

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

#### Aspectos más destacados

A lo largo del último año, el crecimiento en las principales regiones emergentes fue sorprendentemente fuerte (véase el Cuadro III.1). El ritmo de crecimiento fue superior al de 2003, ya de por sí saludable, y reflejó un mejor equilibrio entre las demandas interna y externa. De hecho, las condiciones internacionales continuaron resultando inusualmente favorables para las exportaciones procedentes de las economías emergentes y para los flujos de capital hacia esos países. La confianza de consumidores e inversionistas repuntó en todas las regiones. Este rápido crecimiento repercutió en el precio de numerosos recursos básicos como el petróleo. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en el pasado, el encarecimiento del petróleo no disparó la inflación. Los tipos de interés permanecieron bajos

Crecimiento del producto e inflación <sup>1</sup>								
	PIB real				Precios de consumo <sup>2, 3</sup>			
	Media 1995–2003	2004	2005		Media 1995–2003	2004	2005	
			Primer trimestre	Previsión			Primer trimestre <sup>3</sup>	Previsión
Asia <sup>4</sup>	6,6	7,8	7,3	7,2	4,2	4,4	3,7	3,9
China	8,5	9,5	9,5	8,9	3,0	3,9	2,8	3,2
India	5,9	7,1	6,7	7,1 <sup>5</sup>	5,2	6,7	5,1	5,6 <sup>5</sup>
Corea	5,1	4,6	2,7	4,0	3,9	3,6	3,2	3,2
Otros países de Asia <sup>4, 6</sup>	3,6	6,0	4,7	4,8	5,8	3,4	4,3	4,2
América Latina <sup>4, 7</sup>	2,0	5,9	4,3	4,3	11,2	6,6	6,6	6,3
Argentina	0,4	9,1	8,3	6,8	4,8	6,1	9,1	10,0
Brasil	2,1	5,2	3,8	3,6	9,3	7,5	7,5	6,5
México	2,5	4,4	2,4	3,9	16,6	5,2	4,4	4,0
Europa central <sup>4, 8</sup>	3,7	4,8	3,3	4,0	10,2	3,9	3,1	2,4
Rusia	2,4	7,1	6,0	5,8	49,5	10,2	12,9	11,6
Turquía	3,7	8,9	0,1	5,7	64,9	10,6	8,6	8,0
África	3,7	5,1	...	5,0	15,6	7,7	...	7,7
Oriente Medio	4,1	5,5	...	5,0	9,2	8,3	...	8,6
Total <sup>4, 9</sup>	5,2	7,2	6,2	6,3	9,4	5,4	5,0	5,0
<i>Pro memoria:</i> <i>países del G-7</i>	2,4	3,2	2,5	2,3	1,9	2,0	2,2	2,0

Nota: Las previsiones y la mayoría de los datos del PIB correspondientes al primer trimestre de 2005 se basan en las previsiones de consenso de mayo, JPMorgan Chase y FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

<sup>1</sup> Variación porcentual anual media. <sup>2</sup> Para América Latina, datos al final del periodo. <sup>3</sup> Para la India, precios al por mayor.

<sup>4</sup> Media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2000. <sup>5</sup> El ejercicio fiscal comienza en abril. <sup>6</sup> Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). <sup>7</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>8</sup> Hungría, Polonia y República Checa. <sup>9</sup> Las economías enumeradas más arriba, excluidas África y Oriente Medio.

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

tanto en Asia como en otros países, en parte debido a que las presiones alcistas sobre sus monedas pueden haber favorecido una política monetaria más acomodaticia de lo que habría sido en otras circunstancias.

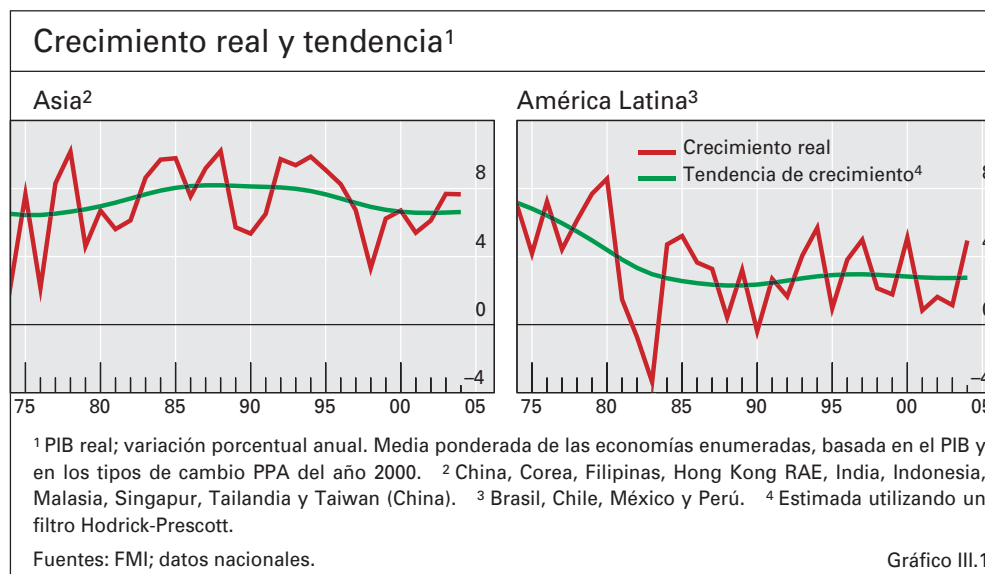
En esta coyuntura, queda por saber si las economías emergentes han desarrollado una mayor capacidad de reacción ante las perturbaciones. Varias consideraciones indican que la respuesta es afirmativa. En primer lugar, la creciente importancia de la demanda interna hace pensar que el crecimiento proseguiría aunque la demanda externa se debilitara. En segundo lugar, ha habido progresos apreciables en las situaciones fiscales, en algunos casos respaldados por reformas legislativas y por el desarrollo de mercados nacionales de deuda. En tercer lugar, la inflación parece haberse estabilizado, en algunos casos como resultado de una mayor credibilidad de la política monetaria. Además, en la medida en que los países se han mostrado menos comprometidos con un objetivo explícito de tipo de cambio, se ha reducido también su vulnerabilidad a las perturbaciones. En cuarto lugar, las balanzas por cuenta corriente de la mayoría de las economías emergentes se han fortalecido. Por último, ha habido mejoras en el rendimiento del sector bancario.

Sin embargo, estos avances observados pueden ser a su vez el resultado de factores cíclicos favorables. Una desaceleración mundial podría desbaratar algunas de las mejoras recientes, de igual forma que un endurecimiento de la política monetaria en los países industrializados podría frenar la entrada de flujos de capital, invertir la reciente apreciación de sus monedas y plantear desafíos fiscales. Por el contrario, si se mantuviera el ritmo de crecimiento, las expectativas de inflación en algunos países podrían revisarse al alza. La relación entre deuda a corto plazo y deuda externa total sigue siendo también alta en algunos países, aunque los elevados niveles de reservas oficiales de divisas han atenuado considerablemente los riesgos. Finalmente, los sectores bancarios aún están expuestos a diversos riesgos y, en algunos casos, ha de profundizarse en los avances en el marco regulador.

## Evolución reciente

Prácticamente todas las economías emergentes han participado en la actual expansión, que comenzó a finales de 2001 (véase el Cuadro III.1). El pasado año, el crecimiento del producto fue sólido en la mayoría de los países y parece haber superado el crecimiento tendencial en los últimos dos años (véase el Gráfico III.1). A pesar de algunas perturbaciones recientes, como el aumento del precio del petróleo, se prevé que el crecimiento medio de las economías emergentes se mantendrá constante por encima del 6% este año. En Asia, han encabezado la expansión China y la India, aunque otras economías no van muy a la zaga. En América Latina, Argentina, Brasil y México han experimentado una fuerte reactivación y el crecimiento en varios países de la región se ha situado por encima de la tendencia. En Europa central y oriental, a pesar de una reciente desaceleración, se espera que las principales economías crezcan con fuerza en 2005. Es más, durante el último año el crecimiento ha repuntado en Turquía y se mantiene dinámico en Rusia, habiéndose acelerado la actividad económica también en la mayor parte de África.

Crecimiento  
excepcional  
en 2004



El crecimiento se vio impulsado por la fuerte demanda mundial ...

Varios factores contribuyeron al crecimiento de las economías emergentes. Primero, las condiciones de la demanda internacional fueron muy favorables para estas economías, principalmente por el vigoroso crecimiento de Estados Unidos y China. El pasado año, muchos países vieron crecer sus exportaciones entre el 20% y el 40%. En Asia, pese al debilitamiento

Evolución de la balanza de pagos									
En miles de millones de dólares de EEUU									
	Balanza por cuenta corriente			Flujos netos de capital privado <sup>1</sup>			Variación en las reservas <sup>2</sup>		
	Media 1990-96	Media 2000-03	2004	Media 1990-96	Media 2000-03	2004	Media 1990-96	Media 2000-03	2004
Asia	-10,3	120,7	184,9	47,1	2,9	148,4	43,8	141,6	363,4
China	5,1	29,8	68,7	20,8	30,5	110,7	12,6	62,1	206,7
India	-4,4	1,9	-3,9	5,6	14,7	24,7	2,4	16,4	27,5
Corea	-7,1	9,4	27,6	11,4	10,2	13,8	2,6	20,2	43,7
Otros países de Asia <sup>3</sup>	-3,9	79,6	92,5	12,8	-52,5	-0,8	26,2	42,8	85,5
América Latina <sup>4</sup>	-28,6	-21,5	20,8	50,2	24,9	-5,1	16,3	9,2	21,1
Brasil	-6,0	-12,7	11,7	18,2	15,0	-3,6	7,3	3,6	3,6
México	-14,8	-14,9	-8,6	20,3	21,5	12,9	1,9	6,7	5,0
Europa central <sup>5</sup>	-6,1	-15,0	-18,0	3,2	18,0	18,4	7,8	5,1	7,7
Rusia	8,6	36,3	60,1	8,8	-9,8	-3,4	5,2	16,2	47,6
Turquía	-1,7	-4,1	-15,5	3,5	1,1	18,0	1,7	2,7	1,7
Sudáfrica	0,5	-0,5	-7,0	1,1	2,0	9,9	-0,0	0,0	6,6
Total <sup>6</sup>	-72,7	130,8	277,3	116,1	24,8	155,3	89,3	176,1	454,6
<i>Pro memoria:</i>									
<i>países exportadores de petróleo<sup>7</sup></i>	-8,9 <sup>8</sup>	53,2	120,4	37,3	-16,2	-18,9	9,5 <sup>9</sup>	26,5	60,6

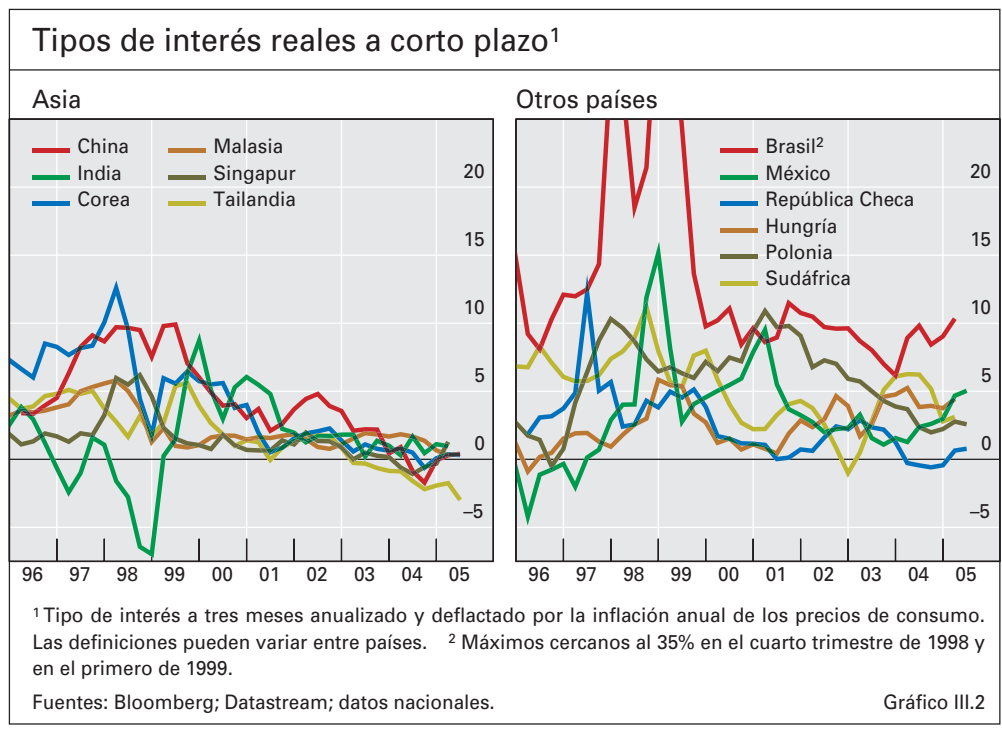
<sup>1</sup> Inversión directa, inversión de cartera, derivados financieros y otros tipos de inversión, excluida la de las autoridades monetarias y la del Gobierno. Cifras parcialmente estimadas. <sup>2</sup> Un valor positivo indica un aumento. <sup>3</sup> Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). <sup>4</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>5</sup> Hungría, Polonia y República Checa. <sup>6</sup> Economías antes enumeradas, más Israel y Arabia Saudita. <sup>7</sup> Arabia Saudita, Indonesia, México, Rusia y Venezuela. <sup>8</sup> 1994-96. <sup>9</sup> 1996.

