

III. Las economías de mercado emergentes

Aspectos más destacados

La incertidumbre sobre las perspectivas para las economías de mercado emergentes (EME) aumentó durante el periodo analizado. Aunque su crecimiento volvió a superar ampliamente al del resto del mundo, las potenciales ondas de choque de la convulsión en los principales mercados acrecentaron el riesgo de una desaceleración en las EME. Así, las bolsas en muchas de ellas, que se revalorizaron con brío durante gran parte de 2007, cayeron a principios de 2008, sugiriendo una reducción de las expectativas de crecimiento. Al mismo tiempo, los fuertes encarecimientos del petróleo y los alimentos acrecentaron las presiones inflacionistas. Al igual que en las economías industriales avanzadas, estas fuerzas contrapuestas han creado un importante dilema para la política monetaria de las EME. Otra complicación reside en la resistencia que muchos países continúan oponiendo a la apreciación de sus monedas. Asimismo, con el descenso de las tasas de interés en Estados Unidos, se han ampliado los diferenciales entre los rendimientos en moneda local y en dólares. Esto ha atraído nuevas entradas de capital, lo que dificulta el endurecimiento de la política monetaria ante la creciente inflación.

El desarrollo de los acontecimientos en las economías industriales avanzadas también podría plantear importantes retos. En primer lugar, una desaceleración pronunciada en Estados Unidos dañaría a aquellas EME que, pese a haber mostrado hasta ahora una destacable capacidad de reacción, todavía dependen significativamente de la demanda externa. En segundo lugar, unas condiciones más restrictivas en los mercados financieros internacionales podrían limitar a aquellas economías emergentes con abultados déficits por cuenta corriente y a aquellas que recurren a la financiación bancaria transfronteriza.

Evolución macroeconómica

Fuerte
crecimiento...

El crecimiento del conjunto de las economías de mercado emergentes en 2007 fue del 7,7%, por encima del ya vigoroso 7% registrado en promedio en el período 2003–06 (véase el Cuadro III.1). Las proyecciones actuales sitúan el crecimiento en 2008 alrededor del 6,7%, pese a la intensa ralentización en las economías avanzadas que contemplan las previsiones de consenso.

... con riesgos
sesgados a la baja

El patrón de los últimos años se repite, ya que la demanda interna sigue siendo el factor que más ha contribuido al crecimiento económico en todas las regiones con economías emergentes, como consecuencia del fuerte consumo privado y del gasto en inversión (véase el Gráfico III.1). Las exportaciones netas también han contribuido positivamente al crecimiento de China y otros

Crecimiento del producto, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real ¹			Precios de consumo ¹			Balanza por cuenta corriente ²		
	2003-06	2007	2008	2003-06	2007	2008	2003-06	2007	2008
Total EME	7,0	7,7	6,7	5,4	5,5	7,0	439	788	803
Asia emergente	8,4	9,2	7,9	3,3	4,2	5,8	238	522	457
China	10,5	11,9	10,0	2,1	4,8	6,3	131	372	348
India ³	8,9	8,7	7,7	5,5	4,6	6,0	-2	-15	-23
Otros Asia ⁴	5,2	5,8	4,9	3,7	3,0	5,0	109	166	132
América Latina	4,5	5,6	4,5	6,3	6,1	6,6	32	27	-10
Brasil	3,4	5,4	4,8	6,4	4,5	5,1	11	3	-22
México	3,4	3,2	2,6	4,1	3,8	4,2	-6	-7	-11
Otros América Latina ⁵	6,9	7,9	5,9	8,1	10,0	10,6	27	31	23
Europa emergente	6,1	5,6	4,6	7,3	5,6	7,1	-64	-119	-146
Polonia	4,8	6,5	5,3	1,9	2,4	4,2	-8	-16	-24
Turquía	7,5	4,5	4,0	14,0	8,8	9,7	-20	-38	-45
Otros Europa emergente ⁶	5,7	5,9	4,8	5,0	5,0	6,7	-37	-65	-78
Rusia	7,1	8,1	7,3	11,7	9,0	12,3	69	80	81
África ⁷	5,9	6,3	6,3	7,1	6,3	7,5	11	2	22
Sudáfrica	4,6	5,1	4,1	3,8	7,1	8,5	-9	-21	-21
Oriente Medio ⁷	6,1	5,8	6,1	6,6	10,4	11,5	151	275	398
<i>Pro memoria: G-7</i>	2,4	2,3	1,4	2,1	2,1	3,0	-478	-457	-433

Las estimaciones para 2008 se basan principalmente en las previsiones de consenso de mayo, excepto para Europa emergente y Rusia. Las previsiones para África y Oriente Medio proceden del FMI.

