El crecimiento y las privatizaciones influyeron en los flujos de IED

## Determinantes de los flujos de capital hacia las economías de mercado emergentes



La IED favoreció a las grandes economías o a las que participan en mecanismos de integración comerciales

Rigurosos estudios, como los informes recientes del Comité sobre el Sistema Financiero Global y del Grupo Consultivo sobre Mercados de Capitales del FMI, han determinado que durante la última década los flujos de IED se han desplazado hacia los países con amplios mercados internos (y en concreto, hacia los sectores financieros y de servicios) y hacia aquellos que participan en acuerdos de libre comercio o en mecanismos de integración comercial regional. Hasta ahora, esta modificación del patrón de flujos de capital ha favorecido a Brasil, China, México y los países de ECO integrados en la UE, al tiempo que la India podría con facilidad verse beneficiada en el futuro (véase más adelante).

Las inversiones de cartera respondieron a factores de empuje y arrastre

Las inversiones de cartera han gozado de una estabilidad mucho menor que los flujos de IED y se han visto influidas en mayor medida por el entorno internacional. El descenso de las inversiones en renta fija y variable durante 2001 y 2002 no sólo obedeció a la coyuntura de la economía real (menor

dinamismo de los países industrializados, crisis en Argentina y Turquía y perspectivas de crecimiento menos favorables), sino que también quedó condicionado por el acontecer de los mercados financieros, como la corrección de las burbujas en los sectores tecnológico y de telecomunicaciones y la mayor aversión al riesgo de los inversionistas. De manera similar, el incremento de las inversiones de cartera en 2003 parece haber sido el resultado de una conjunción de dichos factores. Entre los factores específicos asociados a cada país, cabe mencionar la mejora de la calificación crediticia de un buen número de economías de mercado emergentes (véase el panel superior derecho del Gráfico III.2), así como la subida de los precios de los productos básicos y unas perspectivas más favorables para estas economías a raíz de la consolidación del crecimiento mundial. Estas expectativas contribuyeron a cimentar una notable escalada de las cotizaciones bursátiles en los países emergentes (véase el panel inferior derecho del Gráfico III.2).

Con todo, las condiciones favorables de liquidez imperantes en los mercados internacionales de capital desempeñaron también un destacado papel. Unos tipos de interés oficiales muy reducidos en los principales países industrializados propiciaron entre los inversionistas una búsqueda de rentabilidad en las economías de mercado emergentes, con unos rendimientos de la deuda y unos tipos de interés reales a corto plazo más elevados (véase el panel inferior izquierdo del Gráfico III.2) y un ritmo de crecimiento de las cotizaciones superior al de las economías industrializadas. Asimismo, factores como la escasa dispersión entre los diferenciales de rendimiento de los bonos de mercados emergentes con distintas calificaciones crediticias sugieren un “apetito por el riesgo” más acentuado entre los inversionistas de los países industrializados (véase el Capítulo VI).

Durante el pasado año, otros flujos netos de capital privado (principalmente préstamos otorgados por bancos comerciales y crédito comercial concedido por otros acreedores del sector privado) arrojaron un resultado positivo por vez primera desde mediados de la década de los 90. Al igual que en el caso de las inversiones de cartera, las economías con calificaciones crediticias en ascenso y crecimiento económico relativamente más rápido lograron atraer los préstamos más cuantiosos. Al mismo tiempo, el mayor nivel de los tipos de interés internos con respecto a los existentes en los países industrializados contribuyó a fomentar los flujos de crédito hacia Asia y ECO.

#### *La sostenibilidad de las entradas de capital*

El cambio de la composición de los flujos de capital hacia partidas más volátiles como las inversiones de cartera y los préstamos plantea la cuestión de la vulnerabilidad de estas economías frente a posibles cambios de rumbo. Por ejemplo, los diferenciales de crédito de la deuda soberana se ampliaron significativamente a partir de abril de 2004, en parte debido a las expectativas de una subida de tipos de interés en Estados Unidos. En algunos países, también se amplió el diferencial de tipos de interés entre los bonos nacionales y títulos comparables del Tesoro de Estados Unidos.

La abundancia de liquidez influyó en las inversiones de cartera

Mejores calificaciones crediticias y tipos de interés más altos atrajeron préstamos

Los riesgos de un cambio de tendencia de los flujos de capitales ...

La mayor volatilidad de los mercados financieros y el pronunciado aumento de los diferenciales de la deuda soberana entre mediados de abril y mediados de mayo de 2004 pusieron de manifiesto que la percepción positiva del mercado se puede invertir con rapidez en aquellos países con unas perspectivas fiscales inciertas o con altos niveles de deuda pública. Además, las economías de mercado emergentes con deuda, ya sea a tipo de interés variable o denominada en moneda extranjera o vinculada a una divisa, podrían experimentar un aumento considerable de la carga de su deuda si subieran los tipos de interés o se depreciara su moneda.

... se han visto atenuados por la mejora de los resultados ...

Al mismo tiempo, estos riesgos se ven atenuados por diversos factores, algunos de los cuales se analizan en mayor profundidad más adelante. La recuperación económica mundial se ha consolidado y generalizado, con un fuerte incremento de los precios internacionales de los productos básicos. Las favorables condiciones de financiación externa han permitido a buen número de países cubrir una proporción considerable de sus necesidades financieras para el año 2004. Países muy endeudados como Brasil, México y Turquía han aprovechado esas buenas condiciones para introducir mejoras en sus perfiles de endeudamiento, mediante la rebaja del coste de su deuda, la ampliación de los plazos de vencimiento y la reducción del peso relativo de la deuda exterior a corto plazo y de la deuda indiciada a tipos de interés a corto plazo y a tipos de cambio. Otros factores que deberían contribuir a atemperar las vulnerabilidades son el reducido nivel de inflación, el aumento de las reservas de divisas y los procesos previos de transición hacia regímenes de tipo de cambio flexible. Además, Brasil, Turquía y algunos otros países han mantenido políticas fiscales de mucho rigor y han seguido adoptando reformas estructurales y de otra índole.

... aunque persisten vulnerabilidades en algunos países

Aun así, otros países han relajado la orientación de sus políticas fiscales y han aminorado el ritmo de ajuste, o bien han registrado un rápido crecimiento del crédito al sector privado. Resulta probable que las vulnerabilidades de estas economías, ahora ocultas por el cómodo acceso a la financiación, se hagan más patentes en caso de producirse un deterioro de las condiciones de financiación externa.

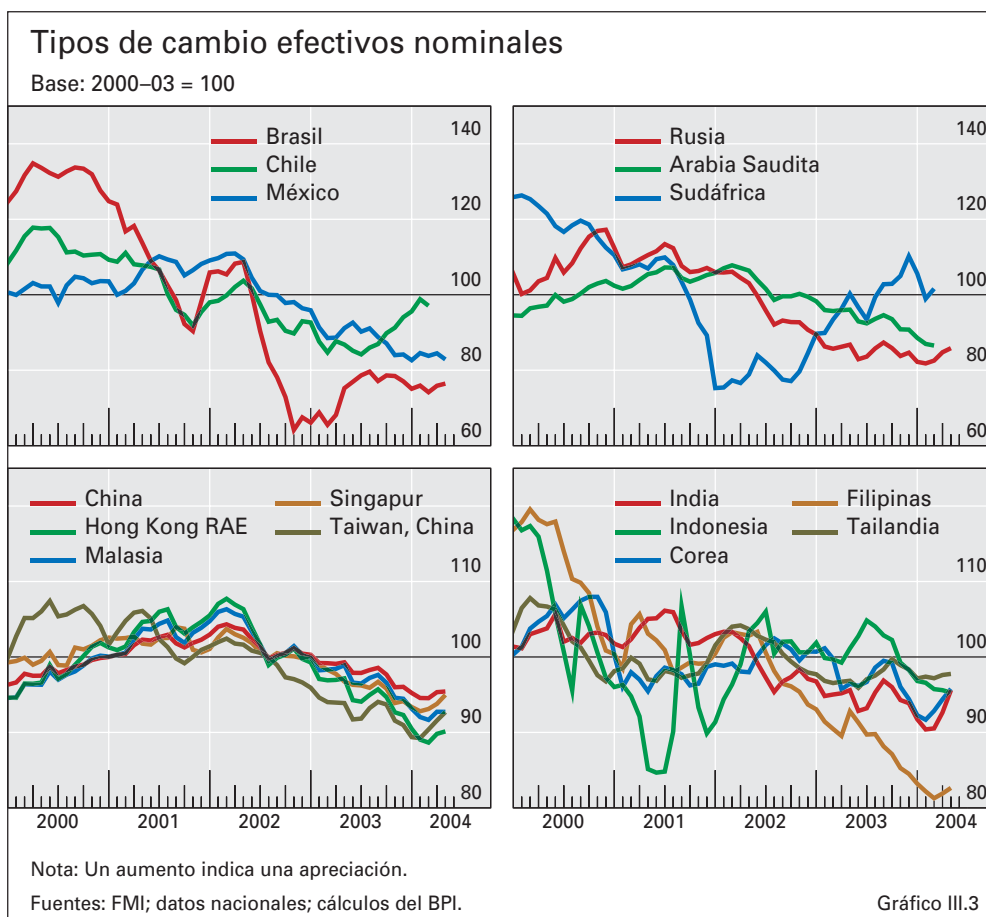
## Tipos de cambio y acumulación de reservas

### *Políticas económicas utilizadas*

Los tipos de cambio tendieron a apreciarse ...

Los distintos países ofrecieron respuestas diversas a la subida de los precios de los productos básicos y a las mayores entradas de capital. Algunos permitieron una apreciación de sus monedas hasta un nivel coherente con sus objetivos de inflación. Por ejemplo, en 2003, las monedas de Brasil y Chile se recuperaron significativamente de sus profundas depreciaciones. El rublo ruso y el rand sudafricano también se apreciaron en el transcurso de 2003, estimulados por el crecimiento de las exportaciones y por las entradas de capital. Como resultado, los tipos de cambio efectivos nominales de Brasil, Chile y Sudáfrica experimentaron una apreciación el pasado año (véanse los paneles superiores del Gráfico III.3).





Otros países relajaron sus restricciones a las salidas de capital o establecieron límites a los flujos de entrada con el fin de atenuar la apreciación de su moneda. China, por ejemplo, liberalizó el pasado año las restricciones sobre divisas aplicables a los viajes al extranjero, fomentó la inversión en el extranjero de ciertos tipos de empresas locales e inició un programa de incentivos a la inversión en el exterior por parte de los inversionistas institucionales del país. Al objeto de frenar las entradas de capital, las autoridades chinas suspendieron con carácter transitorio la concesión de autorizaciones a las nuevas inversiones contempladas en el programa para los inversionistas institucionales extranjeros aptos y establecieron límites diarios a la conversión de dólares en moneda nacional por parte de personas físicas. De manera similar, la India liberalizó las inversiones de empresas locales e instituciones financieras en activos exteriores, permitió a las empresas la amortización anticipada de su deuda denominada en divisas y concedió a los residentes la posibilidad de mantener cuentas en divisas. En septiembre de 2003, los no residentes en Tailandia vieron restringida su capacidad de conceder crédito a corto plazo denominado en bath y posteriormente se establecieron límites sobre la cuantía y el plazo de vencimiento de sus depósitos en esa moneda. Por otra parte, Corea estableció restricciones (relajadas después parcialmente) sobre los mercados de divisas a plazo con liquidación por diferencias, a fin de contener la especulación cambiaria.