Fuentes: FMI; datos nacionales. Cuadro III.2

del ciclo de las Tecnologías Informáticas (TI) en el segundo semestre de 2004, el crecimiento de las exportaciones se mantuvo firme gracias al aumento de la demanda de productos no electrónicos por parte de EEUU y China. La demanda de materias primas procedentes de América Latina, Rusia y Sudáfrica también fue briosa. Esta fortaleza de las exportaciones condujo a mejoras en las balanzas por cuenta corriente. De hecho, el superávit agregado de las economías emergentes alcanzó un récord de 277.000 millones de dólares en 2004 (véase el Cuadro III.2). Aunque Asia contabilizó la mayor parte de este superávit, varios países latinoamericanos también registraron importantes superávit por cuenta corriente que contribuyeron a reducir su exposición por deuda externa y a reponer sus reservas. No obstante, en Europa central se mantuvieron los abultados déficit por cuenta corriente.

En segundo lugar, los indicadores macroeconómicos internos más sólidos mejoraron la calidad crediticia de muchos países, lo que unido a la abundante liquidez internacional, condujo al aumento de los flujos de capital privado hacia los países emergentes. El pasado año, los flujos de capital hacia China crecieron sobremanera, al coincidir una enérgica entrada de inversión directa con una marcada expansión de las entradas de capital para inversión en cartera y del endeudamiento comercial privado; a todo ello probablemente contribuyeron las expectativas de revalorización del renminbi. La inversión extranjera directa se incrementó bruscamente en Corea y la India, país este último que experimentó también una fuerte entrada de capitales para inversión en cartera. Los flujos de capital hacia el sudeste asiático también se reavivaron en 2004, aunque permanecieron deprimidos en comparación con los niveles registrados antes de las crisis financieras de 1997–98. En América Latina, algunos países amortizaron deuda externa y refinanciaron parte de su deuda más onerosa endeudándose a menores tipos de interés. No obstante, los flujos netos hacia los principales

... por la intensa  
afluencia de  
capital ...



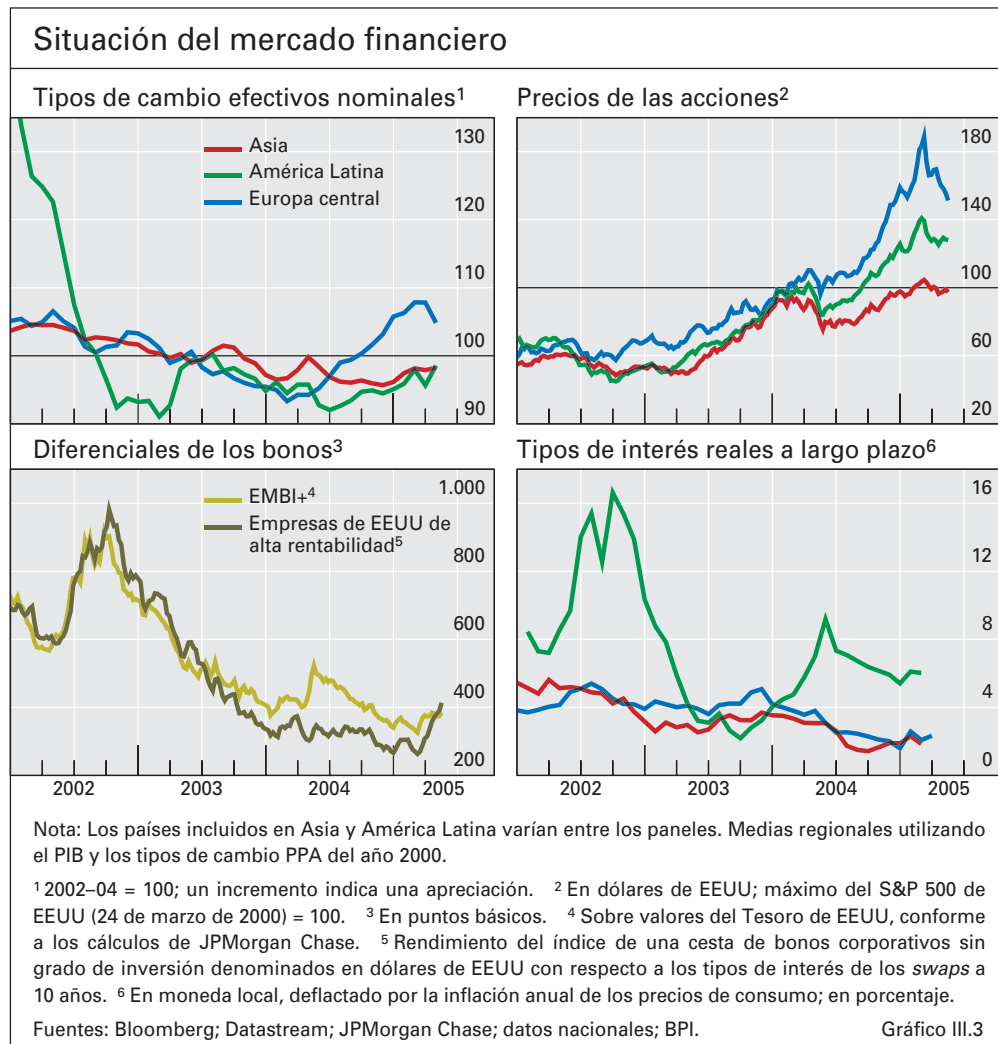
... y por una vigorosa demanda interna

países de la región disminuyeron ligeramente. Las entradas de capital se mantuvieron firmes en Europa central y se incrementaron en Sudáfrica.

En tercer lugar, la demanda interna repuntó en todas las regiones. A pesar de la reciente subida de los tipos de interés oficiales llevada a cabo por varios bancos centrales, la política monetaria siguió favoreciendo la demanda en todas las zonas, aun cuando había señales de que en algunos casos la utilización de la capacidad había aumentado considerablemente. Los tipos de interés reales a corto plazo en la mayor parte de Asia se han situado cerca o por debajo de cero durante los tres últimos años (véase el Gráfico III.2, panel izquierdo). En comparación con los niveles del pasado, los tipos de interés reales a corto plazo también se mantienen bajos en gran parte de América Latina y en Europa central. En muchos países, y especialmente en Asia, las presiones alcistas sobre la moneda pueden haber propiciado tipos de interés oficiales más reducidos de lo normal, lo que se reflejó quizás en nuevas bajadas de los tipos de interés reales de los bonos a largo plazo y en la subida de los precios de las acciones (véase el Gráfico III.3).

Intenso gasto de capital en Asia ...

En Asia, un acceso más sencillo a la financiación y el afianzamiento de la confianza de los inversionistas se tradujeron en un mayor gasto de capital. En varias economías del sudeste asiático, las tasas de inversión se



recuperaron el pasado año, aunque permanecieron por debajo de los niveles anteriores a las crisis de 1997–98. Tras las medidas de endurecimiento monetario y administrativo, el crecimiento nominal de la inversión fija en China se desaceleró sustancialmente durante 2004. Con todo, siguió aumentando la inversión nominal en capital fijo con respecto al PIB, pasando del 47% en 2003 al 51% en 2004, y la inversión en algunos sectores recalentados, como el inmobiliario, mantuvo su intenso ritmo. Además, se sabe que el gasto de capital en proyectos fuera de sectores ya recalentados creció con fuerza el pasado año, debido en parte a la demanda desviada por las medidas administrativas. Numerosos cálculos basados en datos macroeconómicos apuntan a que las tasas de rendimiento de algunas inversiones han sido insólitamente bajas. Al mismo tiempo, el consumo privado se ha recuperado en China y las exportaciones mantuvieron su vigor.

En América Latina, el aumento de la demanda interna durante 2004 fue sorprendente. El consumo privado se recuperó en Argentina, Brasil y Venezuela del desplome sufrido en las últimas crisis y siguió fortaleciéndose en Chile y México. El año pasado, varios países registraron tasas de crecimiento de la inversión en términos reales comprendidas entre el 10% y el 40%. Algo parecido sucedió en las principales economías del centro y este de Europa, con crecimientos de la inversión de entre el 5% y el 10% en Hungría, Polonia y la República Checa. En Rusia, mientras el consumo ha sido el principal impulsor de la demanda interna, la inversión ha ido disminuyendo a lo largo del pasado año. En Turquía, el retorno de la confianza tras la reciente crisis financiera se ha asociado con una marcada aceleración de la demanda interna.

No obstante, la actual expansión también ha planteado retos a las autoridades en distintos frentes. Por ejemplo, la fuerte demanda y el encarecimiento de las materias primas del pasado año elevaron las tasas de inflación en algunas economías emergentes. En Asia, aunque la inflación media en 2004 fue tan sólo ligeramente superior a la del período 1995–2003, varios países experimentaron un aumento generalizado de sus niveles de inflación (véase el Cuadro III.1). En China, la inflación de los precios de consumo se incrementó hasta superar el 5% en el tercer trimestre de 2004, para caer en meses posteriores. En cambio, los precios industriales siguieron creciendo con fuerza. En la India, igualmente, la inflación aumentó hasta alcanzar un 8% durante 2004, antes de reducirse a principios de 2005. En América Latina y Europa central y oriental, la inflación se mantuvo baja en 2004 en comparación con el pasado. Durante el primer trimestre de 2005, sin embargo, Argentina sufrió mayores presiones alcistas sobre los precios y la inflación también aumentó en Brasil en abril.

En consecuencia, algunos países han tenido que endurecer su política monetaria. China y la India lo han hecho tanto con medidas directas (como elevar los requisitos de reservas bancarias) como de forma indirecta (subiendo los tipos de interés). Tailandia ha incrementado significativamente sus tipos de interés desde agosto de 2004 para reducir el riesgo de inflación en el futuro. Filipinas e Indonesia aumentaron en 25 puntos básicos sus tipos de

... y recuperación de la demanda en América Latina

La inflación plantea retos ...

... que conducen a un cierto endurecimiento de la política monetaria

interés oficiales en abril de 2005. También han subido los tipos de interés en varios países de América Latina como Brasil y México.

Una apreciación  
de la moneda ...