¹ Variación porcentual anual. Las cifras totales y regionales son medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005. Media del periodo; excepto para América Latina: fin del periodo. ² En miles de millones de dólares de EEUU. Las cifras totales y regionales corresponden a la suma de las economías enumeradas. ³ Los datos corresponden a ejercicios fiscales que comienzan en abril; las cifras de inflación corresponden a precios al por mayor. ⁴ Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). ⁵ Argentina, Chile, Colombia, Perú y Venezuela. ⁶ Albania, Bosnia-Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Macedonia (ERY), República Checa y Rumania. ⁷ Según clasificación regional de países realizada por el FMI en sus *Perspectivas de la Economía Mundial*.

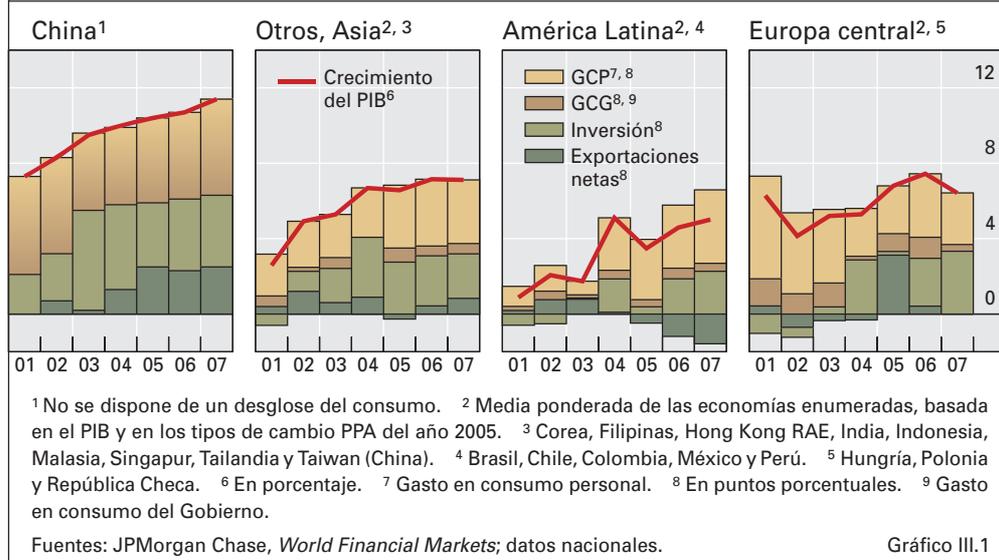
Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; © Consensus Economics; datos nacionales. Cuadro III.1

países emergentes asiáticos, pero negativamente al de América Latina. Un interrogante clave al respecto es hasta qué punto el crecimiento de las EME se sustentará en la fortaleza de la demanda interna en un contexto de desaceleración en Estados Unidos, cuestión que se estudiará más adelante en el capítulo. En resumen, los riesgos para el crecimiento de las EME están sesgados a la baja.

Ante el vigor del crecimiento, la inflación medida por el IPC subió de forma pronunciada en el curso del año pasado en todas las principales regiones con economías de mercado emergentes (véase el Gráfico III.2). El repunte de la inflación, que se hizo particularmente patente en la segunda mitad de 2007, fue mayor en Asia (donde la inflación interanual se aceleró desde menos del 3% hasta superar el 6% entre finales de 2006 y abril de 2008), seguida de América Latina (del 4,1% al 5,7%). Los últimos aumentos han situado la inflación por encima de los objetivos, formales o informales, previstos para 2008 en 15 de las 17 mayores EME que publican dichos objetivos, y muy por encima de los objetivos informales de China y la India. En Corea y México, la inflación ha permanecido últimamente por encima del