... y los países permitieron unos mayores flujos de salida

Reservas de divisas <sup>1</sup>						
En miles de millones de dólares de EEUU						
	1996	2000	2001	2002	2003	Marzo 2004
Asia <sup>2</sup>	477,4	694,5	770,5	944,2	1.208,1	1.302,9
China	105,0	165,6	212,2	286,4	403,3	439,8
Corea	33,2	95,9	102,5	120,8	154,5	162,7
Hong Kong RAE	63,8	107,6	111,2	111,9	118,6	123,8
India	19,7	37,3	45,3	67,0	97,6	107,2
Taiwan (China)	88,0	106,7	122,2	161,7	206,6	226,5
América Latina <sup>3</sup>	141,3	136,1	135,9	140,1	170,7	178,8
Argentina	17,7	24,4	14,5	10,4	13,1	13,5
Brasil	58,3	32,5	35,7	37,4	49,1	51,6
México	19,2	35,1	44,4	49,9	57,7	60,3
Europa Central <sup>4</sup>	40,1	51,5	51,3	63,2	72,9	75,4
Rusia	11,3	24,3	32,5	44,1	73,2	79,6
Sudáfrica	0,9	5,8	5,8	5,6	6,2	7,9

<sup>1</sup> Fin del periodo; para las regiones, suma de las economías enumeradas en las notas al pie del cuadro. <sup>2</sup> China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). <sup>3</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>4</sup> Hungría, Polonia y República Checa.

Fuentes: FMI; datos nacionales. Cuadro III.3

Las reservas en Asia crecieron de manera sustancial

Otra respuesta consistió en la intervención en los mercados de divisas, lo que dio lugar a una gran acumulación de reservas durante el pasado año en todas las regiones principales (véase el Cuadro III.3). En las economías emergentes de Asia, las reservas totales aumentaron en más de 350 mil millones de dólares entre el inicio de 2003 y los primeros meses de 2004. China, Corea, la India y Taiwan, China (en adelante, Taiwan) contabilizaron conjuntamente más del 85% del citado incremento. Los motivos de la acumulación de reservas entre las economías asiáticas han variado (véase el Capítulo V), pero no puede negarse el impacto que tuvieron en las anteriores cifras los intentos de los bancos centrales por evitar la apreciación de sus monedas frente al dólar, en un contexto de fuertes entradas de capital básicamente de naturaleza especulativa. En China, por ejemplo, las reservas han crecido a un promedio mensual de más de 10 mil millones de dólares desde el inicio del pasado año. Los países con regímenes de tipo de cambio más flexibles (Corea, la India y Tailandia) también intervinieron para frenar la apreciación de sus divisas. Dada la caída de la cotización del dólar frente al resto de las principales monedas internacionales desde comienzos de 2002, los tipos de cambio efectivos (ponderados en función de los flujos comerciales) de la mayoría de las economías asiáticas han experimentado una importante depreciación en el transcurso de los dos últimos años (véanse los paneles inferiores del Gráfico III.3).

Intensa acumulación de reservas en América Latina

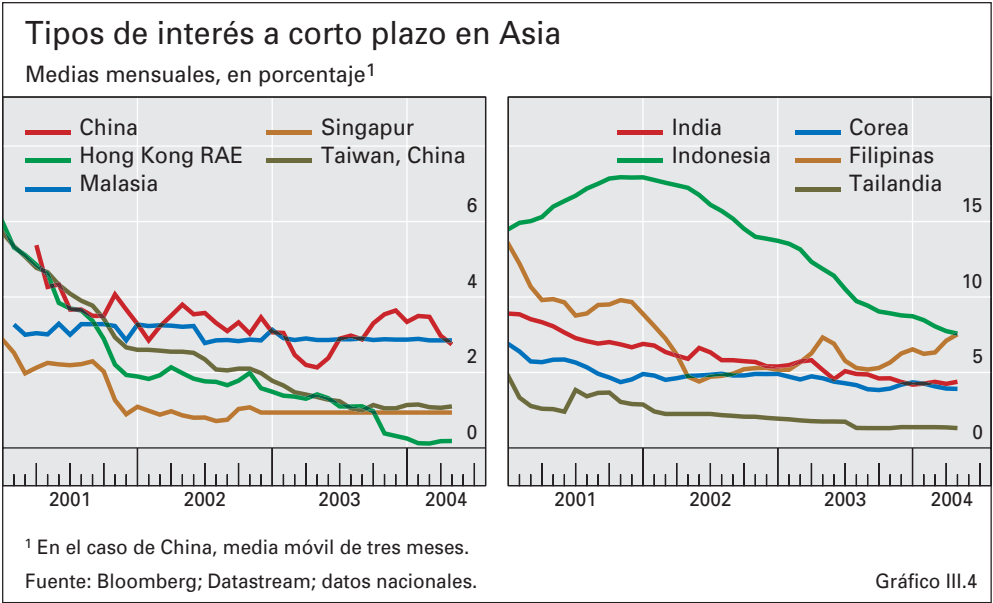
La acumulación de reservas también fue intensa en América Latina, concretamente en los países más beneficiados por la subida de los precios de los productos básicos y por las mayores entradas de capital. En México, las autoridades adoptaron un mecanismo excepcional (una subasta del 50% del

aumento de las reservas registrado durante un periodo de referencia) con el fin de contrarrestar la acumulación de reservas internacionales procedentes en gran parte del creciente volumen de ingresos que la empresa estatal de petróleos debía ceder al banco central. En Brasil, las reservas llegaron a superar los 50 mil millones de dólares en marzo de 2004, aunque casi la mitad de esta cifra correspondía a la deuda contraída con el FMI. Por su parte, las autoridades argentinas trataron de recuperar algunas de las reservas perdidas tras la crisis de 2001. En los países de ECO, las reservas de divisas crecieron de forma relativamente modesta. Salvo en un breve periodo del tercer trimestre del pasado año caracterizado por presiones bajistas sobre el rublo, el Banco Central de Rusia continuó con su política de realizar fuertes compras de divisas para absorber su exceso de oferta en el mercado resultante de los ingresos por exportaciones petrolíferas. En Sudáfrica, las reservas del banco central aumentaron tras haber liquidado a comienzos de 2004 su cartera de divisas a plazo.

*Desafíos de cara al futuro*

La acumulación de reservas plantea a los bancos centrales diversos desafíos para sus políticas (véase en el Capítulo V una discusión de sus implicaciones a escala mundial). Uno de esos retos consiste en el mantenimiento de la orientación deseada en su política monetaria. En la medida en que no se lleve a cabo una esterilización total de las reservas acumuladas mediante compras por parte del banco central, dicha acumulación podría generar unas condiciones monetarias laxas en exceso, si bien es cierto que hasta ahora parecen haberse conjurado estos riesgos. Con una inflación que permanecía baja en la mayor parte de Asia, un buen número de países de la región decidió recortar sus tipos de interés o mantenerlos en niveles reducidos (véase el Gráfico III.4). La predisposición de los bancos centrales a relajar las condiciones monetarias redujo, por tanto, la necesidad potencial de esterilizar la acumulación de reservas. Sin embargo, en algunas

Muchos países lograron evitar una relajación monetaria injustificada



ocasiones los bancos centrales intensificaron sus esfuerzos de esterilización mediante la venta de deuda pública o bien de sus propios instrumentos de deuda. Como consecuencia, el diferencial entre el crecimiento tanto de los agregados amplios como de la base monetaria y el crecimiento del producto parece haberse mantenido dentro de límites adecuados, con la excepción de China y también de Hong Kong RAE (en adelante, Hong Kong), donde persiste la deflación (véase el Cuadro III.4).

Sin embargo, persisten desafíos potenciales

Sin embargo, un continuo proceso de intervenciones cambiarias a gran escala podría plantear aún importantes desafíos de política interna. En primer lugar, la acumulación de reservas podría, en algún momento, poner en peligro la capacidad de los bancos centrales para controlar el crecimiento monetario futuro. En este sentido, la experiencia china plantea una serie de cuestiones. Pese a los esfuerzos de esterilización del banco central, la base monetaria ha crecido con rapidez durante los dos últimos años, aumentando la capacidad de los bancos para conceder préstamos. Al mismo tiempo, una gran demanda de financiación, junto a la mayor capacidad y predisposición de los bancos a conceder préstamos, ha contribuido al fuerte crecimiento del crédito y de los agregados monetarios amplios. Al objeto de contrarrestar estas presiones, el banco central ha elevado el coeficiente de reservas bancarias en 1,5 puntos porcentuales desde septiembre de 2003 y además ha ofrecido repetidamente a los bancos "pautas de ventanilla" encaminadas a reducir la extensión excesiva de crédito a ciertos sectores. El banco central decidió adoptar una política monetaria aún más contractiva mediante la elevación de los tipos de interés aplicables a sus facilidades de redescuento y de préstamo sin garantías, al tiempo que elevaba en otros 0,5 puntos porcentuales el coeficiente de reservas obligatorias de los bancos en situación de debilidad.

Agregados monetarios: diferencial de crecimiento con respecto al PIB nominal <sup>1</sup>						
	Base monetaria <sup>2</sup>			Agregado amplio		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Asia <sup>3</sup>	1,0	2,7	4,5	4,1	7,0	3,8
China	1,1	4,5	5,6	5,8	10,9	7,5
Corea	10,0	7,0	3,1	2,3	5,4	-1,0
Hong Kong RAE	8,2	8,0	21,3	-1,3	-0,1	10,6
India	0,9	1,0	2,1	4,7	7,9	1,0
Taiwan, China	-6,5	-5,1	-4,0	6,1	0,1	4,8
Otros países <sup>4</sup>	-2,2	-3,4	5,3	-0,9	-2,6	-2,5
América Latina <sup>3, 5, 6</sup>	11,1	54,0	1,8	3,3	5,0	0,2
ECO <sup>3, 7</sup>	11,2	2,0	0,7	5,5	-1,6	0,6

<sup>1</sup> Tasas de crecimiento monetario menos crecimiento del PIB nominal; cifras al final del periodo.  
<sup>2</sup> Billetes y depósitos bancarios en el Banco Central. <sup>3</sup> Media ponderada de los países enumerados, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>4</sup> Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. <sup>5</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>6</sup> El enorme crecimiento de la base monetaria en 2002 obedece básicamente al dato de Brasil (119%). <sup>7</sup> Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumania.  
Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro III.4

Ante la intensa acumulación de reservas, en otros países ya han aparecido crecientes dificultades técnicas, como la identificación de instrumentos aptos para drenar liquidez. Hacia finales de 2003, el Banco de la Reserva de la India, que en el pasado había absorbido una importante proporción de las emisiones de deuda pública, se encontró con una escasez de instrumentos para llevar a cabo sus operaciones de esterilización. A fin de solventar este problema, el Gobierno comenzó a emitir unos bonos en cantidad limitada como parte de un esquema especial diseñado para estabilizar el mercado, para el uso exclusivo del banco central en operaciones de esterilización de intervenciones en el mercado de divisas.