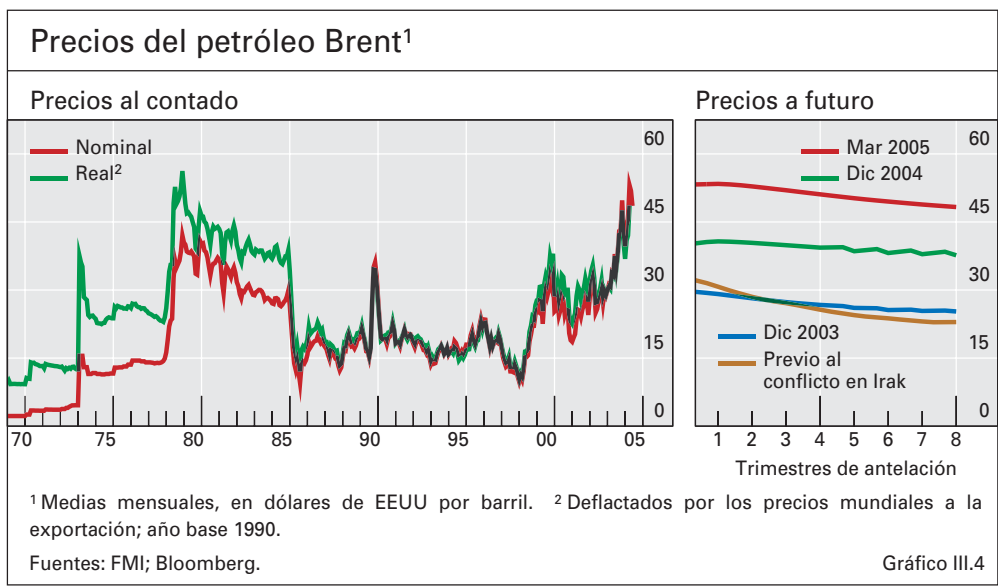
Además, los considerables superávits de la balanza de pagos han presionado al alza las monedas de países con un régimen de tipo de cambio flexible. En todas las regiones, esto se tradujo en 2004 en una apreciación de las monedas frente al dólar (frente al euro, en el caso de Europa central) superior a la de años anteriores. Sin embargo, como se estudia en el Capítulo V, las autoridades de la mayoría de las economías asiáticas siguieron con su política de intervención en los mercados de divisas para limitar la apreciación de sus monedas o para mantener fijos sus tipos de cambio. Por consiguiente, las reservas agregadas de los países emergentes asiáticos crecieron a un ritmo sin precedentes durante el pasado año (véase el Cuadro III.2). Por lo tanto, en términos nominales efectivos, la mayoría de los tipos de cambio asiáticos continuó depreciándose durante gran parte del año, hasta que se revertió esta tendencia a principios de 2005 (véase el Gráfico III.3, panel superior izquierdo). Como se ha mencionado antes, parece que a la acumulación de reservas se sumó una política monetaria menos restrictiva de lo habitual.

... con restricciones  
a la intervención

A medida que aumenten las presiones inflacionarias, esta orientación acomodaticia de la política monetaria podría tener que invertirse. Además, el rápido crecimiento del crédito a los hogares observado el año pasado en muchos países, al que acompañó un incremento de los precios de la propiedad inmobiliaria (véase más adelante), podría inducir también a los bancos centrales a acelerar el endurecimiento de su política monetaria. Asimismo, las políticas de intervención podrían necesitar también una nueva revisión. El aumento de los costes del mantenimiento de reservas entraña a su vez costes fiscales, y quizá pérdidas en los balances en caso de forzarse una apreciación de las monedas. La percepción del mercado de que intervenciones cambiarias de ese porte podrían resultar insostenibles podría bastar para provocar entradas significativas de capital especulativo a corto plazo. En la India, los flujos de inversión en bolsa se incrementaron vertiginosamente a finales del año pasado. En Corea, las expectativas de apreciación de la moneda durante el mismo periodo movieron a los residentes a repatriar capitales invertidos en el extranjero.

## Elevados precios de los productos básicos: causas y efectos

La evolución de los precios de los productos básicos ha ejercido una fuerte influencia sobre las economías emergentes. Desde principios de 2002, el precio del petróleo en dólares se ha elevado un 150%. El incremento fue especialmente pronunciado durante el pasado año, cuando los precios marcaron sucesivos máximos, antes de descender a mediados de marzo de 2005 (véase el Gráfico III.4). No obstante, el precio del crudo en términos reales permanece por debajo de los niveles registrados durante la segunda crisis del petróleo en 1979. Los precios reales de los metales también se han recuperado con fuerza tras tocar fondo a finales de los años 90, aunque su nivel actual no es superior al de principios de 1990 (véase el Gráfico III.5, panel izquierdo). Los



precios de insumos básicos para la industria como el cobre, el plomo y el carbón, que crecieron con moderación en 2003, se han incrementado enormemente desde comienzos de 2004.

Los precios de los productos básicos se han visto afectados por una serie de factores comunes. El fuerte crecimiento mundial de las manufacturas ha incrementado la demanda de insumos primarios y, dada la escasa elasticidad de la oferta a corto plazo, ha elevado los precios. La creciente concentración del crecimiento mundial en algunas economías asiáticas intensivas en petróleo se ha revelado como un factor clave. En consecuencia, el crecimiento de la demanda internacional de petróleo se aceleró desde menos del 1% en 2002 al 3,5% en 2004. China acaparó por sí sola aproximadamente un tercio del crecimiento de la demanda de crudo del año pasado y otras economías asiáticas absorbieron un 17%.

Al mismo tiempo, y a pesar del aumento de la producción por países no pertenecientes a la OPEP, la oferta mundial de crudo ha ido haciéndose cada vez más escasa, reflejando un largo periodo de baja inversión en el sector. La capacidad de producción ociosa de la OPEP (excluido Iraq) ha caído hasta niveles bien exigüos en los últimos meses: entre uno y dos millones de barriles diarios, es decir, cerca del 2% de la oferta mundial de crudo. Estas condiciones de mercado tan rígidas han acentuado la reacción del precio del petróleo ante nuevos factores adversos, como la creciente incertidumbre sobre el suministro procedente de Oriente Medio y las continuas perturbaciones de la producción en los países no pertenecientes a la OPEP. Las restricciones temporales en el refino para convertir el crudo pesado en combustible para transporte también han contribuido a ampliar el diferencial entre el precio del crudo pesado y el del ligero. La diferencia entre el Brent ligero y el Dubai pesado, crudos de referencia, se incrementó desde menos de tres dólares por barril en 2003 hasta 14 dólares a mediados de octubre de 2004, para volver a disminuir considerablemente en los últimos meses.

Las expectativas de que el precio del petróleo a medio plazo permanecerá alto han tenido también un enorme impacto. En la primera parte del ciclo, por

La explosiva demanda de petróleo ...

... y las restricciones que limitan aún más la oferta ...



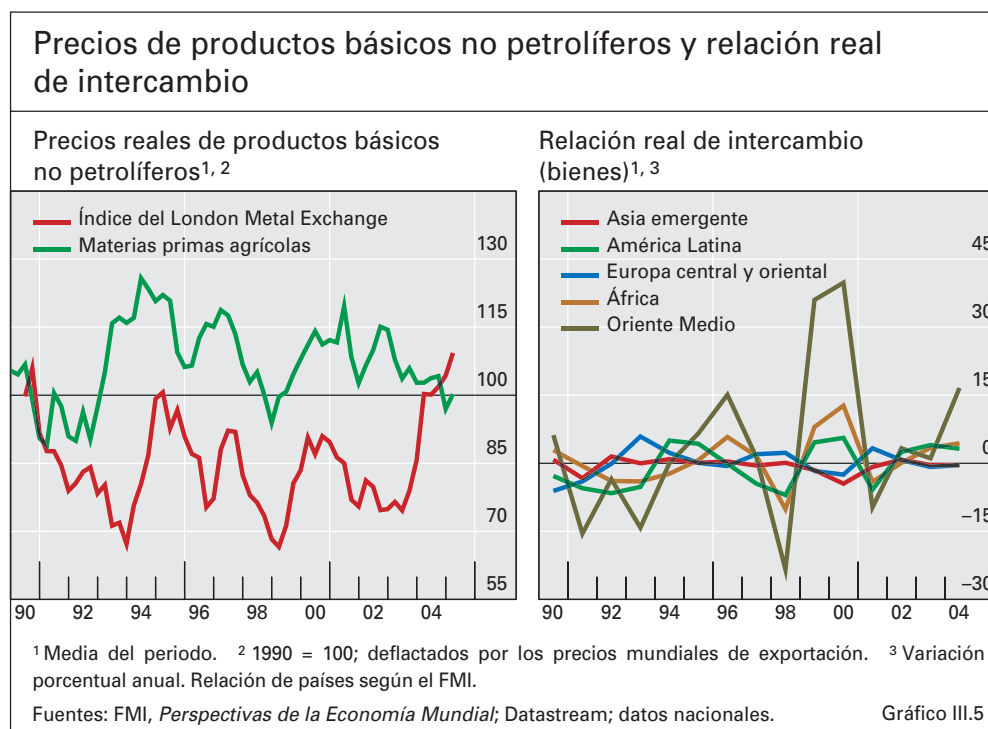
... pueden llevar a un cambio fundamental en las perspectivas del precio del crudo

ejemplo, cuando los precios al contado se vieron empujados a niveles altos, los precios a futuro se elevaron más lentamente o incluso descendieron, ante la expectativa de que la perturbación sería transitoria. En febrero de 2003, por ejemplo, el precio al contado del Brent se situó un 27% por encima del precio a un año. Por el contrario, en los últimos meses los precios al contado y a futuro han tendido a moverse en paralelo. El desplazamiento hacia arriba de las curvas de los futuros sobre petróleo a lo largo de todo el espectro de vencimientos desde principios de 2003 (véase el Gráfico III.4, panel derecho) indica un cambio en las previsiones básicas del nivel de precios del petróleo.

Los bajos tipos de interés reales vigentes también han jugado un papel importante. Al descender o permanecer bajos los rendimientos de los activos financieros y al aumentar el valor de escasez del petróleo, algunos inversionistas no comerciales se han ido sintiendo más atraídos por el mercado de los productos básicos. El mayor uso de éstos como cobertura frente a futuras depreciaciones del dólar también puede haber contribuido a esta tendencia. Un indicador del protagonismo que han ido adquiriendo los operadores no comerciales es el reciente y brusco incremento de sus posiciones en futuros sobre el petróleo. Al mismo tiempo, mientras las posiciones largas en la Bolsa Mercantil de Nueva York (NYMEX) —el mayor segmento del mercado de futuros sobre petróleo— se triplicaron con creces entre enero de 2002 y marzo de 2005, el porcentaje de operadores no comerciales aumentó desde aproximadamente un cuarto hasta dos quintos (véase el Capítulo VI).

La drástica subida de los precios de los productos básicos ha mejorado la relación real de intercambio de la mayoría de los países que exportan estos productos (véase el Gráfico III.5, panel derecho). Se estima que los ingresos imprevistos por exportación derivados del encarecimiento del crudo el

Mejoras en la relación real de intercambio para exportadores ...



pasado año superan el 8% del PIB de los países exportadores de petróleo. Las ganancias también fueron sustanciosas para los principales exportadores de productos básicos no petrolíferos como Brasil y Chile, país este último cuyos ingresos procedentes del cobre se incrementaron más de un 80% en 2004. Una serie de países africanos también ha registrado ganancias considerables por la exportación de productos básicos.

A los países exportadores de petróleo no les ha resultado fácil en el pasado gestionar este tipo de ingresos inesperados, especialmente durante la segunda crisis petrolífera en 1979. En muchos países, estas ganancias esporádicas se consideraron permanentes y condujeron a incrementos estructurales en los programas de gasto público. Cuando estos ingresos resultaron ser tan sólo temporales, emergieron los desequilibrios fiscales subyacentes. Estos problemas fiscales en muchos casos se agravaron por una apreciación de la moneda y la consecuente pérdida de competitividad. Cuando se derrumbó el precio del crudo en la década de los 80, numerosos países exportadores de petróleo se vieron en dificultades.

En el ciclo actual, no obstante, algunos exportadores de productos básicos parecen haber reaccionado mejor ante estas ganancias imprevistas. En primer lugar, muchos países cuentan ahora con procedimientos establecidos (por ejemplo, fondos de estabilización de productos básicos) y reglas fiscales específicas para gestionar la volatilidad de los ingresos. El año pasado, por ejemplo, México transfirió ingresos del crudo no presupuestados por importe de 1.000 millones de dólares a un fondo de estabilización de petróleo creado en el año 2000. Además, gran parte de dichos ingresos se destinó a inversión en infraestructuras, incluido el sector petrolero. En Argelia, el saldo disponible en diciembre de 2004 en el fondo de estabilización petrolera, constituido a principios de 2002, había aumentado significativamente en relación con el PIB. También Rusia creó un fondo de este tipo el pasado año. Una segunda explicación es que muchos países exportadores de petróleo han canalizado una parte importante de sus ingresos procedentes del petróleo hacia el pago de deuda pendiente. En Arabia Saudita, el Gobierno ha rebajado el cociente de deuda pública sobre el PIB en 32 puntos porcentuales desde 2002. Los pagos para reducir deuda en circulación han sido también significativos en Argelia y Rusia. En la medida en que los ingresos extraordinarios de los fondos de estabilización petrolera se invirtieron en el extranjero o se utilizaron para amortizar deuda, podrían también haber ayudado a contener presiones a corto plazo tendentes a la apreciación de sus monedas.