La creciente inflación supera los objetivos

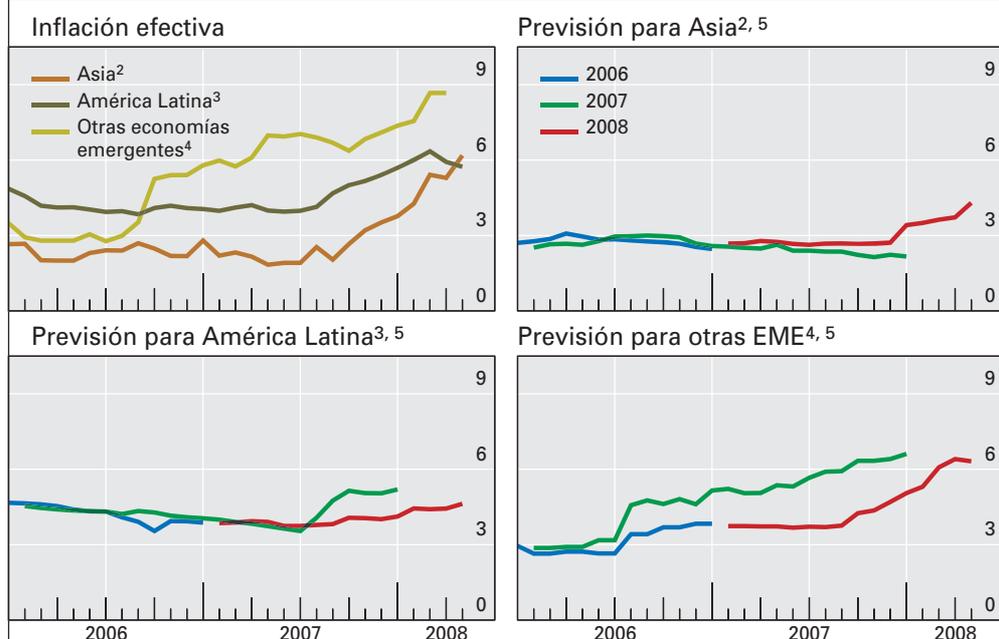
Contribución al crecimiento del PIB real

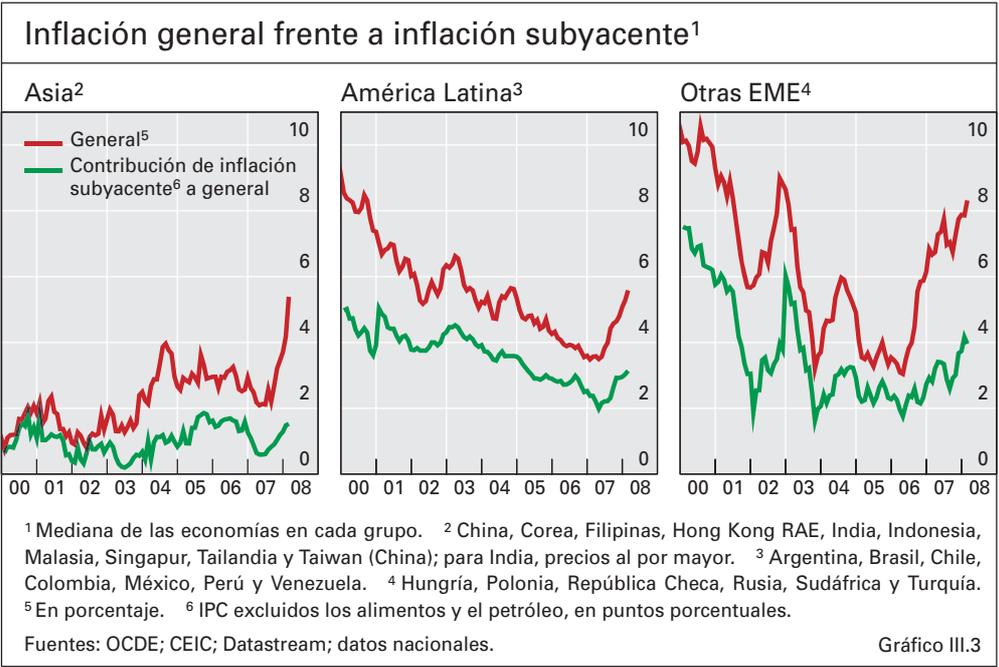


objetivo o se ha aproximado a él. También se han registrado considerables repuntes de la inflación en muchos otros países, como Chile, Filipinas, Indonesia, la República Checa, Rusia, Sudáfrica y Tailandia. En Brasil, donde la inflación se ha mantenido dentro del rango objetivo, las bruscas subidas del