Dificultades técnicas de la esterilización de reservas

Un segundo e importante desafío para la política económica consiste en que una moneda nacional infravalorada asociada a la intervención en los mercados de divisas y a la acumulación de reservas puede causar efectos expansivos notables sobre la economía incluso si la esterilización resulta eficaz. El rápido crecimiento de las entradas de capital y de la inversión en China durante el pasado año pone de manifiesto de alguna manera la existencia de estas fuerzas expansivas. Además, en otras economías asiáticas se han observado recientemente unos diferenciales de tipos de interés menores con respecto a los de la deuda estadounidense, como reflejo de las crecientes expectativas de apreciación en los mercados cambiarios. En la India, por ejemplo, el diferencial del tipo de interés a largo plazo disminuyó desde un nivel superior a los 5 puntos porcentuales a comienzos de 2001 hasta situarse por debajo de los 2 puntos en febrero de 2004. Durante el primer trimestre de 2004, se han observado incluso diferenciales cercanos a cero o negativos en Hong Kong, Malasia y Tailandia. El estrechamiento de los diferenciales derivado de fuertes entradas de capital de corto plazo ha contribuido a un auge en los mercados bursátiles y a un notable dinamismo del crédito al consumo y al sector de la vivienda.

Un tipo de cambio infravalorado puede ser expansivo ...

En tercer lugar, la acumulación de reservas implica una exposición del sistema financiero a diversos riesgos. Por ejemplo, en caso de que las medidas encaminadas a contener la apreciación resulten insostenibles, buena parte de las inversiones realizadas en el sector de bienes comerciables podría considerarse a posteriori una asignación ineficiente de recursos. Conforme demuestra la experiencia de anteriores auges de la inversión en países de Asia oriental, de esos desequilibrios se derivan riesgos de exceso de capacidad productiva, con repercusiones negativas sobre el crecimiento a medio plazo. Además, los menores diferenciales crediticios de la deuda a largo plazo y las fuerzas expansivas asociadas a ellos aumentan el riesgo de que se produzca un ciclo económico de auge y recesión, especialmente en aquellas economías expuestas a entradas de capital especulativo, que podrían cambiar de rumbo y dar lugar a un brusco descenso de los precios de los activos y del tipo de cambio. Algunas economías podrían ser especialmente vulnerables a estos riesgos, dada la relativa falta de liquidez en sus mercados financieros y el destacado papel que desempeñan en ciertos casos los inversionistas extranjeros en sus mercados bursátiles.

... generando riesgos de exceso de inversión

Riesgos potenciales para los bancos centrales

Un riesgo adicional procede de la exposición de los bancos centrales a posibles pérdidas futuras derivadas de la acumulación de reservas. En la actualidad, el coste del mantenimiento de las reservas calculado convencionalmente parece ser escaso, como resultado de unos tipos de interés internos muy bajos. Algunas estimaciones sugieren que esos costes fueron inferiores al 0,5% y al 1% del PIB en Filipinas y la India respectivamente durante 2002 y se situaron en niveles negativos en Corea y Hong Kong. Sin embargo, en caso de que aumentasen los tipos de interés internos, los costes de la esterilización crecerían de forma significativa. Además, un volumen de reservas considerable expone al sector público a riesgos cambiarios significativos.

### Estímulos crediticios a la demanda y al gasto de los hogares

La demanda interna es una prioridad

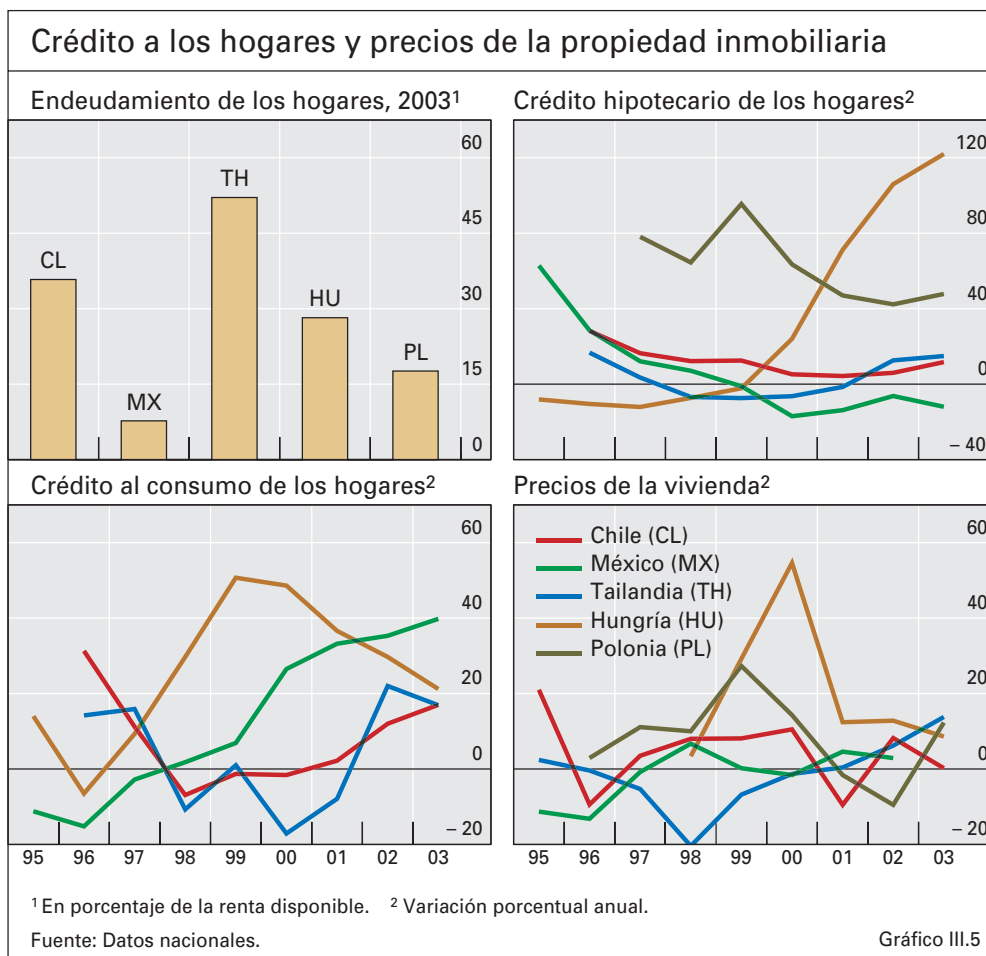
En buen número de países, sobre todo los que cuentan con un creciente superávit por cuenta corriente, existe la opinión, cada vez más generalizada, de que las estrategias de crecimiento orientadas a la exportación rinden importantes beneficios en un principio, pero no están exentas de sus propias limitaciones. Con el tiempo, el fomento de la demanda interna debería ser un complemento natural de dichas estrategias. Asia y ECO son las regiones que más han avanzado en esta nueva orientación. Por el contrario, fue necesario un mayor ahorro en América Latina, donde los déficit por cuenta corriente se han tornado recientemente superávit.

La atención se ha centrado en un nivel de consumo más elevado ...

Dada la situación de estancamiento del gasto de inversión en muchas economías de mercado emergentes tras su notable caída posterior a las crisis asiática y rusa de 1997–98, la atención se ha centrado en la posibilidad de estimular el gasto de consumo. Las tasas de consumo sobre el PIB han crecido de manera significativa en Asia. Así, entre 1997 y 2003, aumentaron 3 puntos porcentuales en China (hasta el 61%), 8 en Corea (hasta el 78%) y Singapur (hasta el 55%), y 12 en Indonesia (hasta el 81%). Por lo que hace a otras regiones, la tasa de consumo media creció también de forma acusada en ECO, mientras que en América Latina ha caído desde 2001, si bien la tendencia decreciente se desaceleró en 2003 tras la recuperación del consumo en algunas de las mayores economías, especialmente Argentina y México.

... estimulado por el crédito bancario

Buena parte del incremento del consumo obedece al estímulo ofrecido por unos menores tipos de interés y ha estado impulsado por la expansión del crédito bancario a los hogares y por una mayor abundancia de liquidez a escala internacional en 2003. El crédito concedido a las familias (crédito hipotecario y/o al consumo, incluida la financiación mediante tarjetas de crédito) ha crecido en China, Corea y Tailandia, al igual que en ECO, Rusia y en cierta medida en México, alentado con frecuencia por el Gobierno y propiciado, en algunos casos, por la competencia y las innovaciones financieras vinculadas a la entrada de la banca extranjera (véase el Gráfico III.5). La importancia creciente del crédito al consumo también se manifiesta en las pautas que siguen los flujos de IED, ya que las empresas extranjeras se están incorporando a los segmentos de tarjetas de crédito



y banca minorista en una serie de economías de mercado emergentes (como Brasil, México y los países de ECO).

La expansión del crédito en las economías de ECO y en Rusia es particularmente notable. En Europa central y oriental, el crecimiento medio del crédito a los hogares en términos reales ha sido muy rápido. En Hungría, por ejemplo, el crédito hipotecario creció, en promedio, un 81% entre 2000 y 2003, mientras que el crecimiento medio del crédito al consumo fue del 32% entre 1998 y 2003. En Rusia, el crédito hipotecario aumentó un 118% en 2003 y el crédito al consumo lo hizo un 48%, partiendo de una base reducida.

El aumento del crédito a los hogares en las economías de mercado emergentes facilita la adquisición de vivienda en propiedad y ofrece a las familias una fuente de financiación alternativa al sector informal. En países donde las infraestructuras de canalización del crédito hacia los hogares presentan un escaso desarrollo, se sigue produciendo un racionamiento crediticio *de facto*, por lo que sólo una pequeña parte de la población (con elevadas rentas) tiene acceso a esta modalidad de financiación, siendo habituales unos tipos de interés prohibitivos.

Existen razones para esperar una continuidad del crecimiento del crédito a los hogares en el futuro. En primer lugar, el préstamo a las familias ha permitido una diversificación de los sectores financieros, demasiado dependientes en el pasado del crédito a las empresas. En segundo lugar,

El crédito creció con rapidez en ECO

Es probable que continúe el crecimiento del crédito a los hogares

la demanda reprimida de crédito permanece elevada en países donde el crédito familiar apenas ha existido hasta periodos recientes, a menudo resultado de la existencia de restricciones al crédito. En tercer lugar, el mencionado crecimiento del crédito ha corrido paralelo a un aumento generalizado de la renta y de la riqueza de las familias. Esta mayor riqueza (propiciada, en particular, por la subida de los precios de las acciones) les ha permitido asumir niveles de endeudamiento más elevados.