Un posible riesgo para los países exportadores de productos básicos es que la combinación de una fuerte demanda internacional y de bruscos encarecimientos generalizados de los productos básicos pudiera conllevar ampliaciones de capacidad productiva que luego no resultasen rentables. Si la oferta reaccionara cuando la demanda ya hubiese empezado a remitir, la experiencia induciría a pensar que las caídas de precios podrían ser repentinas y cuantiosas. Los crecientes lazos entre los mercados financieros y los de productos básicos podrían acentuar aún más la volatilidad de los precios en estos últimos. Tales consideraciones podrían explicar en parte por qué la

... pero mejor  
gestionadas que en  
el pasado

inversión en los sectores productores de materias primas ha permanecido moderada hasta ahora, a pesar del aumento de los beneficios.

Los efectos del encarecimiento del petróleo ...

Para los países importadores de petróleo, el encarecimiento del crudo aumenta la inflación y reduce la demanda agregada. Asia suele verse particularmente afectada por su marcada dependencia del petróleo importado y por ser su producción más intensiva en petróleo (véase el Cuadro III.3). Estimaciones de la Agencia Internacional de la Energía apuntan a que un incremento sostenido de 10 dólares por barril en el precio del crudo reduciría, un año después, el crecimiento del PIB asiático en 1 punto porcentual, mientras que la inflación podría elevarse un 1,5%.

... han sido moderados

Los efectos que ha tenido para la producción el encarecimiento del petróleo en la mayoría de los países emergentes importadores de crudo parecen débiles por ahora, en parte porque la intensa demanda mundial y el encarecimiento generalizado de las exportaciones asiáticas han contenido las repercusiones comerciales negativas. Por ejemplo, los precios de las exportaciones de los países asiáticos en desarrollo se incrementaron en más de un 7% en los dos últimos años, mientras que durante 2000–02 cayeron alrededor del 1%.

La inflación es comparativamente baja ...

Esta evolución bien podría haber incrementado la inflación interna aun más. Como se ha explicado antes, la tasa de inflación general se ha elevado en algunos países (principalmente en la India y Filipinas). Sin embargo, el impacto ha sido relativamente limitado, en concreto si se compara con lo ocurrido durante la primera y segunda crisis petroleras de 1973 y 1979, que estuvieron asociadas a presiones inflacionistas en todo el continente asiático (véase el Gráfico III.6).

... ya que el ciclo es diferente ...

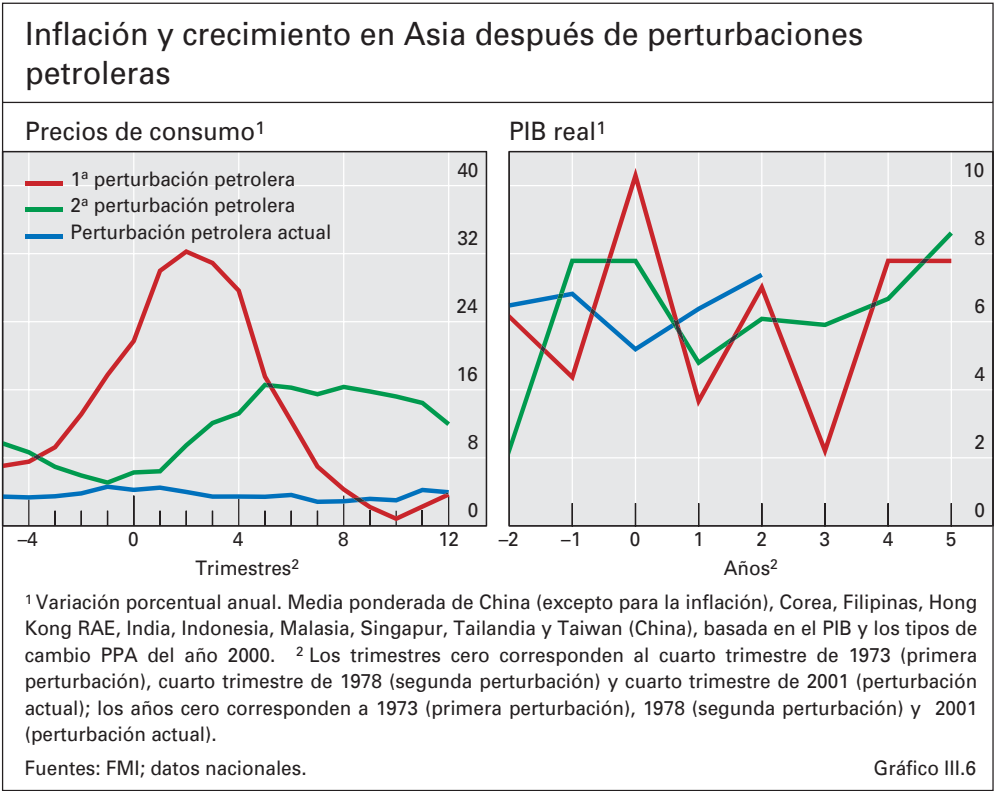
Varias razones explican esta moderación. En primer lugar, el ciclo subyacente ha sido diferente. En episodios anteriores, la aceleración de la inflación fue previa al aumento brusco del precio del petróleo, de ahí que las perturbaciones negativas de la oferta se asociaran a una inflación mucho más

Importancia del petróleo						
	Importaciones netas de petróleo <sup>1</sup>			Consumo de petróleo <sup>2</sup>		
	1995	2000	2003	1995	2000	2003
Asia	1,1	2,2	2,2	0,15	0,15	0,14 <sup>3</sup>
China	0,2	1,3	1,5	0,18	0,17	0,15
India	1,9	3,1	2,8	0,16	0,16	0,15 <sup>3</sup>
Corea	2,4	4,2	3,8	0,14	0,12	0,11
Otros países de Asia <sup>4</sup>	0,6	1,5	1,9	0,14	0,15	0,15 <sup>3</sup>
América Latina <sup>5</sup>	-1,2	-2,1	-2,4	0,12	0,12	0,12 <sup>3</sup>
Europa central <sup>6</sup>	1,5	2,0	1,4	0,10	0,09	0,08 <sup>3</sup>
<i>Pro memoria:</i>						
<i>países del G-7</i>	<i>0,5</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,06</i>	<i>0,05</i>	<i>0,05</i>

<sup>1</sup> Petróleo, productos derivados del petróleo y productos conexos (clasificación CUCI Rev. 3), en porcentaje del PIB nominal. Valores negativos indican que las exportaciones son superiores a las importaciones. <sup>2</sup> Barriles por unidad del PIB, a precios y tipos de cambio del dólar de EEUU de 1995. <sup>3</sup> 2002. <sup>4</sup> Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. <sup>5</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>6</sup> Hungría, Polonia y República Checa.

Fuentes: Naciones Unidas, *Commodity Trade Statistics*; OMC; US Energy Information Administration; datos nacionales.

Cuadro III.3



elevada. En cambio, en el episodio actual el encarecimiento del petróleo ha seguido a varios años de inflación baja. El hecho de que las expectativas inflacionistas estén ahora mejor ancladas podría haber ayudado a reducir los efectos secundarios (véase más adelante).

En segundo lugar, algunas economías asiáticas tienen precios administrados para el petróleo. Así pues, se pospusieron los incrementos en el precio interno del mismo, lo que resultó en la práctica en subvenciones fiscales directas. Algunos países también han reducido los impuestos a la importación y venta de petróleo para compensar parcialmente los mayores precios internacionales. El pasado año, las subvenciones al petróleo se mantuvieron especialmente altas en la India, Indonesia, Malasia y Tailandia. Tales políticas debilitan inevitablemente el balance fiscal, restan efectividad a los incentivos para reducir el consumo de crudo y agravan por tanto la dependencia del petróleo. En consecuencia, muchas economías asiáticas han comenzado en fechas más recientes a trasladar a los consumidores los elevados precios del petróleo. En tercer lugar, en algunos países con tipo de cambio flexible, la apreciación de sus monedas frente al dólar puede haber contribuido a frenar el impacto directo de la subida del precio del crudo.

... y hay grandes subvenciones al petróleo en Asia

### Factores que favorecen la capacidad de reacción frente a perturbaciones externas

Las autoridades de numerosos países emergentes todavía se enfrentan a una estructura fiscal relativamente débil, a un marco más formal de política monetaria de reciente creación y a un alto grado de exposición a

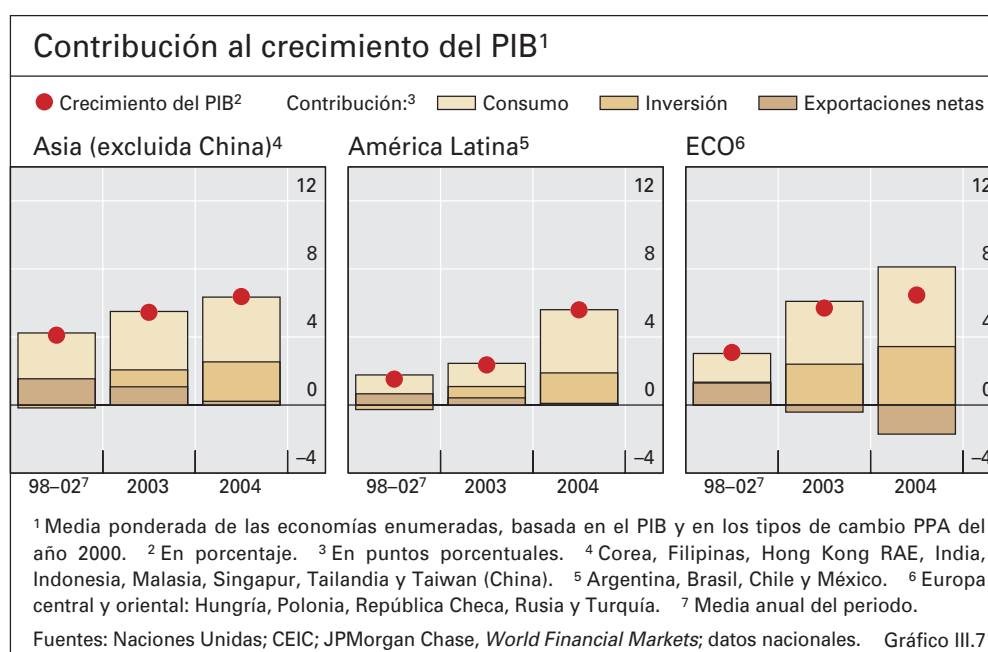
perturbaciones financieras exógenas. Aun así, algunas de las mejoras de los últimos dos años podrían ayudar a reforzar la capacidad de reacción de estas economías ante perturbaciones externas.

En primer lugar, la demanda interna ha desempeñado en los dos últimos años un papel mucho más primordial que en años anteriores (véase el Gráfico III.7), lo que podría proteger mejor el crecimiento en caso de que la demanda mundial cayese bruscamente. Además, la sostenibilidad de la demanda interna podría verse favorecida por haber ido acompañada de reformas estructurales orientadas a estimular la inversión del sector privado. En Asia, la expansión estuvo precedida de un periodo de reestructuración empresarial en el que las empresas redujeron su nivel de endeudamiento y mejoraron su rentabilidad. Por ejemplo, en Corea el coeficiente de endeudamiento en el sector manufacturero cayó desde cotas cercanas al 400% al final de 1997 hasta aproximadamente el 100% al finalizar marzo de 2004. En la India, el gasto empresarial se ha apoyado en los sólidos beneficios de las empresas. En América Latina, la confianza de los inversionistas ha mejorado notablemente tras acometerse importantes reformas estructurales. En Chile y México, por ejemplo, la inversión en activo fijo ha estado respaldada por un incremento considerable del crecimiento de la productividad. En los últimos años, un factor específico en Europa central y oriental ha sido la convergencia hacia la Unión Europea, que ha reforzado los flujos de entrada de capital y ha fomentado la inversión extranjera en la región.

En segundo lugar, los hogares han desempeñado un papel más destacado en la evolución de la demanda interna que en ciclos anteriores. En concreto, muchos países con un parque inmobiliario insuficiente han presenciado en los últimos años un drástico aumento de la inversión en vivienda (véase el Gráfico III.8) y del gasto de los hogares en bienes de consumo duraderos. El tiempo que los bajos tipos de interés para préstamos

La influencia de  
balances  
empresariales más  
firmes ...