El intenso crecimiento del crédito podría presentar riesgos ...

Aun así, la rápida expansión del crédito presenta riesgos que son susceptibles de no ser gestionados adecuadamente. Así, el endeudamiento de los hogares podría resultar excesivo, lo que les impediría hacer frente al servicio de su deuda. Estas dificultades se acentuarían, indudablemente, en el caso de un eventual desarrollo y posterior explosión de una burbuja en el mercado de la vivienda.

### *¿Exceso de endeudamiento de los hogares?*

... como unos elevados niveles de endeudamiento de los hogares ...

El grado de vulnerabilidad de los hogares ante unos mayores niveles de deuda es muy dispar en las distintas economías de mercado emergentes. La preocupación acerca de esta vulnerabilidad parece ser menor en México y ECO, al menos por tres motivos. En primer lugar, los cocientes del crédito al sector privado sobre el PIB nominal continúan siendo reducidos en estas economías. A efectos ilustrativos, el crédito bancario al sector privado en 2003 se situó en torno al 16% del PIB en México y entre un 33% y un 42% en Hungría, Polonia y la República Checa, en comparación con unas cifras del 64% en Chile, 90% en Tailandia y 112% en Corea. Del mismo modo, también son inferiores los correspondientes cocientes de endeudamiento familiar sobre la renta (véase el Gráfico III.5). En segundo lugar, en muchos de estos países la solidez de las entidades bancarias actualmente es mayor que hace algunos años, tras la reducción del tamaño de los sectores financieros después de las crisis. En tercer lugar, los bancos extranjeros conceden un importante volumen de crédito haciendo uso de técnicas más eficaces de gestión del riesgo. Por ejemplo, la participación en 2002 de la banca extranjera (definida como un porcentaje de propiedad foránea igual o superior al 50%) en los activos totales del sector bancario se situaba por encima del 80% en México, oscilando entre el 67% y el 90% en Polonia, República Checa y Hungría, frente a un 6% en Tailandia y un 32% en Corea.

... que han causado preocupación en Corea y Tailandia

Por el contrario, la marcada expansión del endeudamiento mediante tarjeta de crédito ha causado honda preocupación en Tailandia y Corea. La cifra de tarjetas de crédito emitidas por las entidades bancarias en Tailandia creció más de un 23% con respecto al año anterior, hasta alcanzar 4,2 millones en 2003, mientras que la deuda pendiente financiada mediante estas tarjetas aumentó un 33% durante el mismo periodo (hasta alcanzar casi 2.000 millones de dólares estadounidenses, es decir, el 1,3% del PIB de 2003). Asimismo, circulan varios millones de tarjetas emitidas por entidades no bancarias. El volumen de deuda en situación de mora procedente de las tarjetas de crédito es aún reducido (3-4% del total de deuda). Pese a ello, el Banco de Tailandia adoptó una serie de medidas preventivas, con



efectos a partir de abril de 2004, a fin de limitar la emisión de tarjetas de crédito.

Mientras que en Tailandia el auge de la financiación mediante tarjetas de crédito aún se encuentra en pleno apogeo, Corea está experimentando sus secuelas. Tras varios años de rápido crecimiento del endeudamiento con tarjetas, los consumidores coreanos comenzaron a tener dificultades para hacer frente al servicio de su deuda, particularmente de los anticipos de efectivo cuya devolución debe realizarse por completo al término de cada mes. Muchos consumidores cancelaron las deudas contraídas con una determinada tarjeta de crédito mediante la obtención de fondos con otras tarjetas, deteriorando así su situación financiera y elevando la exposición al riesgo de sus prestamistas. La tasa media de morosidad de las tarjetas de crédito (pagos vencidos en un mes o más, en porcentaje de los activos totales gestionados) aumentó en Corea hasta el 14% al término de 2003, desde un nivel en torno al 6% registrado un año antes. Las ocho entidades nacionales emisoras de tarjetas de crédito contabilizaron en 2003 unas pérdidas netas conjuntas cercanas al 1,7% del PIB de 2003, tras haber obtenido beneficios durante el año anterior. Además, y pese a las cuantiosas ampliaciones de capital realizadas, sus coeficientes de solvencia se tornaron negativos, cayendo desde un 13% hasta un -5,5% en el mismo periodo.

Corea está experimentando las secuelas de un auge de tarjetas de crédito

#### *¿Recalentamiento de los mercados inmobiliarios?*

El recalentamiento de los mercados inmobiliarios no es un fenómeno generalizado en las economías de mercado emergentes, sino que más bien se limita a ciertos países y zonas. Por ejemplo, los precios del sector inmobiliario han crecido en Shanghai a tasas de dos dígitos durante tres años consecutivos (un 18% anual en 2003), mientras que las subidas de precios en otras áreas urbanas de China han sido escasas. En cuanto a Corea, los precios de la propiedad inmobiliaria aumentaron con fuerza en Seúl durante 2002, estabilizándose en cierta medida más tarde, tras la adopción de medidas encaminadas a frenar la especulación en los mercados inmobiliarios. Estos precios se recuperaron nuevamente a partir de febrero de 2003, si bien parecen haberse estabilizado después del anuncio de medidas adicionales para contener la especulación efectuado por el Gobierno en octubre de 2003. Los precios del sector inmobiliario han subido en Tailandia desde 2001 y los indicadores disponibles sugieren una importante recuperación de la actividad inmobiliaria reciente. Así, en el último trimestre de 2003, un índice del valor de las transacciones de terrenos registró un crecimiento del 142% interanual, mientras que un indicador de actividad en el sector de la construcción lo hizo en casi un 55%. Aun así, los precios de los alquileres han caído ya que las condiciones más favorables de financiación han estimulado una mayor oferta de viviendas, mientras que las tasas de desocupación en el mercado de alquileres han aumentado al haberse animado los arrendatarios a adquirir viviendas en propiedad. Un descenso similar de los precios de los alquileres ha tenido lugar en México. Por otra parte, la volatilidad de los precios del sector inmobiliario en un conjunto de economías de ECO ha sido muy elevada. En Hungría, por ejemplo,

Recalentamiento de los mercados inmobiliarios en Asia

el aumento del precio de los inmuebles alcanzó un máximo del 55% en 2000, moderándose hasta un 9% en 2003.

### *Políticas de respuesta y cuestiones pendientes*

Las medidas reguladoras con objetivos precisos limitan las vulnerabilidades

Las vulnerabilidades que podrían derivarse del rápido crecimiento del crédito a los hogares podrían corregirse de dos modos. Conforme a un primer enfoque, las autoridades reguladoras pueden establecer restricciones con objetivos precisos destinados a atenuar el crecimiento de ciertos mercados o a limitar la volatilidad de los precios. Por ejemplo, la propuesta efectuada en octubre de 2003 por un grupo gubernamental de expertos al objeto de frenar la especulación en el mercado inmobiliario coreano consistía en una subida considerable de los impuestos que gravan las plusvalías obtenidas en la venta de inmuebles por los propietarios de tres o más viviendas. A fin de reducir la vulnerabilidad del sector financiero, tanto en Corea como en Tailandia se han establecido límites máximos a la relación préstamo-valor en la concesión de créditos hipotecarios (con el objetivo de influir sobre las compras de viviendas de lujo). En el segmento de las tarjetas de crédito, las medidas adoptadas han incluido la limitación o penalización de las prácticas de marketing agresivas, la prohibición de nuevas emisiones de tarjetas, la imposición de límites máximos al crédito en función de los ingresos y la exigencia de una tasa de devolución de las deudas contraídas mediante tarjeta. Asimismo, en varias ocasiones, se les ha solicitado a las entidades dedicadas a este negocio que eleven las provisiones para pérdidas potenciales.

La utilización de medidas reguladoras con objetivos precisos puede estar justificada en el caso de imperfecciones de mercado; por ejemplo, se considera que los mercados inmobiliarios son vulnerables a la especulación en una serie de economías de mercado emergentes. Hace algunas décadas eran muy corrientes las restricciones de este tipo, que continúan existiendo en algunos países industrializados.

La disciplina de mercado puede fortalecer el sistema financiero ...

Una segunda aproximación consiste en confiar en la disciplina del mercado, que debería fomentar la supervivencia de aquellas empresas con una buena administración. Si esta disciplina resulta eficaz, los individuos de menor solvencia encontrarán mayores dificultades para acceder al crédito. Además, un acreedor que asuma excesivos riesgos deberá hacer frente a unos mayores costes de financiación (o a rebajas de su calificación crediticia) o incurrirá en fuertes pérdidas que lo expulsarán del negocio. No obstante, la evolución reciente de los mercados sugiere la existencia de cuatro factores que podrían socavar la disciplina del mercado.

... pero se ve socavada por varios factores

En primer lugar, en las economías de mercado emergentes es habitual que los prestamistas carezcan de información adecuada sobre la solvencia de los prestatarios. Por ejemplo, pese a la existencia de mecanismos de recopilación de datos sobre morosidad y otras informaciones pertinentes acerca de los prestatarios, estos datos no siempre son completos y las entidades financieras tampoco los comparten en aras de la competitividad. Por ello, algunos países emergentes están creando centrales para el riesgo de crédito o perfeccionando su eficacia a fin de mitigar estos problemas. En segundo lugar, el negocio del crédito al consumo, incluido el segmento de

tarjetas de crédito, resulta muy lucrativo. De ahí que los prestamistas cuenten con fuertes incentivos para adoptar una estrategia agresiva en aras de aumentar su cuota de mercado. El crecimiento del negocio de tarjetas de crédito en las economías emergentes también ha recibido estímulos procedentes de las innovaciones financieras que han facilitado el acceso a una financiación a bajo coste, como la titulización en los mercados internacionales de los derechos de cobro por el uso de tarjetas de crédito de ámbito nacional. En tercer lugar, los prestamistas de algunos países parecen no tomar suficientemente en consideración el riesgo de un posible exceso de endeudamiento de los prestatarios. Por ejemplo, existen acreedores que han ofrecido tarjetas de crédito a particulares sin comprobar previamente sus historiales crediticios, incluso a prestatarios carentes de recursos para satisfacer el servicio de su deuda. Por último, las autoridades económicas en ocasiones se han mostrado reticentes a permitir la quiebra de instituciones financieras en situación delicada a causa de sus políticas crediticias erróneas, por temor a posibles efectos sobre el sistema financiero o sobre los prestatarios. Ante este tipo de conductas, se plantean cuestiones de riesgo moral.

## Los auges económicos de China y la India

### *El origen de la reciente expansión de China*

El intenso crecimiento registrado en China fue un factor fundamental para la recuperación de las economías emergentes durante 2003. Pese a la influencia contractiva de la epidemia de neumonía atípica (SARS) en el primer semestre del año, la producción industrial aumentó más de un 16% en 2003, frente a un 13% el año anterior. Este crecimiento se cimentó en el gasto en inversión fija, especialmente en los sectores del acero, aluminio, cemento y construcción inmobiliaria. Si bien la inversión en nuevos proyectos apenas creció un 10%, el gasto efectuado en la ejecución de proyectos programados en ejercicios anteriores aumentó más de un 50%. El crecimiento de la inversión parece estar cobrando mayor impulso en el año en curso, pues con arreglo a las cifras del primer trimestre de 2004 el gasto de capital en términos nominales realizado por las empresas privadas y públicas se elevó al menos un 40% (interanual).

El consumo también contribuyó al crecimiento, dado que la expansión del crédito bancario y el mayor nivel de renta familiar estimularon el gasto en automóviles y en otros bienes de consumo de elevado importe. La política fiscal mantuvo asimismo una orientación favorable al crecimiento. Aunque el dinamismo de los ingresos públicos observado hacia finales de año redujo el déficit fiscal hasta un 2,5% del PIB en 2003, durante el primer semestre del ejercicio, el gasto público en medidas relacionadas con la lucha contra el SARS había sido fundamental para sostener la demanda. Se espera que disminuya el recurso al estímulo fiscal durante el año en curso, dado que el Gobierno ha anunciado una reducción en la emisión de deuda especial destinada a promover el gasto en infraestructuras.

China registró un auge de la inversión durante el pasado año

La fortaleza del consumo

Comercio exterior de China						
Variación porcentual anual						
	Exportaciones			Importaciones		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Total	6,7	22,4	34,7	8,2	21,2	39,9
de los cuales:						
Productos básicos	4,1	7,5	22,3	-2,0	7,6	47,8
Materias primas	-6,0	5,0	14,3	10,6	2,7	50,1
Combustibles minerales	8,6	-1,7	32,9	-15,1	10,2	51,6
Productos químicos y productos relacionados	11,2	14,0	35,8	6,4	21,5	25,5
Manufacturas	7,3	23,7	35,8	10,9	24,4	38,3
Productos manufacturados	3,1	20,7	30,3	2,8	15,6	31,8
Maquinaria y material de transporte	15,1	33,6	47,9	16,3	28,2	40,8

Fuentes: CEIC; datos nacionales.

Cuadro III.5

Crecimiento de las exportaciones y las importaciones

Las exportaciones crecieron con vigor (casi un 35% en 2003) estimuladas por la creciente demanda de Estados Unidos. A esto se unió, aunque de forma transitoria, la decisión de los exportadores de adelantar sus envíos a antes de enero de 2004, fecha de entrada en vigor de una medida que reduce las devoluciones del impuesto sobre el valor añadido (IVA). Dado que el auge de la inversión y de las exportaciones dependió en gran medida de la transformación de los *inputs*, se produjo un aumento paralelo incluso más intenso de las importaciones (40%), especialmente de materias primas y minerales, así como de maquinaria y equipamiento (véase el Cuadro III.5). Así pues, la participación de China en el consumo mundial de estos productos ha aumentado de forma notable. Por ejemplo, durante el pasado año, sus porcentajes de participación alcanzaron un 42% en carbón, un 34% en hierro, un 20% en cobre y un 7% en petróleo. De este modo, su superávit comercial descendió a 25 mil millones de dólares en 2003 para convertirse en déficit durante el primer trimestre de 2004. Si bien la contribución directa de la demanda exterior neta al crecimiento fue prácticamente nula en 2003, el cuantioso volumen de ingresos por exportaciones se transmitió a la demanda interna a través de unos mayores beneficios empresariales y una renta familiar disponible más elevada.

#### *Repercusiones de ámbito regional y mundial*

China es un líder mundial en manufacturas ...

El dinamismo del crecimiento chino refleja su condición de destacado proveedor mundial de productos manufacturados en los últimos años. Su participación en la producción industrial mundial aumentó el pasado año hasta alcanzar el 7%, representando sus exportaciones una fracción creciente del valor añadido generado. Los reducidos costes laborales y los incrementos de productividad han reforzado la competitividad de China. Por consiguiente, su participación en las exportaciones mundiales de mercancías se duplicó en los tres últimos años hasta situarse en 2003 en casi un 8% del total. Al mismo tiempo, el aumento de la integración vertical de los procesos

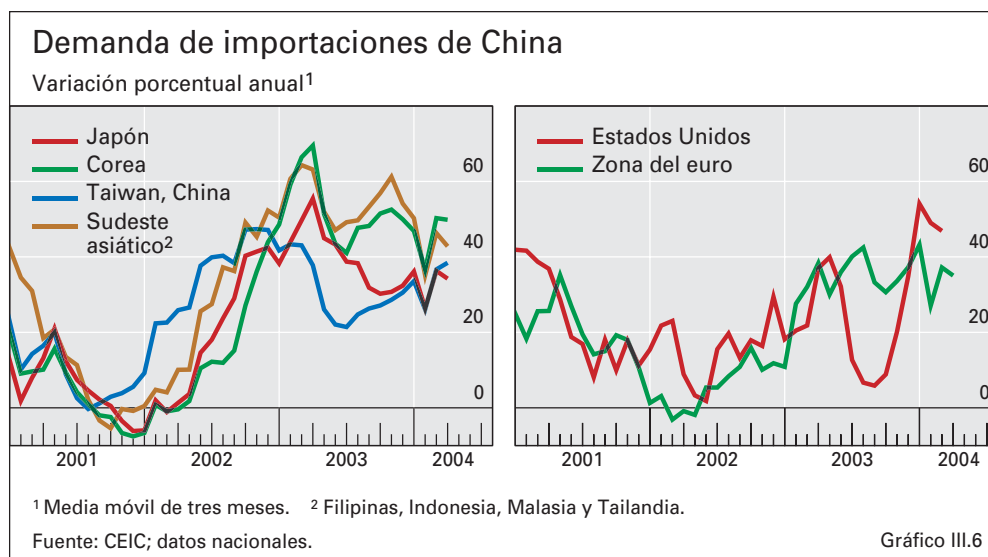
productivos ha incentivado las importaciones procedentes de los países vecinos y ha fomentado en Asia el comercio dentro de la región.

El reciente auge económico chino ha afectado a los diferentes países y regiones de forma muy dispar, aportando importantes beneficios a las economías estrechamente vinculadas a las industrias chinas de transformación de bienes para la exportación. Por ejemplo, las importaciones chinas procedentes de Corea, Japón y Taiwan crecieron entre un 30% y un 50% durante el pasado año (véase el panel izquierdo del Gráfico III.6). Las exportaciones a China contribuyeron al incremento del gasto de inversión en Japón, mientras que los flujos comerciales y de turismo procedentes de China jugaron un papel fundamental en la recuperación gradual de la deflación en Hong Kong. Las importaciones chinas de otras economías asiáticas emergentes también aumentaron de manera pronunciada durante el pasado año, incrementando significativamente su contribución al crecimiento de las exportaciones de estas economías. No obstante, desde una perspectiva de largo plazo, China ha ejercido una influencia competitiva en otros países al aumentar su participación en los mercados de los países industrializados, concretamente en los segmentos de escaso valor añadido, en el que otras economías del sudeste asiático habían gozado previamente de una ventaja comparativa.

... lo cual repercute en sus socios comerciales ...

De la vitalidad de la demanda china también se han beneficiado otras regiones. Por ejemplo, las importaciones chinas procedentes de Brasil crecieron un 80% en términos nominales durante 2003, estimuladas por la demanda china de productos básicos. Del mismo modo, las importaciones chinas procedentes de Estados Unidos y de la zona del euro crecieron sustancialmente en el pasado año (véase el panel derecho del Gráfico III.6), aunque sus efectos sobre la actividad económica de estas zonas fueron escasos, dado que la participación de China en sus mercados de exportación tan sólo oscila entre el 3% y el 4%. De hecho, las exportaciones chinas a Estados Unidos crecieron un 22% durante el pasado ejercicio. A raíz de ello, el superávit comercial bilateral de China frente a Estados Unidos se amplió a

... incluso en América Latina



más de 100 mil millones de dólares, propiciando el aumento de actitudes proteccionistas en este último país (véanse los Capítulos II y V).

### *Sostenibilidad de la actual expansión*

Los riesgos de un exceso de inversión continúan siendo elevados

El vertiginoso aumento del gasto en inversión fija durante el pasado año podría ser especial motivo de vulnerabilidad. La tasa de inversión sobre el PIB en China, actualmente situada en el 45%, es una de las más elevadas del mundo. De esta situación no sólo se derivan riesgos de recalentamiento de la economía a corto plazo, sino que, de mantenerse en el tiempo, podría incluso acarrear a medio plazo un exceso de inversión y unas tasas de rentabilidad reducidas. Buena parte del crecimiento de la inversión se ha concentrado asimismo en empresas públicas, cuya rentabilidad es ostensiblemente inferior a la del sector privado. Este patrón inversor podría tener como consecuencia un aumento del exceso de capacidad instalada y una consolidación de las fuerzas deflacionarias a largo plazo en la economía. Además, en la medida en que las tasas de inversión actuales resulten insostenibles, la demanda interna podría desacelerarse en el futuro, aumentando así la dependencia de China en las exportaciones para mantener su elevada tasa de crecimiento.

El mayor volumen de crédito también presenta riesgos ...