... y del gasto de  
los hogares



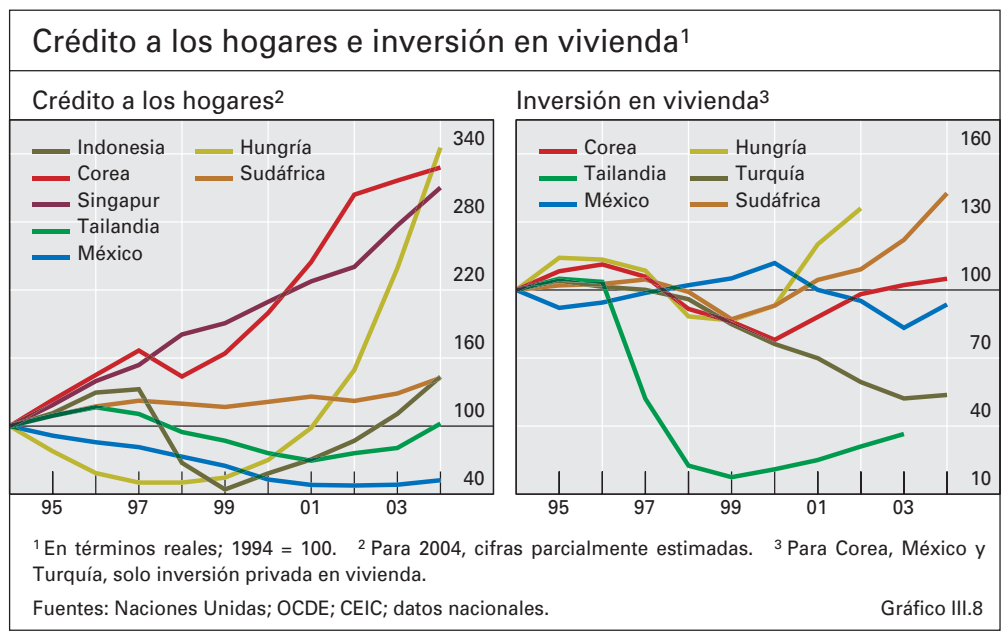
hipotecarios y al consumo han animado a los hogares a endeudarse, los bancos se han mostrado más dispuestos a prestar a los hogares tras las pérdidas sufridas por el sector empresarial durante las crisis asiáticas y después de éstas. También han sido cruciales otros factores, como la liberalización del mercado crediticio y el aumento de la competencia en la banca minorista, muchas veces encabezado por bancos extranjeros.

En países en los que los índices de endeudamiento de las familias permanecen bajos y el sistema bancario está preparado para gestionar nuevos tipos de riesgo asociados al uso de tarjetas de crédito y al sector inmobiliario, el crédito a los hogares podría incrementarse sin dificultad alguna. En muchos países, la demanda de vivienda y bienes de consumo duraderos parece impulsada por factores seculares como rentas familiares más elevadas y mayores niveles de urbanización, además de por la creciente percepción de que el acceso a la vivienda en propiedad constituye una opción realista. En la India, por ejemplo, esta tendencia se ha reforzado por el crecimiento del segmento de población de rentas medias. Parte del crédito concedido a los hogares es de hecho crédito a pequeñas empresas, lo que puede reflejar la importancia creciente del sector servicios. En América Latina, otro factor de especial incidencia ha sido la reciente disminución de la volatilidad del tipo de interés, que en el pasado impidió el desarrollo del mercado hipotecario.

No obstante, también existen riesgos potenciales, como un endeudamiento excesivo de las familias. Como sugiere la experiencia coreana, un brusco aumento de los índices de endeudamiento de los hogares podría restringir su gasto futuro. En Corea, el ajuste conllevó una contracción en la deuda en circulación de las familias, desde aproximadamente el 64% de su renta en el punto álgido de la burbuja de las tarjetas de crédito en 2002, hasta el 60% al final de 2004. Tras varios trimestres de contracción, el consumo privado remontó apenas hacia finales de 2004. Otro riesgo radica en que el rápido crecimiento del crédito a los

La fuerte demanda de los hogares es en parte estructural ...

... pero hay riesgo de endeudamiento excesivo



hogares conduzca a incrementos excesivos en los precios inmobiliarios. Por ejemplo, en Tailandia, los precios de los inmuebles comerciales y residenciales han estado aumentando con fuerza desde 2003. En Shangai, los precios inmobiliarios crecían en el primer trimestre de 2005 a un ritmo anual en torno al 20% y el índice nacional lo hacía alrededor del 10%. Finalmente, el sector financiero también podría resentirse si se produjera un descenso de los precios inmobiliarios (véase más adelante).

Mayor exposición  
a China

Un tercer desarrollo ha sido la mayor exposición a China. El superávit comercial acumulado por las principales economías emergentes frente a China aumentó desde cerca de 7.000 millones de dólares en 2000 a los 30.000 millones del pasado año. Gracias a su proximidad y a su complementariedad comercial, el impacto ha sido mayor en las economías asiáticas, pero el efecto ha sido también importante en América Latina. Además, China ha contribuido a mejorar la relación real de intercambio en la mayoría de los países exportadores de materias primas.

La creciente penetración china en determinados mercados de exportación podría sin embargo crear también desafíos para otras economías emergentes. Desde la abolición de las cuotas de exportación a los productos textiles a principios de 2005, se ha constatado un incremento drástico de las exportaciones chinas en este sector. Además, teniendo en cuenta sus ventajas en costes y productividad, la participación de China y la India en el mercado mundial de exportaciones textiles seguirá aumentando previsiblemente, forzando el ajuste de otros países exportadores de productos textiles.

#### *¿Se ha reducido la vulnerabilidad fiscal?*

El pasado año, la relación entre el déficit fiscal y el PIB se redujo en varios países emergentes (véase el Cuadro III.4). En Asia, por ejemplo, los déficit fiscales medios han abandonado los altos niveles alcanzados en 2001 y 2002, cuando muchos países utilizaban estímulos fiscales para impulsar la demanda interna. Sin embargo, los déficit fiscales permanecen abultados en Filipinas y la India, y la deuda en proporción al PIB ha aumentado en algunos casos. En China, aunque mejoraron los indicadores fiscales convencionales, éstos no recogen los importantes pasivos contingentes derivados de los costes real y potencial de la reestructuración bancaria (véase más adelante).

Reducidos déficit  
fiscales en América  
Latina

Recientemente se han registrado mejoras significativas en la situación fiscal de América Latina, sobre todo en los países expuestos al mercado internacional de capitales. En Argentina, el superávit primario del Gobierno federal pasó de algo más del 2% del PIB en 2003 al 4% en 2004, superando el objetivo del 2,5% acordado con el FMI. En enero de 2005, el Gobierno reanudó el programa de reestructuración de deuda anunciado el año pasado. Si tuviera éxito, el impacto sobre la posición fiscal del país a medio/largo plazo sería considerable. De igual forma, con un superávit primario superior al 4,5%, Brasil registró un descenso en su endeudamiento neto en 2004, por primera vez en la última década. El año pasado, las tasas de endeudamiento público también cayeron en Chile, México y Perú, que incrementaron

Resultados fiscales y deuda pública y externa <sup>1</sup>								
En porcentaje del PIB								
	Resultado fiscal			Deuda pública			Deuda externa total	
	2002	2003	2004	1997	2000	2004	2000	2004
Asia <sup>2</sup>	-4,4	-4,1	-3,5	26	41	43	27	21
China	-3,0	-2,5	-1,5	11	22	25	14	14
India <sup>3</sup>	-9,5	-9,4	-9,1	59	66	78	25	19
Otros países de Asia <sup>2, 4</sup>	-1,8	-2,0	-1,8	25	55	45	58	41
América Latina <sup>2, 5</sup>	-2,8	-2,5	-0,9	37	45	59	37	43
Argentina	-1,5	0,5	2,7	35	46	121	55	111
Brasil	-4,6	-5,1	-2,7	34	49	52	36	34
México	-1,2	-0,6	-0,4	47	42	44	26	21
Europa central <sup>2, 6</sup>	-5,2	-6,5	-4,3	40	36	45	45	42
Rusia	1,3	1,5	3,0	54	56	20	67	36
Turquía	-12,6	-8,8	-3,9	53	57	81	60	53
Sudáfrica	-0,7	-2,5	-2,1	49	44	38	28	19

<sup>1</sup> Las definiciones varían según los países. Algunos datos para 2004 son estimaciones y proyecciones. <sup>2</sup> Media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2000. <sup>3</sup> La deuda pública incluye la de las Administraciones centrales y estatales. Los ejercicios fiscales comienzan en abril. <sup>4</sup> Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. <sup>5</sup> Argentina, Brasil, Chile, México y Perú. <sup>6</sup> Hungría, Polonia y República Checa (excepto para la deuda externa).

Fuentes: Banco Africano de Desarrollo; Comisión Económica para América Latina y el Caribe; FMI; Comisión Europea, *Economic Forecasts*; Instituto de Finanzas Internacionales (IIF); JPMorgan Chase, *Emerging Markets Debt and Fiscal Indicators*; Moody's; datos nacionales.

Cuadro III.4

su superávit primario o bien utilizaron parte de sus ingresos procedentes del encarecimiento de las materias primas para amortizar deuda en circulación.

En muchos casos, también mejoró la composición de la deuda. Así lo demuestra el mayor recurso al endeudamiento interno con respecto al externo en países con una situación fiscal vulnerable. En Brasil y México, por ejemplo, la proporción de deuda pública nacional sobre la deuda total en circulación aumentó alrededor de cinco puntos porcentuales el último año. Otro indicador lo constituye la decreciente proporción de pasivos a corto plazo en el total de la deuda interna en determinados países, lo que ha reducido el riesgo de refinanciación. Además, las autoridades fiscales de algunos países han podido reducir su exposición al riesgo cambiario disminuyendo el porcentaje de deuda vinculada al tipo de cambio. Así, en Brasil, el porcentaje de bonos indexados al dólar en el total de la deuda nacional cayó del 37% de finales de 2002 al 10% a finales de 2004.

De forma similar, la situación fiscal ha mejorado notablemente en Turquía desde la crisis de 2001. El superávit primario del sector público consolidado se incrementó hasta el 6,5% del PIB el año pasado y las autoridades redujeron hasta el 18% el porcentaje de activos vinculados a divisas en el total de deuda interna al final de 2004, desde el 36% al cierre de 2001. Su mejor situación fiscal le permitió a Turquía celebrar con el FMI un nuevo acuerdo de derecho de giro en mayo de 2005.

En cambio, en Europa central los desequilibrios fiscales todavía son considerables. Hungría redujo el año pasado su déficit presupuestario

Mejor composición de la deuda



al 4,5% del PIB, cuando en 2002–03 superaba el 7%. En 2004, el déficit en Polonia resultó menor del previsto inicialmente debido al fuerte crecimiento económico de 2004; aún así, el desequilibrio fiscal se mantuvo elevado.

La situación fiscal de África mejoró el año pasado, como consecuencia de su mayor crecimiento económico, del encarecimiento de los productos básicos y, en muchos casos, de las medidas para mejorar la gestión fiscal. En Sudáfrica, donde el Gobierno ha redoblado la inversión en infraestructuras y el gasto social, la política fiscal nacional ha sido expansiva.

Una razón que invita al optimismo en cuanto a la continuidad de las recientes mejoras es el hecho de que varios países han legislado la responsabilidad fiscal con el objetivo explícito de disciplinar la política fiscal. Un ejemplo notable es Chile, que introdujo en el año 2000 una regla de superávit presupuestario estructural del 1% del PIB que se ha respetado tanto en las fases alcistas como bajistas del ciclo. Con las crecientes rentas del cobre, el superávit presupuestario total llegó a sobrepasar el 2% del PIB el año pasado. En Brasil, la ley de responsabilidad fiscal del año 2000 ha tenido un impacto parecido, al fijar un objetivo de superávit primario para cada nivel del Gobierno y prohibir los programas de gasto continuo sin financiación comprometida, lo que ha permitido aislar los programas fiscales de los ciclos electorales. Es probable que esta ley haya reforzado la confianza de los inversionistas, contribuyendo así a reducir la elevada prima de riesgo que el país tenía que pagar en su deuda denominada en moneda extranjera. Otros países como Colombia, la India y Perú también han introducido recientemente leyes de responsabilidad fiscal.