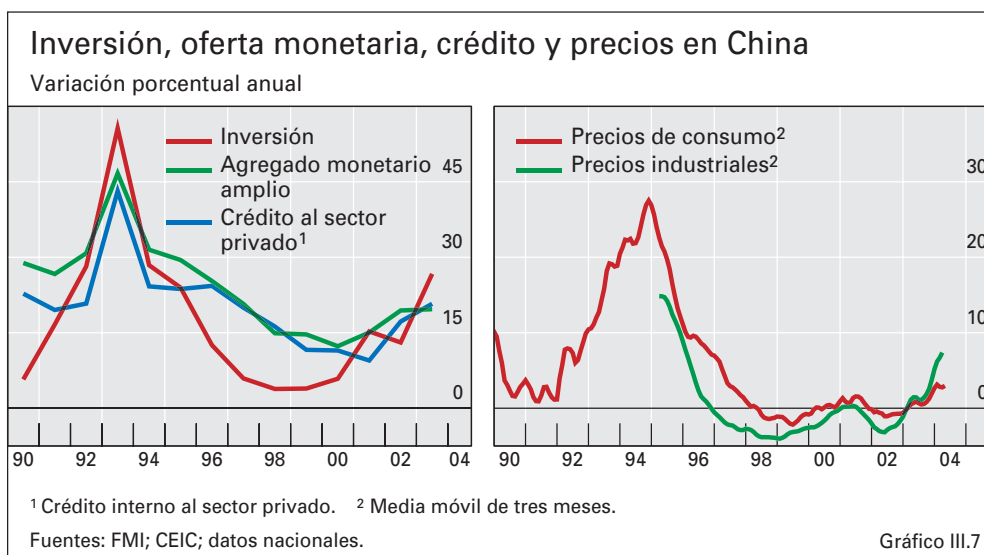
La fragilidad financiera constituye otro motivo de preocupación, dado que la inversión se ha financiado mediante una fuerte expansión del crédito bancario (véase el panel izquierdo del Gráfico III.7). Además, la financiación al sector de la vivienda ha venido creciendo con rapidez (un 45% en 2003) y gran parte de este incremento se deriva de la concesión de préstamos a promotores inmobiliarios. Estos créditos han estado asociados a las pronunciadas subidas de los precios del sector inmobiliario en las principales áreas metropolitanas como Shanghai. Durante el pasado año, la respuesta por parte de las autoridades consistió en proporcionar a los bancos unas directrices destinadas a establecer un límite a los préstamos bancarios otorgados al sector inmobiliario y a personas físicas para la construcción de una segunda vivienda o propiedades de lujo. Un cuantioso exceso de liquidez también ha animado a los bancos a promover de manera especial el crédito al consumo, un segmento donde los criterios de evaluación de la solvencia del prestatario suelen ser laxos. Esta evolución podría elevar en el futuro el índice de morosidad y engrosar el volumen de préstamos en mora en el sistema bancario, que se estimó en un 15% de los préstamos totales el pasado año.

... al igual que el recalentamiento y la inflación

Otro riesgo potencial resulta de una inflación elevada. La actual expansión ha descansado en la utilización intensiva de recursos, lo que ha provocado una escasez generalizada de metales, energía e *inputs* básicos para la economía. Por ejemplo, el consumo de acero en China representó más del 90% del aumento de la demanda mundial y sobrepasó la producción interna, al igual que ocurrió con el níquel y el cobre.

Las crecientes presiones inflacionistas ...

Esta evolución ha marcado el final de la deflación, propiciando un repunte de la inflación de precios de consumo (véase el panel derecho del Gráfico III.7). La inflación de precios industriales ha sido incluso mayor, habiendo aumentado los precios del acero y de otros metales entre un 25% y un 80% hasta marzo de 2004. En periodos anteriores, la inflación de precios industriales había sido, por lo general, más reducida que la inflación



de precios de consumo, como resultado de los fuertes incrementos de productividad y de la incapacidad de las empresas de trasladar a sus precios el aumento de los costes, ante la debilidad de la demanda. Esta circunstancia parece haber ido cambiando durante el último año a medida que se consolidaban las expectativas de inflación, permitiendo a las empresas una mayor transmisión del incremento de los costes a sus precios. Cabe señalar que, históricamente, los ciclos de precios en China han estado estrechamente relacionados con los de la inversión y el crecimiento monetario (véase el panel izquierdo del Gráfico III.7). Una brusca aceleración de la inversión y del crédito al inicio de la década de los 90 dio lugar a tasas de inflación elevadas, mientras que la contracción monetaria posterior resultó en un prolongado periodo de deflación. También la actividad económica se desaceleró hasta tasas más sostenibles.

Reconociendo estos riesgos, las autoridades recientemente han introducido reformas encaminadas a fortalecer el sistema bancario, así como una serie de medidas para desacelerar la economía. En diciembre de 2003, el Gobierno chino recapitalizó dos de los cuatro mayores bancos comerciales públicos, por un importe de 45 mil millones de dólares procedentes de sus reservas de divisas. Con el fin de mejorar su gobierno corporativo, estos dos bancos cotizarán en el mercado bursátil y emitirán valores que podrán adquirir los inversionistas privados. Asimismo, a los restantes bancos comerciales públicos les serán de aplicación medidas similares.

Por otra parte, en septiembre de 2003 el banco central comenzó a impartir una orientación más restrictiva a su política monetaria, incrementando en varias ocasiones los coeficientes de reservas bancarias e intensificando los controles administrativos al objeto de limitar la financiación de la inversión en ciertos sectores. Asimismo, el Gobierno redujo al 7% su previsión de crecimiento del PIB para 2004 y anunció al mismo tiempo su intención de situar la economía en una senda de crecimiento más lento y estable. Al mismo tiempo, el Gobierno aprobó una reducción gradual del volumen de obras públicas, en conjunción con medidas orientadas a potenciar la renta en las zonas rurales.

... provocaron la adopción de medidas para desacelerar la economía

Los efectos aún no se han dejado sentir

Con todo, los datos correspondientes al primer trimestre de 2004 sugieren una aceleración del crecimiento en China. La expansión del crédito bancario (superior al 20% en marzo) y la inflación también se han mantenido en niveles elevados. La demanda de inversión continúa aumentado, en parte como reflejo de la ejecución de proyectos previamente programados, así como de una fuerte reducción de los tipos de interés reales. Así las cosas, podría ser necesaria una mayor contracción monetaria a fin de evitar un recalentamiento de la economía.

#### *Aceleración del crecimiento en la India*

La economía india registró el pasado año la segunda mayor tasa de crecimiento en Asia

La India creció el pasado año por encima del 8%, lo que representa la tasa más elevada de Asia después de China. La economía india creció impulsada por un fuerte dinamismo del sector agrícola merced a un buen monzón y por una recuperación gradual de la industria, tras una evolución más débil en ejercicios anteriores. El sector servicios, que representa más de un 55% del PIB, creció al 8%. En la vertiente de la demanda, el gasto de consumo e inversión se vio estimulado por las mayores rentas de las zonas rurales, los menores tipos de interés y los crecientes precios de las acciones. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años permanecen positivas.

El actual entorno favorece la continuidad del elevado crecimiento

Este reciente optimismo es el resultado de un cúmulo de factores. El aumento de la competencia procedente del exterior ha propiciado reestructuraciones en un buen número de empresas, con el consiguiente aumento de la rentabilidad. Los beneficios netos de las grandes empresas crecieron a una tasa anual del 30% en los dos últimos trimestres de 2003. Las autoridades han adoptado medidas encaminadas a acelerar los procesos de privatización, reducir los aranceles a la importación y abrir aún más la economía a los inversionistas extranjeros. La balanza por cuenta corriente ha registrado superávit desde 2001, mientras que las entradas netas de IED y de inversión de cartera se han duplicado con creces desde 2002, si bien estos flujos son muy inferiores a los que se dirigen a China. Asimismo, el aumento de las rentas y la mayor facilidad de acceso al crédito bancario han fortalecido el poder adquisitivo de los hogares, estimulando el gasto en bienes de consumo duradero y la inversión en vivienda.

El crecimiento de la industria del software y de la subcontratación propicia una mejora de las perspectivas

El crecimiento de la industria del software y de otras industrias relacionadas con el sector servicios ha constituido otro factor decisivo en la mejora de las perspectivas económicas futuras del país. La India ha logrado hacerse con una creciente cuota del mercado mundial en los campos del software y de la subcontratación transfronteriza, gracias a sus ventajosos costes y a una población activa amplia y muy cualificada, así como al recorte de costes emprendido en los países industrializados. Como resultado, los sectores relacionados con las tecnologías informáticas (TI) y con el desarrollo de software han crecido con rapidez en los cinco últimos años, elevando hasta un 4% su participación en el PIB y realizando una significativa contribución a las exportaciones (véase el panel izquierdo del Gráfico III.8). Se estimó que los ingresos procedentes de la subcontratación habían aumentado más de un 50% hasta alcanzar los 4 mil millones de dólares en 2003. El potencial de crecimiento futuro es elevado, al preverse un



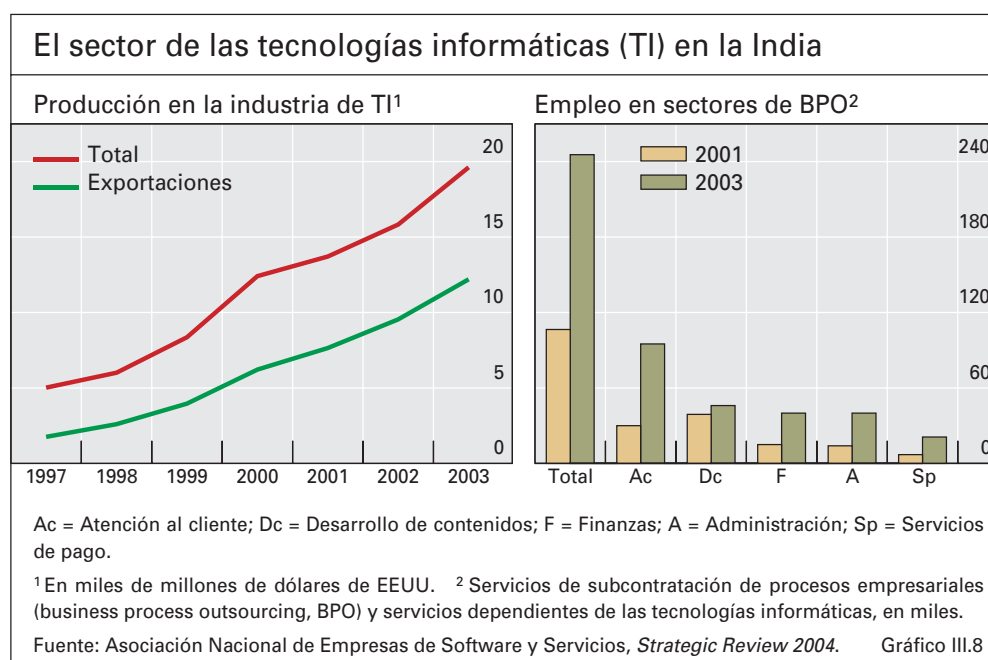
importante dinamismo de la subcontratación empresarial a escala mundial para la próxima década.

La subcontratación de actividades a la India ha suscitado inquietud por su posible impacto negativo sobre las perspectivas de empleo, concretamente en Estados Unidos, que constituye el mercado más importante de subcontratación hacia la India. Ante esta preocupación, algunas autoridades estatales de Estados Unidos han introducido restricciones al traslado de puestos de trabajo a centros de bajo coste (hallándose pendiente de aprobación una legislación similar de ámbito federal). Sin embargo, aunque el crecimiento del empleo se ha duplicado con creces en los dos últimos años en una serie de sectores que llevan a cabo procesos de subcontratación en la India (véase el panel derecho del Gráfico III.8), dicho aumento continúa moderado en comparación con la cifra de pérdidas de empleo en Estados Unidos. Según algunas estimaciones, aun cuando los traslados de puestos de trabajo desde Estados Unidos creciesen con fuerza en los próximos años, sus efectos sobre el empleo total en este país se situarían probablemente por debajo del 1% en 2010. Asimismo, los países industrializados pueden obtener importantes beneficios de los procesos de subcontratación transfronteriza mediante la reducción de costes que propician. En la medida en que en el futuro se pongan de manifiesto escaseces de mano de obra en las economías industrializadas, la subcontratación puede contribuir a atenuar este problema.

Con todo, el mantenimiento del elevado ritmo de crecimiento en la India debe hacer frente a algunos retos. Dado que su tasa de crecimiento potencial se estima en torno al 6%, para mantener su actual tasa de crecimiento (superior a la potencial) será necesario elevar la tasa de inversión corriente (24% del PIB) o bien incrementar sustancialmente la productividad. Una mayor apertura de la economía a la inversión extranjera contribuiría a

La subcontratación a la India todavía representa una pequeña fracción del empleo mundial

Persisten importantes desafíos



alcanzar ambos objetivos. Por otra parte, las infraestructuras de la India necesitan mejoras y es necesario acelerar el proceso de privatización de empresas públicas. Además, el déficit presupuestario del país, superior al 9% del PIB, es todavía muy elevado, lo que genera un alto tipo de interés real y un desplazamiento de la inversión privada más productiva.

## Los mercados y los precios de los productos básicos

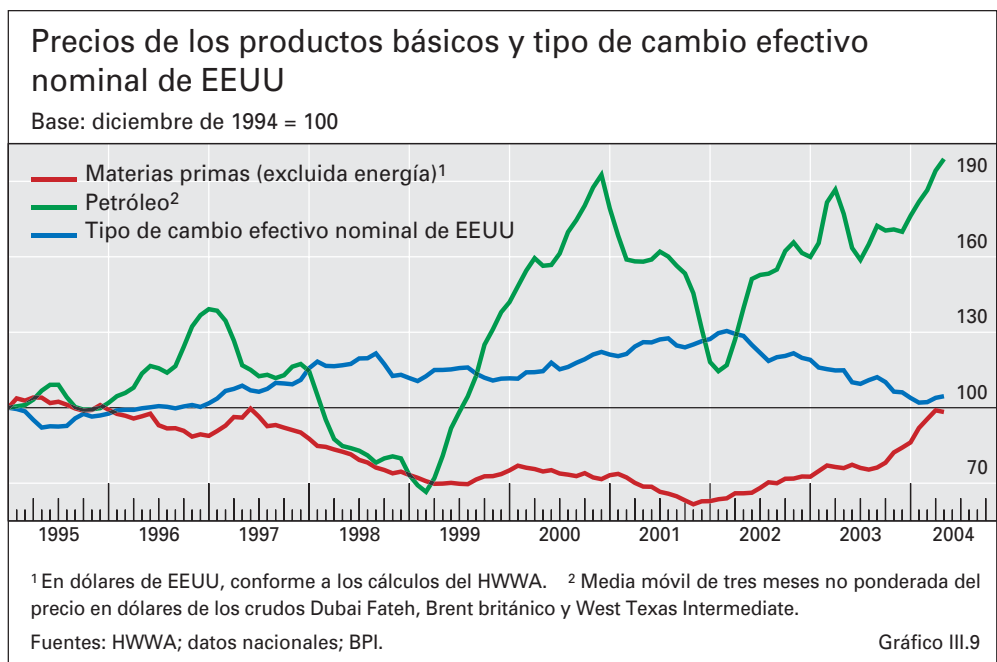
### *Evolución reciente y tendencias a largo plazo*

Fuerte subida de los precios de los productos básicos

El pasado año fue testigo de una nueva subida de los precios de los productos básicos expresados en dólares estadounidenses. Hacia la primavera de 2004, los precios habían aumentado más de un 70% por encima de los niveles mínimos registrados a finales de 2001 (véase el Cuadro III.6). El encarecimiento del petróleo ya se ha trasladado a los precios de la energía que paga el sector minorista en los países industrializados (véase el Capítulo II). La subida de los precios de los productos básicos no petrolíferos ha elevado los precios industriales en origen, pero no ha alterado sustancialmente los precios al por menor a escala mundial. Aun así, algunos analistas interpretan este encarecimiento como una muestra de las expectativas de inflación más generalizadas y como un indicio de que el actual periodo de inflación globalmente reducida podría estar tocando a su fin. Otros observadores estiman que esta subida de precios de los productos básicos no petrolíferos es un síntoma del mayor dinamismo de la demanda, pero no la consideran una predicción fiable de la inflación, dado su reducido peso en los costes totales. El análisis de la evolución de los precios de los productos básicos desde una óptica de más largo plazo hace creer que la subida de precios aún no ha alcanzado su máximo. Al mismo tiempo, plantea incógnitas acerca de sus posibles efectos sobre las perspectivas de crecimiento de los países que exportan estos productos básicos. En concreto, los países africanos, que dependen enormemente de las exportaciones de petróleo o de otros productos básicos no petrolíferos, tendrán una oportunidad única para convertir las mejoras en su relación real de intercambio en un crecimiento más elevado y sostenible.

En claro contraste con las expectativas previas, reflejadas en las cotizaciones en el mercado de futuros, el precio del crudo ha subido de forma brusca desde mediados de 2003 (véase el Gráfico III.9). Un factor que ha

Precios de algunos productos básicos (marzo de 2004)							
En términos de dólares de EEUU; base: diciembre 2001 = 100							
Total	Petróleo	Materias no petrolíferas	Materias industriales	Productos alimenticios	Algodón	Soja	Trigo
172	182	157	162	133	169	219	136
Lana	Carbón	Hierro	Aluminio	Cobre	Plomo	Níquel	Zinc
141	140	126	123	204	182	259	145
Fuentes: FMI; Instituto de Economía Internacional de Hamburgo (HWWA).							Cuadro III.6



contribuido a esta subida fue el aumento inesperado de la demanda (especialmente en China, pero también en otras economías asiáticas emergentes y en Estados Unidos). Asimismo, los retrasos en la reanudación de las exportaciones de petróleo iraquí y los desórdenes políticos en Nigeria y Venezuela tendieron a reducir la oferta. El inesperado incremento de la demanda, junto con un persistente diferencial negativo entre los precios al contado y de futuro (el llamado "*backwardation*"), redujo las reservas comerciales a un mínimo histórico, elevando la volatilidad de los precios. Pese a que la producción de crudo iraquí ya ha vuelto a los niveles previos a la guerra, es probable que los precios del petróleo en dólares se mantengan elevados o puedan incluso crecer durante el presente año, dada la recuperación prevista del crecimiento mundial y la enorme inquietud por si se produjeran atentados terroristas en instalaciones petrolíferas. No queda claro el efecto de la decisión de la OPEP de recortar la producción con efectos a partir del 1 de abril del año en curso, dado que la mayoría de sus miembros todavía producen por encima de la cuota fijada y que Arabia Saudita ha instado desde entonces a sus miembros a incrementar su producción.

No obstante, cabe señalar que la elaboración de previsiones fiables sobre la evolución del precio del petróleo resulta una tarea compleja, puesto que tanto la oferta como la demanda están rodeadas de una gran incertidumbre y las oscilaciones de la demanda neta pueden ser sustanciales. Por ejemplo, el aumento de la oferta previsto para los próximos cinco años está condicionado a la ejecución de nuevos y cuantiosos proyectos de inversión en capacidad de producción y oleoductos. Por el lado de la demanda, el incremento gradual de la participación del sector servicios en el PIB y la mayor eficiencia en el uso de la energía deberían contribuir a moderar el consumo de petróleo. Sin embargo, de continuar el proceso de desplazamiento del PIB mundial en favor de China y la India (países donde

El encarecimiento del petróleo reflejó una fuerte demanda ...

... aunque la tendencia a medio plazo es incierta

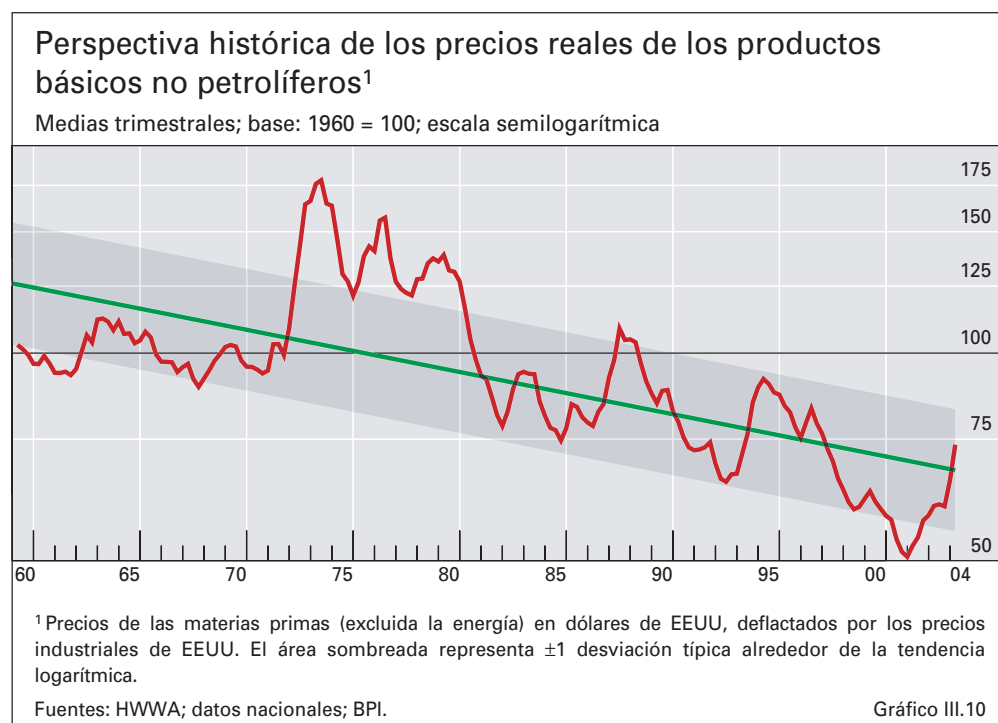
la eficiencia energética aún es relativamente baja), la demanda de petróleo podría aumentar por encima de las previsiones actuales, al igual que los precios. De hecho, aunque la participación de China en el consumo mundial de petróleo sólo asciende al 7%, ya es el segundo mayor importador mundial de crudo. Si también se tiene en cuenta el probable aumento a medio plazo de la cuota de la OPEP en la producción mundial (ya que controla más del 60% de las reservas totales de petróleo), no puede descartarse un cambio en la tendencia bajista del precio real del petróleo observada desde 1980.

Los precios no petrolíferos también se recuperaron ...