Sin embargo, el optimismo acerca del carácter permanente de las mejoras fiscales debe ser moderado. En los dos últimos años, la coyuntura económica ha sido muy favorable para las autoridades fiscales. Mientras el fuerte crecimiento aumentaba la recaudación tributaria, los bajos tipos de interés, tanto internos como externos, acompañados de tipos de cambio al alza, han reducido drásticamente el coste del servicio de la deuda. No obstante, los niveles de endeudamiento en algunos países continúan demasiado altos. En algunos casos, el alto porcentaje que representa la deuda a corto plazo y con tipo de interés flotante sobre el total de la deuda interna supondrá un grado de exposición significativo cuando llegue a su fin la fase actual de relajación generalizada de las políticas monetarias. En Brasil y Turquía, por ejemplo, la deuda con tipo de cambio flotante representaba el 50% y el 40%, respectivamente, del total de la deuda a finales de 2004. En Asia, dado el importante coste financiero de las subvenciones al petróleo, los equilibrios presupuestarios siguen siendo especialmente vulnerables a los incrementos del precio del crudo.

#### *¿Inflación más estable?*

La inflación media en el conjunto de los países emergentes cayó desde el 13% registrado en la segunda mitad de la década de los 90 hasta el 5,5% en 2000–04. Las reducciones más notorias han tenido lugar en países que tradicionalmente han soportado tasas de inflación medias o altas (véase el

¿Son sostenibles las mejoras fiscales?

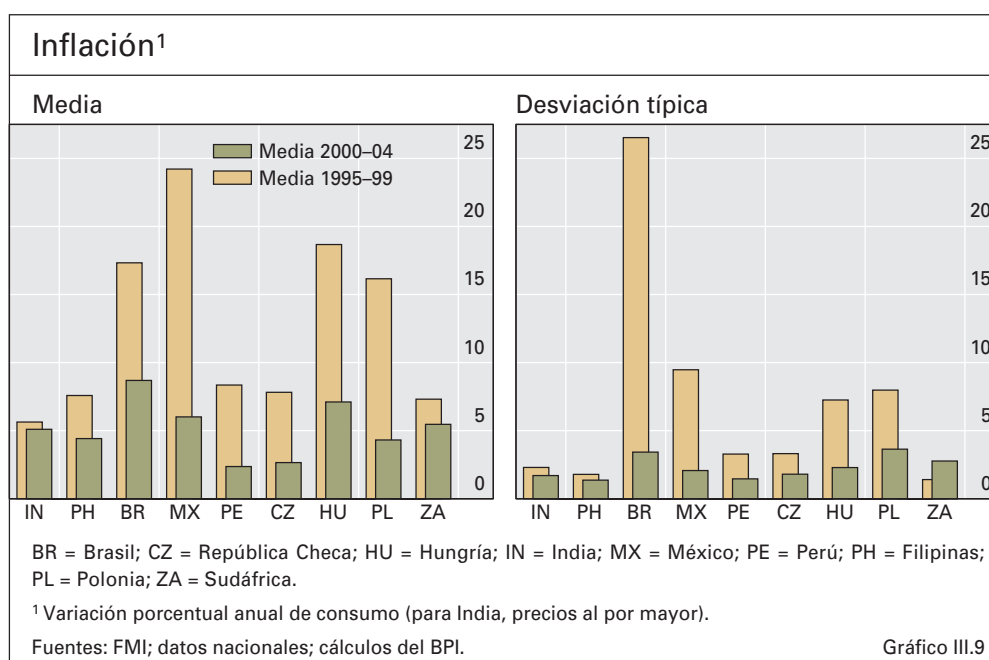
Gráfico III.9). Al mismo tiempo, la volatilidad de la inflación se ha reducido de manera considerable en la mayoría de los casos. Mientras se perciba que la inflación está controlada, la confianza de los inversionistas podría salir reforzada y podrían reducirse las primas de riesgo impuestas a la deuda de los países emergentes. Además, un nivel de inflación bajo debería dotar a los bancos centrales de mayor flexibilidad para responder a perturbaciones externas, incluidas las de los precios relativos.

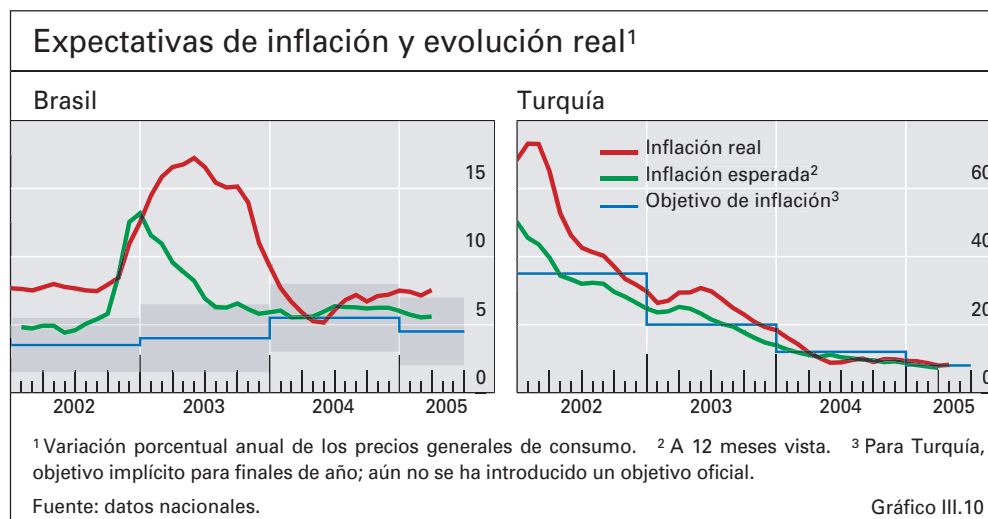
Como se examinó en el Capítulo II, varios factores generalizados han conducido la inflación a niveles bajos: mayor capacidad de competir en los mercados, transmisión reducida de las variaciones del tipo de cambio y de los precios de los productos básicos a los precios de consumo finales y, en determinados casos, mejoras significativas de la productividad. De acuerdo con esto, la inflación subyacente ha permanecido baja en muchas economías emergentes en los últimos años (véase el Gráfico II.4 del Capítulo II). Pero la reducida inflación también refleja el asentamiento de nuevos marcos de política monetaria en los países emergentes, donde las autoridades han introducido objetivos explícitos de inflación o bien han perfeccionado de algún otro modo su control de la inflación. La tasa media de inflación de las 12 economías emergentes más importantes que han adoptado sistemas formales de objetivos de inflación ha caído del 11% registrado en los tres años previos a la introducción de este sistema al 5% tras su implantación.

En varios casos, la mayor solidez de las políticas monetaria y fiscal parece haber conferido mayor credibilidad a las autoridades y haber rebajado las expectativas de inflación. En años recientes, por ejemplo, se han estabilizado los tipos de interés de los bonos a largo plazo en muchos países, en especial de América Latina. Además, las expectativas de inflación parecen haber caído de forma especialmente acentuada en países donde habían sido altas y volátiles. En Brasil, por ejemplo, una combinación de políticas fiscales

Los cambios en la política monetaria reducen la inflación

Mayor credibilidad de los bancos centrales





y monetarias restrictivas ha vuelto a reducir la inflación, tras haberse alcanzado de sobra el objetivo en 2002. Además, el sector privado respondió rápidamente reduciendo sus previsiones de inflación (véase el Gráfico III.10). Igualmente, Turquía ha conseguido estabilizar en los últimos meses tanto la inflación real como la esperada en cifras inferiores a dos dígitos. En ambos casos, sin embargo, los tipos de interés reales permanecen altos, lo que parece indicar que el riesgo de inflación todavía está presente en la mente de los participantes en el sector financiero, a pesar de que la inflación media esperada es muy inferior.

#### *¿Menor vulnerabilidad externa?*

Los superávits por cuenta corriente y las reservas de divisas en países con economías de mercado emergentes se han incrementado, gracias en parte a políticas macroeconómicas más responsables y estables. La proporción entre deuda externa y PIB también ha disminuido (véase el Cuadro III.4), al igual que la carga de la deuda. En Chile, por ejemplo, el banco central utilizó reservas de divisas para hacer frente al pago de su deuda interna denominada en moneda extranjera que vencía en el plazo de un año. Rusia ha utilizado también parte de sus reservas de divisas para amortizar su deuda con el FMI. Este tipo de mejoras tuvo su reflejo en una serie de revisiones al alza de la calificación crediticia de emisores soberanos en el segundo semestre de 2004.

El mayor riesgo puede residir en un posible vuelco del ciclo del crédito internacional, que podría empeorar la relación real de intercambio y ampliar los diferenciales de crédito al mismo tiempo. También preocupa que el porcentaje de deuda externa a corto plazo sobre el total haya continuado relativamente alto en algunos países emergentes, alcanzando de media en 2004 un 11% en Asia y un 13% en América Latina (3% y 6% del PIB, respectivamente). Caben varias explicaciones al respecto; a saber, puede que no sea fácil para los emisores del sector privado acceder al crédito externo a largo plazo, y la deuda a corto plazo puede parecer más barata. Además, para reducir la vulnerabilidad externa, parece que algunos Gobiernos

Un posible vuelco del ciclo de crédito

han optado por acumular reservas en moneda extranjera en vez de alargar los vencimientos de la deuda.

La acumulación de reservas fue particularmente intensa en Asia durante 2004, pero también ha sido significativa en otras regiones emergentes. Los costes de financiación de esta práctica se han reducido gracias a los tipos de interés internos relativamente bajos. En Brasil, el banco central redobló sus esfuerzos para adquirir moneda extranjera antes de la decisión del Gobierno de interrumpir su programa con el FMI en marzo de 2005. En muchos casos, no obstante, las reservas de divisas acumuladas exceden en la actualidad las medidas habituales de suficiencia de reservas en países emergentes. Por ejemplo, a finales de 2004, la proporción de reservas brutas sobre deuda externa a corto plazo superaba con mucho el umbral convencional de 1 en casi todos los países. En respuesta a estas circunstancias y reconociendo los costes que conlleva el mantenimiento de reservas, México ha tratado de restringir su acumulación de reservas, de manera que parte del aumento de las reservas de divisas se vende de manera automática si se supera cierto límite.

Los riesgos  
derivados de las  
reservas

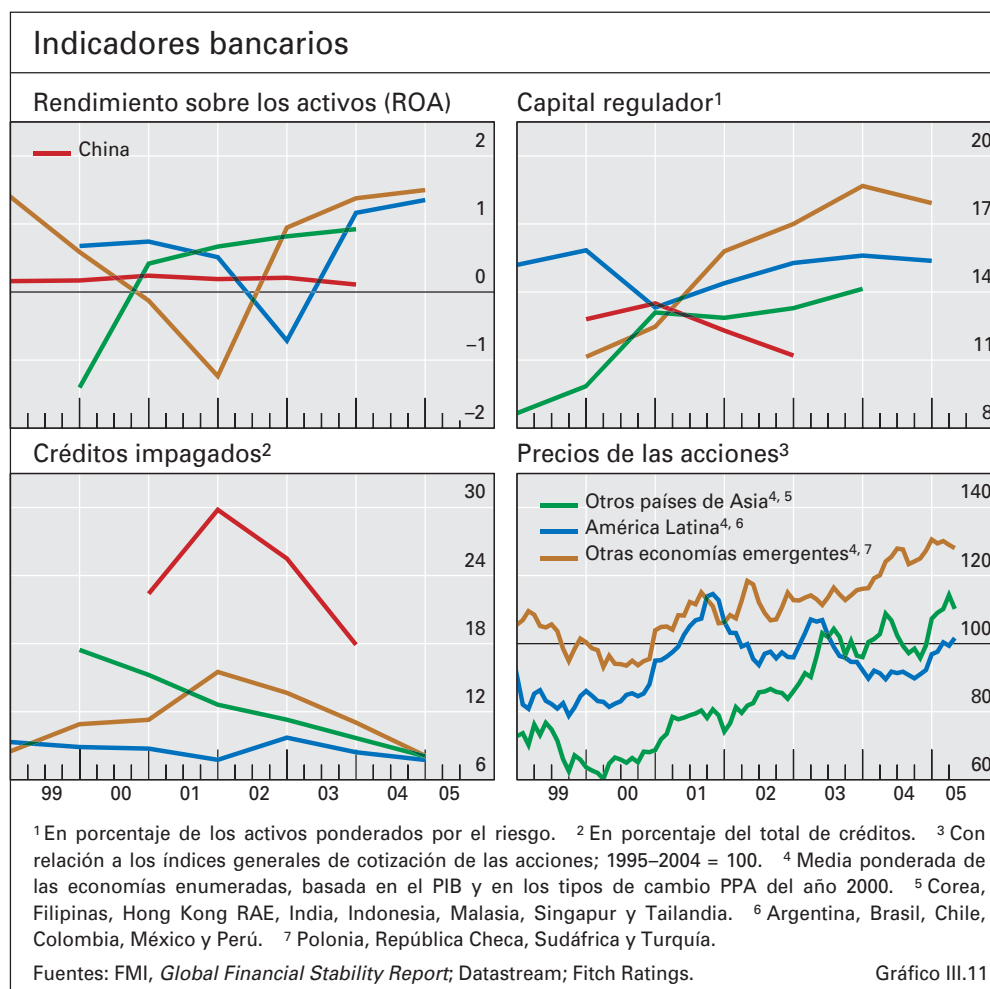
### ¿Son más sólidos los sistemas bancarios?