Incluso tras las recientes subidas, el precio nominal en dólares de los productos básicos no petrolíferos es prácticamente el mismo que 40 años atrás. Esto significa que, en términos reales (es decir, deflactado por un índice de precios industriales o de valores unitarios de exportación en los países industrializados), estos precios han caído a una tasa anual cercana al 1,5% durante los últimos 40 años, una evolución no muy alejada de la tendencia observada en los últimos 150 años. Si se contemplan desde esta perspectiva a más largo plazo, los precios de los productos básicos no petrolíferos en términos reales alcanzaron un mínimo histórico al término de 2001 (véase el Gráfico III.10). Por ello, la reciente recuperación de estos precios podría explicarse por su tendencia a retornar, si bien lentamente, a su senda de largo plazo.

... debido, en parte, a un dólar más débil

Con todo, también han entrado en juego otros factores. Desde el fin del periodo de Bretton Woods, los precios reales de los productos básicos han tendido a evolucionar en dirección opuesta al tipo de cambio efectivo del dólar estadounidense. Esta tendencia se hizo especialmente palpable durante la primera mitad de los años 80 y la segunda mitad de los 90, cuando la apreciación del dólar y los elevados tipos de interés reales hicieron que los productores de materias primas no petrolíferas tuvieran que aumentar la



oferta a fin de poder afrontar el servicio de su deuda denominada en dólares. La consiguiente presión a la baja sobre los precios de los productos básicos se vio agravada por la caída de la demanda en los países cuyas monedas registraban una depreciación frente al dólar. Por el contrario, en el periodo más reciente de depreciación del dólar, una mayor demanda procedente de los importadores de productos básicos, combinada con una menor oferta, ha propiciado una subida de precios. A ello también ha contribuido el notable crecimiento de la producción de manufacturas (un sector intensivo en productos básicos) en China y, más recientemente, en Estados Unidos. Asimismo, el encarecimiento del petróleo (un *input* esencial en la producción de muchos productos básicos) ha intensificado las presiones alcistas sobre sus precios.

Cabe preguntarse cuáles son las perspectivas sobre los precios de los productos básicos no petrolíferos a corto y medio plazo. Aunque es probable que la demanda de estos productos aumente durante el presente año a medida que la recuperación se expanda a un mayor número de países, factores por el lado de la oferta podrían tener efectos atenuantes. El pasado año, por ejemplo, las reservas de algunos metales cayeron hasta mínimos históricos y los descensos de la oferta de ciertos productos agrícolas por motivos climatológicos propiciaron una aceleración de los precios extraordinariamente acusada. Además, parece que la subida de los precios se agravó como consecuencia de las compras especulativas de los inversionistas que utilizan los productos básicos como cobertura frente a la debilidad del dólar. No obstante, en la medida en que la oferta y la demanda se ajusten, la mayoría de estos factores perderá influencia hacia finales del presente ejercicio. Por ejemplo, el precio de los metales disminuyó en abril en respuesta a unos mayores niveles de reservas y a los rumores de que China podría establecer límites al crédito bancario.

Las perspectivas sobre los precios de los productos básicos no petrolíferos más allá del próximo año están rodeadas de una incertidumbre incluso mayor. Por una parte, la incorporación de China a los mercados mundiales como destacado productor de bienes manufacturados y usuario de materias primas sugiere que el precio relativo de los productos básicos no petrolíferos (con respecto al de los bienes manufacturados) podría aumentar a medio plazo, invirtiéndose la tendencia negativa observada en el pasado. Por otra parte, numerosos análisis empíricos sobre la evolución de los precios de los productos básicos en los últimos 150 años han sido incapaces de identificar ruptura alguna en esa tendencia negativa. Si bien es cierto que la elasticidad a corto plazo de la oferta de productos básicos es más bien reducida y que las fluctuaciones de la demanda pueden tener importantes efectos a corto plazo sobre los precios relativos, no lo es menos que tanto la demanda como la oferta suelen responder ante estas variaciones, restableciéndose así la tendencia.

#### *Posibles repercusiones para la política económica*

La prolongada tendencia a la baja de los precios de los productos básicos no petrolíferos ha conllevado una reducción secular de la renta real disponible

Pese a la posible moderación de los precios durante el presente año ...

... la tendencia negativa a medio plazo podría perder brío

Perspectivas inciertas sobre los precios de los productos básicos no petrolíferos

La volatilidad de los precios supone un desafío para la política económica

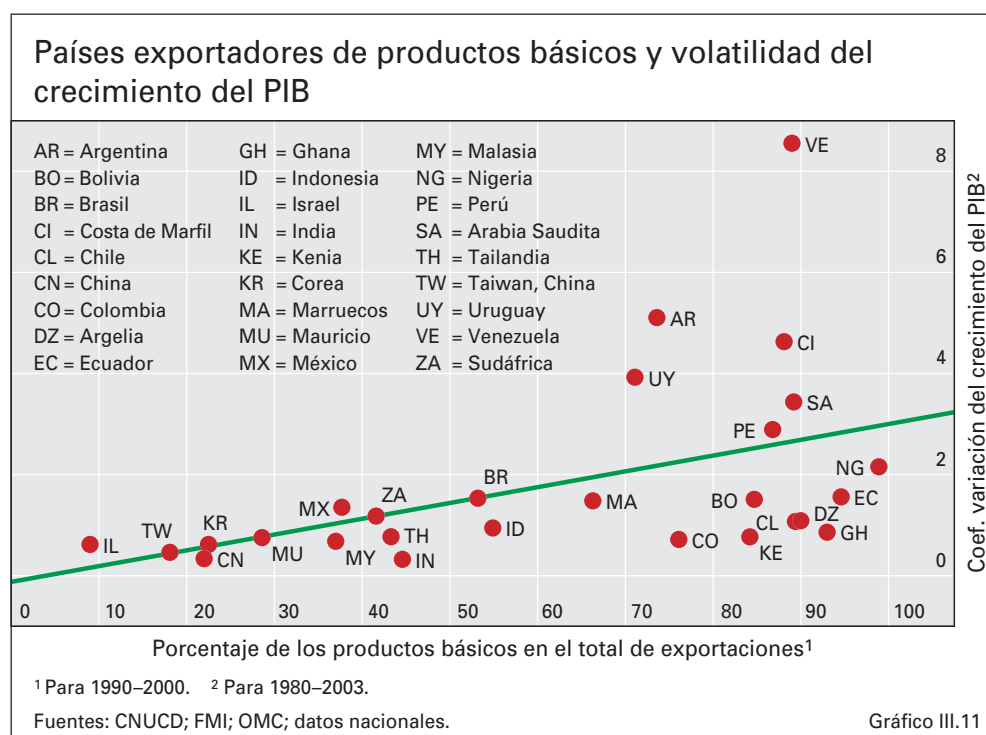
Un régimen de tipo de cambio flexible podría atenuar las perturbaciones ...

... pero no es más que una solución parcial

de sus exportadores. Mayor importancia reviste quizás lo difícil que resulta predecir las fluctuaciones a corto plazo de los precios del petróleo y de otros productos básicos, dado que la volatilidad de estos precios predomina sobre sus tendencias a largo plazo. De hecho, conforme ilustra el Gráfico III.11, a partir de datos de distintos países se obtiene una correlación positiva entre la participación de los productos primarios en las exportaciones totales y la volatilidad del PIB.

La duda consiste en saber si este problema podría atemperarse mediante la aplicación de políticas adecuadas. Algunos analistas sostienen que la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible podría amortiguar el efecto de las perturbaciones sobre la economía interna, ya que una apreciación (depreciación) de la moneda nacional en respuesta a un encarecimiento (abaratamiento) de las exportaciones atenuaría sus consecuencias. De hecho, la experiencia de los países africanos exportadores de productos básicos con monedas ligadas al euro (previamente al franco francés) muestra que, ante fluctuaciones de la relación real de intercambio, la volatilidad de sus productos internos ha sido mayor que en los países con tipos de cambio flexibles.

Con todo, la utilización de un tipo de cambio flexible para moderar los efectos de las oscilaciones de los precios de los productos básicos está sujeta a ciertas salvedades. Un tipo de cambio flexible no puede resolver el problema del descenso secular del precio real de los productos básicos. Además, no existe un régimen de tipo de cambio "óptimo" para otros sectores de exportación o sustitutivos de las importaciones (por ejemplo, el de bienes manufacturados). Si el tipo de cambio es flexible y se aprecia en respuesta a un encarecimiento de los productos básicos, los márgenes de beneficio de la industria manufacturera se reducen a través de la caída de sus precios. Por el contrario, si el tipo de cambio es fijo, es probable que estas empresas



deban hacer frente a presiones por el lado de los costes, ya que los mayores beneficios en el sector de los productos básicos impulsarían los salarios al alza. La última salvedad —tal vez la más importante— es la relación inversa existente entre la reducción de las variaciones del producto y la inflación. Así, las economías africanas productoras de materias primas con tipos de cambio fijos han registrado tasas de inflación más bajas y estables que los países con regímenes flexibles.

Puesto que los ingresos procedentes de las exportaciones de productos básicos representan habitualmente una fracción muy elevada de los ingresos públicos, la utilización de la política fiscal o la aplicación de reglas presupuestarias podrían ser necesarias como instrumento complementario para la estabilización macroeconómica. En la práctica, la política fiscal en muchos países exportadores de productos básicos no sólo se ha caracterizado por sus efectos procíclicos, sino por un fuerte sesgo hacia el déficit. Así, el encarecimiento transitorio de los productos básicos normalmente ha ido acompañado de aumentos permanentes del gasto público, con un deterioro a la larga de la situación fiscal. En Nigeria, por ejemplo, la recuperación de los precios del petróleo durante 1998–2000 propició un superávit presupuestario del 6,5% del PIB. No obstante, puesto que el aumento de ingresos procedentes del petróleo estimuló un significativo incremento del gasto público, el balance fiscal sufrió un deterioro del 12% del PIB en sólo dos años, al tiempo que la balanza por cuenta corriente empeoró más de un 20%.

En tales circunstancias, la aplicación de una regla fiscal podría desligar el gasto público de las fluctuaciones de los ingresos por exportaciones de productos básicos. Utilizando como modelo el fondo de estabilización del petróleo de Noruega (ampliamente reconocido como el sistema más avanzado y sofisticado de esta naturaleza), diversos países de mercado emergentes han creado (o prevén crear) fondos de estabilización como un primer paso para moderar la orientación procíclica de sus políticas fiscales. Chile, por ejemplo, creó hace varios años un fondo de estabilización del cobre, que en la actualidad se encuentra integrado en el objetivo a medio plazo de la política fiscal establecida por el Gobierno. Aunque el fondo de estabilización del petróleo de Argelia es más reciente, ya ha contribuido a estabilizar el balance fiscal ante la volatilidad del precio del crudo. No obstante, dados los precios actuales del petróleo, muy superiores al precio de referencia del sistema, y las fuertes presiones políticas en torno a la satisfacción de las necesidades sociales y al incremento del gasto en construcción, el presente año pudiera ofrecer la oportunidad de comprobar fehacientemente la capacidad del fondo para estabilizar la política fiscal.

Los efectos  
procíclicos de la  
política fiscal ...

... podrían reducirse  
a través de una  
regla fiscal