Las perspectivas a medio plazo para las economías emergentes se han visto favorecidas por una mejora significativa y generalizada de los resultados bancarios. En primer lugar, la rentabilidad medida por la tasa de rendimiento sobre los activos (ROA) (véase el Gráfico III.11, panel superior izquierdo), ha tendido a elevarse, como ocurrió en 2004 cuando los bancos de varios países emergentes registraron elevados beneficios. Factores cíclicos como el fuerte crecimiento y los bajos tipos de interés mundiales han influido sin duda en el impulso de la rentabilidad. En la India, por ejemplo, la intensa demanda y la reanimación de la actividad industrial han incrementado el crédito y los ingresos por intereses asociados, mientras que el descenso de los tipos de interés a largo plazo entre 2001 y 2004 permitió a los bancos indios registrar beneficios por la venta de valores públicos. Además, en algunos países se están superando antiguas dificultades del sector financiero. En Corea, por ejemplo, los beneficios de la banca se quintuplicaron en 2004, a medida que se resolvían los problemas con el crédito hipotecario.

Mejores resultados  
bancarios ...

En segundo lugar, la calidad de los balances de los bancos ha mejorado. Los coeficientes de capital regulador se han elevado en algunas regiones (véase el Gráfico III.11, panel superior derecho). En Brasil, por ejemplo, los coeficientes de suficiencia de recursos propios han aumentado en los últimos años hasta alcanzar en 2004 una media del 18,3%, muy por encima del 11% mínimo exigido. Estos coeficientes de capital regulador alcanzaron promedios de alrededor del 12% en Corea y Tailandia en 2004, y más del 20% en Turquía. En algunos casos, los coeficientes de capital superiores son reflejo de la recapitalización de los sistemas bancarios, bien por parte de los Gobiernos tras las crisis de finales de los años 90, bien a través de la inversión extranjera en el sector bancario. No obstante, los incrementos en la rentabilidad, a veces asociados con reducciones significativas de los préstamos en mora, también

... balances más  
sólidos ...



han jugado un papel importante. El descenso de la morosidad ha sido especialmente acentuado en Asia (véase el Gráfico III.11, panel inferior izquierdo), aunque los préstamos en mora continúan siendo un problema en Filipinas, Tailandia y China (véase más adelante). Si bien estos datos apuntan sin duda a una mejora, también deben ser interpretados con cautela. Por ejemplo, la mejora en los coeficientes de capital podría estar reflejando en algunos casos simplemente una reducción temporal del valor de los activos ponderados por su riesgo. Así ocurriría si una reducción en la volatilidad de los precios de los activos bancarios, en la coyuntura financiera actual relativamente favorable, redujese las estimaciones del riesgo de mercado. Los coeficientes de capital podrían entonces empeorar de nuevo si la volatilidad se incrementase. Más adelante se analizan otros asuntos relativos a la medición de la suficiencia de recursos propios en las economías emergentes.

La mejora de los resultados bancarios se ha visto acompañada de una mejor percepción por parte del mercado. Como ilustra el Gráfico III.11 (panel inferior derecho), la relación entre los índices de precios de las acciones bancarias y los índices bursátiles generales ha tendido a elevarse o se ha mantenido plano en los últimos años en la mayoría de las principales regiones emergentes, aun considerando la subida generalizada de las cotizaciones de las acciones. En el Asia emergente, excluida China, los precios relativos de las acciones bancarias se han comportado especialmente bien en

... mejor percepción del mercado ...

promedio, aunque ha habido importantes diferencias entre países. En la India, el índice relativo se ha duplicado con creces desde el año 2000, mientras que en Indonesia se mantuvo plano. En claro contraste con lo anterior, este índice se ha reducido en líneas generales en Corea y Singapur y ha caído de forma más acusada en Filipinas y Tailandia. En América Latina, los precios relativos de las acciones bancarias mexicanas se comportaron mejor que la media de la región, que se mantuvo inalterada. Por último, los precios relativos de las acciones bancarias han seguido una tendencia alcista en los últimos años en Europa central, Turquía y también en Sudáfrica, pero han caído bruscamente en Rusia desde la crisis de 1998.

Otra medida de la capacidad de reacción inherente a los sistemas bancarios no da tanto pie al optimismo. Un indicador ampliamente utilizado para calcular la probabilidad de que una institución financiera necesite ayuda financiera externa se ha mantenido en general plano o ha mejorado tan sólo ligeramente en los últimos años. Esto apunta a que buena parte de los mejores resultados bancarios que indican los informes financieros obedece en gran medida a factores cíclicos. En concreto, las recientes mejoras de la calificación crediticia de la deuda bancaria exterior en países emergentes es consecuencia no sólo de la mejora de las variables fundamentales del sector bancario, sino también de la mayor capacidad de los Gobiernos para apoyar al sector financiero, que también quedó reflejada en las recientes revisiones al alza de las calificaciones crediticias de emisores soberanos.

La situación de los bancos en China es especialmente difícil de evaluar. Por un lado, los datos disponibles apuntan a un descenso de la rentabilidad sobre los activos y a una menor suficiencia de capital de los bancos en los últimos años. Por otro lado, también ha habido importantes reducciones de los créditos en mora. China ha invertido cantidades ingentes de recursos para recapitalizar bancos y atajar el problema de sus créditos fallidos. El Gobierno emitió 270.000 millones de yuanes (unos 32.500 millones de dólares) en bonos del Tesoro especiales para la recapitalización de bancos en 1998, y en 1999 creó compañías de gestión de activos para hacerse cargo de un billón de yuanes en créditos en mora. Desde 2003, tres grandes bancos han sido recapitalizados, con una inversión de 60.000 millones de dólares en reservas de moneda extranjera. Esto ha ido asociado también a la amortización de créditos impagados.

También es posible hasta cierto punto que los índices de morosidad hayan caído en los últimos años debido al rápido crecimiento de la inversión crediticia. Ahora bien, esta situación podría revertirse si la calidad del nuevo crédito fuera insuficiente, lo que dependerá en gran medida de hasta qué punto la concesión de crédito se base ahora en la rentabilidad económica esperada más que en directrices del Gobierno. Según una encuesta del Banco Popular de China, los factores responsables de anteriores créditos fallidos fueron el crédito dirigido por el Gobierno, los impagos de empresas públicas en créditos dirigidos y la intervención de los Gobiernos locales en las decisiones de financiación. La imagen del sector empresarial —bancos incluidos— se ha visto dañada por problemas de gobierno corporativo

... ¿pero aumento limitado de la fortaleza financiera?

Los bancos chinos, difíciles de evaluar

ampliamente difundidos. Con todo, el Gobierno está tratando de solucionar estos problemas en el sector bancario a través de cambios en la dirección y de la diversificación de la propiedad.

*Factores que influyen en los riesgos del sector bancario*

Cuatro fuentes de riesgo

La capacidad de reacción del sector bancario dependerá de los tipos de riesgo a los que se vea expuesto. Cuatro aspectos merecen atención al respecto: primero, la exposición derivada del rápido aumento del crédito a los hogares; segundo, el riesgo de exposición a desajustes cambiarios; tercero, la importante exposición de los bancos a la deuda pública a largo plazo; y, por último, la exposición a cambios en la estructura bancaria y a un entorno cada vez más competitivo.

Más crédito a los hogares

Como se mencionó antes, el repunte de la actividad económica en las economías emergentes en los últimos años se asocia a un fuerte incremento del crédito a los hogares. Esto refleja tanto una mayor demanda de productos crediticios, debido a los factores citados anteriormente, como un crecimiento de la oferta, al estimar los bancos que el crédito a los hogares les brinda una oportunidad lucrativa y relativamente fiable de diversificar su actividad crediticia más allá del sector empresarial. Este viraje hacia el crédito a los hogares podría acarrear problemas al sector bancario. La deuda contraída con tarjetas de crédito se ha expandido rápidamente y el gran aumento de impagos asociados a este tipo de deuda ya ha creado importantes problemas en Corea en los últimos años. El endeudamiento hipotecario es más seguro para los bancos que cualquier otro tipo de crédito a particulares, debido a la garantía que ofrece el inmueble, pero los rápidos incrementos en los precios inmobiliarios antes señalados imponen la prudencia. Un descenso del precio de la vivienda expondría a los bancos directamente al riesgo de impago en créditos asociados a la propiedad inmobiliaria, además de poder tener efectos indirectos si una reducción en la riqueza de los hogares y en el consumo tuviera consecuencias macroeconómicas e incrementara aún más las pérdidas por impagos (véase en el Capítulo VII una argumentación más detallada de estos efectos en el contexto de los mercados desarrollados).

Respuestas de política económica

Las políticas económicas adoptadas en varios países emergentes también ponen de manifiesto la inquietud por si los sistemas prudenciales existentes y los mecanismos de mercado no consiguieran contener el riesgo que representan para los bancos las subidas drásticas de los precios inmobiliarios. Por ejemplo, aunque el aumento de estos precios en Corea se ha moderado, el Gobierno ha mantenido medidas que penalizan la especulación en los mercados inmobiliarios y, en algunos casos, ha prohibido las transacciones con inmuebles hasta que cedan las presiones especulativas detectadas. A principios de 2005, las autoridades chinas intentaron enfriar el mercado inmobiliario en algunas ciudades, especialmente en Shanghai, con distintas medidas administrativas. Elevaron el pago inicial requerido del 20% al 30% y eliminaron el tipo de interés preferencial de que disfrutaba la financiación hipotecaria. Además, aplicaron un impuesto del 5,5% sobre las plusvalías obtenidas por la venta de inmuebles comprados en los doce meses anteriores. En Tailandia, también se ha incrementado la cuantía de dicho pago inicial.

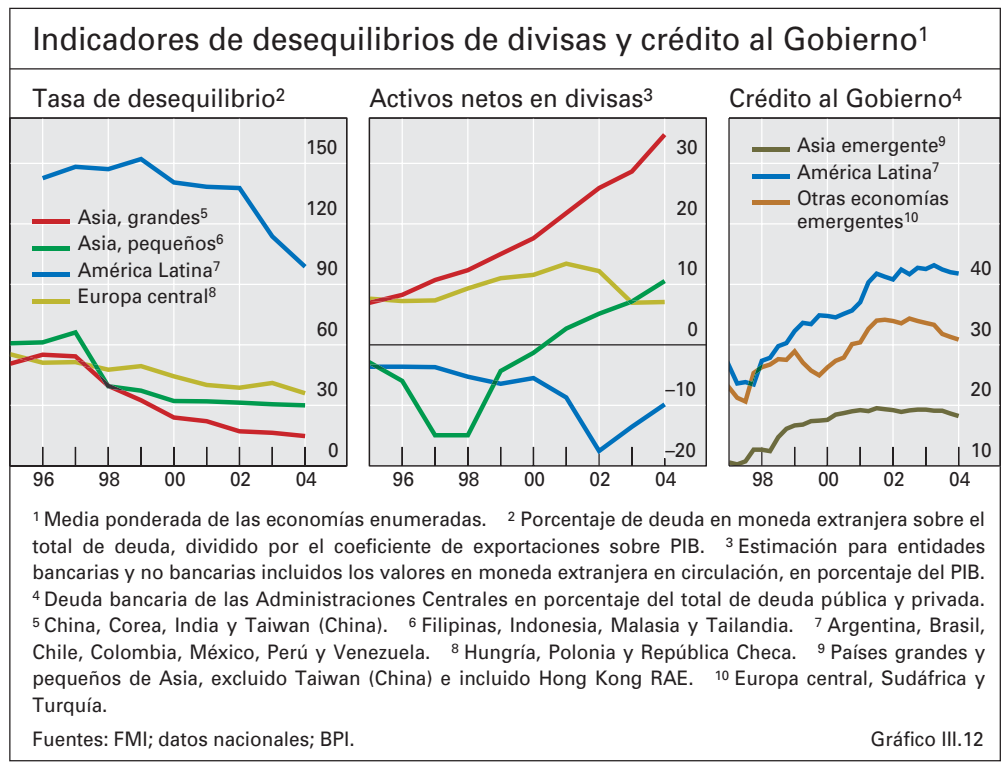
Las innovaciones financieras recientes pueden reducir los riesgos derivados de la concesión de crédito a los hogares o permitir ampliar su dispersión. Con respecto a la reducción del riesgo, la proliferación de oficinas de crédito está mejorando la evaluación de la capacidad de los prestatarios para afrontar el servicio de su deuda. En cuanto a la distribución del riesgo, cada vez se recurre más a la titulización de la deuda o a su reconfiguración de forma que limite la exposición de los acreedores. Por ejemplo, el mercado coreano de títulos respaldados por hipotecas creció significativamente en 2004 y ya se han concluido algunas operaciones transfronterizas de titulización. Por otra parte, países como China o Tailandia, entre otros, también han tomado medidas que podrían permitir la titulización de hipotecas en un futuro próximo. Sin embargo, muchas de estas innovaciones podrían conllevar riesgos de los que se tiene un conocimiento imperfecto.

Las innovaciones financieras reducen los riesgos

Un segundo riesgo al que los sistemas bancarios podrían estar expuestos son los desajustes cambiarios en la economía en general. A lo largo de la última década, el grado de desproporción entre las distintas monedas en las principales regiones ha disminuido drásticamente, como indica la medida del porcentaje de deuda en moneda extranjera sobre las exportaciones. La posición neta en moneda extranjera también ha mejorado (véase el Gráfico III.12, paneles izquierdo y central). Sin embargo, en algunos países, sobre todo en Asia, esto es reflejo de voluminosas reservas de divisas en sus bancos centrales; de hecho, los desajustes cambiarios en el sector privado continúan siendo importantes en varios países. Esto apunta a la necesidad de asegurar que el sector financiero gestione con suficiente solicitud los riesgos asociados a estos desajustes.

Los desajustes cambiarios del sector privado son un problema ...

Un tercer motivo de preocupación es la exposición del sector bancario a los emisores soberanos, que ha tendido a aumentar en todas las regiones



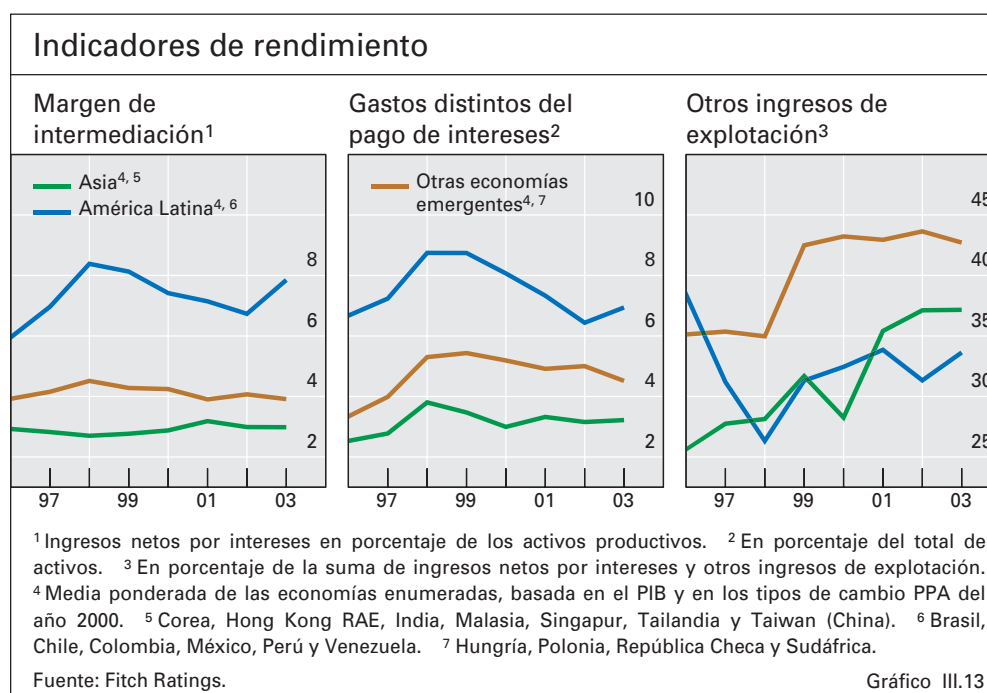


... al igual que la exposición a la deuda pública

Las presiones competitivas han aumentado

emergentes (véase el Gráfico III.12, panel derecho). En algunos casos, los incrementos en las tenencias de deuda pública por parte de los bancos es consecuencia de la recapitalización bancaria tras una crisis. En otros casos (por ejemplo en la India), los bancos han sido tradicionalmente los mayores tenedores de bonos del Gobierno. Esto suscita la preocupación de que los bancos pudieran verse expuestos al riesgo de mercado asociado; a saber, al hecho de que tipos de interés a largo plazo más altos pudieran generar minusvalías, riesgo éste no siempre cubierto en las economías emergentes.

Por último, la capacidad de adaptación del sector bancario depende también de las presiones competitivas y de características estructurales. Al haberse intensificado en muchos países, estas presiones podrían mejorar la eficiencia bancaria. Al mismo tiempo, las presiones sobre la rentabilidad, consecuencia del recrudecimiento de la competencia, reducen en la práctica el valor de franquicia del sector bancario y favorecen el giro hacia líneas de negocio menos convencionales potencialmente más arriesgadas (véase en el Capítulo VII la sección sobre rentabilidad bancaria en un contexto de mercados desarrollados). Las presiones competitivas no siempre han ido acompañadas de una reducción de los márgenes de intermediación, en los que también influyen otros factores (véase el Gráfico III.13). Por ejemplo, estos márgenes han ido estrechándose en México, mientras que en Brasil se han incrementado recientemente. No obstante, en algunos mercados emergentes los gastos distintos de intereses pasivos han disminuido, lo que indica una mejora de la eficiencia, al tiempo que ha aumentado la proporción que representan otros ingresos de explotación (excluidos intereses activos) en el total de ingresos de los bancos, a medida que éstos han comenzado a expandirse más allá de la actividad crediticia tradicional. Como resultado de las presiones competitivas, estas



tendencias positivas están ya sólidamente establecidas en los países industrializados (véase el Capítulo VII).

Al mismo tiempo, tres tendencias concretas observadas en la estructura del mercado podrían contribuir a mejorar la capacidad de adaptación del sector bancario. Primero, la reducción generalizada de la concentración bancaria que tuvo lugar hasta mediados de los años 90 ha mostrado desde entonces tendencia a estabilizarse o a invertirse en varios países. Los estudios en este sentido apuntan a que el aumento de la concentración bancaria reduce la probabilidad de crisis en el sector. La razón estriba en que los bancos más grandes pueden diversificar el riesgo más fácilmente, son capaces de obtener mayores beneficios y a los depositantes les resulta más fácil su seguimiento.

La segunda tendencia es la progresiva reducción de la proporción de activos en bancos del sector público, aunque en algunos países el porcentaje aún es alto. Cuando la banca pública tiene gran presencia, tiende a dificultar la evolución de los mercados financieros. Además, los bancos públicos de las economías emergentes no han obtenido tan buenos resultados como los privados, según criterios convencionales de medición del rendimiento financiero, ya que de ellos se esperan determinados objetivos públicos, sin tener en cuenta su impacto en la rentabilidad. Según estimaciones del Banco Interamericano de Desarrollo, los bancos de titularidad pública en América Latina cobran tipos de interés menores que la banca privada sobre sus préstamos, tienen tasas de morosidad más altas y obtienen menores rentabilidades sobre sus activos. La banca pública también paga menores tipos de interés sobre depósitos que la privada, lo que induce a pensar que se están utilizando para subsidiar a sus prestatarios.

Finalmente, los bancos extranjeros han ocupado un lugar cada vez más destacado en este sentido, principalmente en América Latina y Europa central y oriental. Además de estimular la competencia de manera más generalizada, también son muy activos al introducir innovaciones en las economías de mercado emergentes, muchas de las cuales contribuyen a mejorar los procedimientos de gestión del riesgo. Asimismo, los bancos foráneos pueden prestar apoyo financiero al sistema bancario, ya que son menos vulnerables al riesgo específico (sistémico) del país, menos sensibles a los ciclos del país de acogida y pueden obtener liquidez en moneda extranjera en momentos de dificultades financieras. De estos asuntos se ha ocupado en sus últimos informes el Comité sobre el Sistema Financiero Global.

Aunque se espera que en conjunto estas tres tendencias refuercen los sistemas bancarios de los países emergentes, persisten algunas preocupaciones. En determinadas circunstancias, un mayor nivel de concentración puede debilitar el sistema bancario, por ejemplo si dicho aumento conduce a la creación de bancos con un mayor grado de opacidad, si a las autoridades les resulta difícil negarles su apoyo o si la nueva entidad es el resultado de la fusión de bancos de baja rentabilidad. La entrada de la banca extranjera también podría plantear problemas como una posible vulnerabilidad ante perturbaciones que afecten a la empresa matriz, pérdidas de información cuando los bancos nacionales sean adquiridos y dejen de cotizar en el mercado bursátil local, falta de acceso a los órganos decisorios

Concentración ...

... función reducida del sector público ...

... y mayor entrada de banca extranjera

Algunas complicaciones

en el banco matriz cuya actuación pueda tener un fuerte impacto para la sucursal del banco extranjero y para el país anfitrión, así como dificultades para conseguir el nivel necesario de comunicación entre los supervisores de los países de origen y de acogida.

### *El marco regulador*

La regulación y la supervisión han mejorado ...

Varias economías emergentes han tomado medidas para mejorar la regulación y la supervisión bancarias y, en algunos casos, ya han desarrollado sistemas bastante sofisticados para el control de sus sistemas bancarios. En otros casos, sin embargo, los avances de los últimos años en el marco regulador han sido limitados. Los análisis de estabilidad financiera llevados a cabo recientemente por el FMI y el Banco Mundial, orientados en parte a determinar los progresos en la aplicación de los Principios Básicos de Basilea para una supervisión bancaria eficaz, sugieren que aún existen ciertas deficiencias en la supervisión bancaria.

... pero quedan asuntos pendientes

Cuatro asuntos resultan especialmente problemáticos. El primero es la ausencia de supervisión consolidada en algunos países. Esto aumenta el riesgo de que filiales de instituciones bancarias atraviesen por dificultades financieras que no se detecten a tiempo, lo que puede perjudicar al sector financiero y a la economía en general. Una segunda preocupación tiene que ver con las deficiencias en la gestión del riesgo. Muchos países no han logrado establecer una buena cultura de gestión del riesgo en sus instituciones bancarias, de modo que el cumplimiento de la regulación bancaria tiende a ser en buena medida mecánico. Al mismo tiempo, la regulación de la exposición al crédito y de los préstamos conexos no suele considerarse suficientemente estricta. A esto cabe añadir que en algunos países existe una regulación insuficiente sobre la gestión del riesgo de mercado. Un tercer asunto es el problema de la medición de los resultados bancarios. Algunas medidas clave de este rendimiento pueden dar una imagen distorsionada de los riesgos a los que se expone el sistema financiero. Por ejemplo, los coeficientes de suficiencia de capital a veces no se calculan sobre bases consolidadas, la ponderación de riesgos no es correcta por carecerse de medidas apropiadas, o se computan componentes del capital indebidos. Por último, las acciones correctoras suelen ser deficientes, lo que reduce los incentivos para una gestión diligente de los riesgos. Tales deficiencias incluyen la excesiva lenidad (es decir, la disposición de los reguladores a posponer las medidas correctoras cuando se sobrepasan ciertos umbrales), la falta de capacidad o autoridad supervisora para intervenir oportunamente, y la inexistencia de inmunidad para los supervisores. Aunque se ha avanzado en la legislación concursal en algunos países, subsisten tremendos problemas en torno a la defensa efectiva de los derechos de los acreedores.