Inflación de los precios de consumo

Variación porcentual anual¹

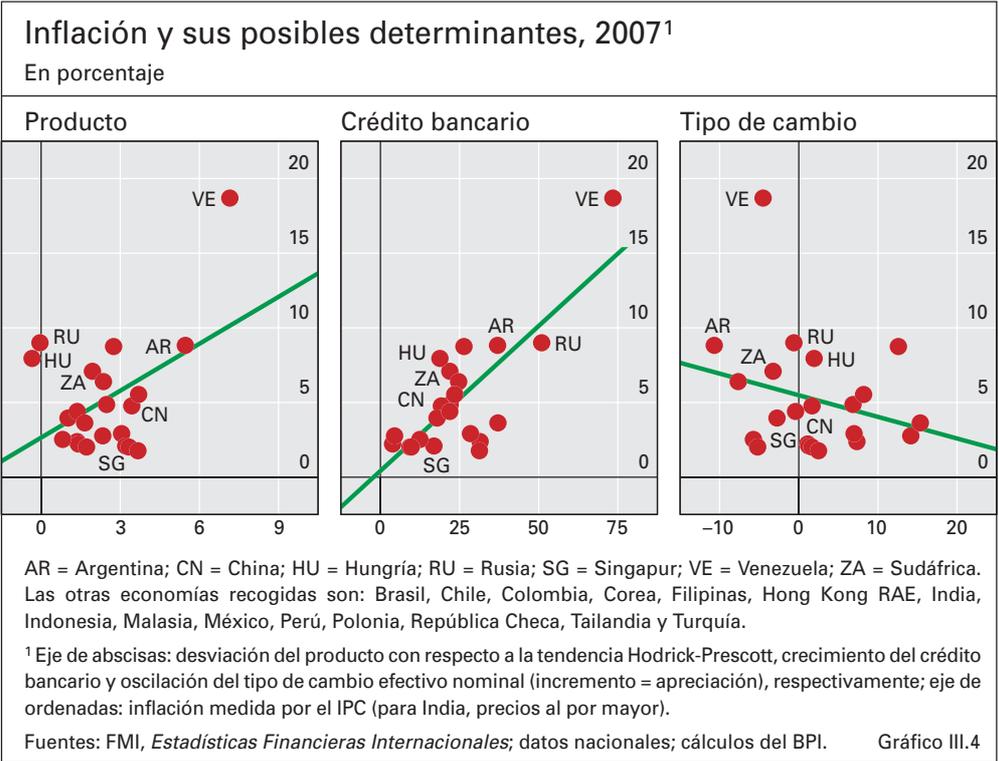




índice general (tanto efectivo como previsto) han hecho temer que se supere el punto medio del intervalo objetivo a finales de 2008.

Las previsiones de inflación para 2008 crecieron en Asia, América Latina y otras EME a lo largo de 2007 (véase el Gráfico III.2), lo que acaba con un largo periodo de estabilidad. Esto probablemente sea consecuencia de la interacción entre el crecimiento de la inflación salarial, las expectativas

El aumento de las expectativas de inflación...



de subidas adicionales del precio de los alimentos y la energía, así como las presiones de demanda.

... podría deberse a los incrementos salariales...

Las tendencias de los salarios en las EME son difíciles de medir, dada la falta de datos comparables a nivel internacional. No obstante, hay indicios de que, en algunas de las mayores EME, el crecimiento es más rápido. Por ejemplo, la inflación salarial anual en China ha sido de dos dígitos, con una media del 14,4% entre 2001 y 2006, elevándose hasta el 17,7% en el tercer trimestre de 2007. Esto no sólo se debe a que las reivindicaciones salariales se han visto impulsadas por presiones de demanda, sino también a cambios estructurales, como la subida del salario mínimo y nueva legislación laboral que refuerza los derechos contractuales de los trabajadores. En la India, algunas encuestas del sector privado apuntan a incrementos salariales de dos cifras en este sector en los últimos años, habiéndose propuesto también importantes ajustes en los sueldos de los funcionarios.

... a las expectativas de persistencia de la inflación...

Es previsible que se mantenga la tendencia alcista de la inflación general, por diversas razones. Una es que los incrementos de los precios de los alimentos y de la energía, que originan gran parte del aumento de la inflación general en muchos países, no dan muestras claras de moderación (véase más adelante). Otra razón es que la tasa de inflación subyacente también se ha acelerado (véase el Gráfico III.3). Este indicador, que excluye los precios de los alimentos y de la energía, creció en todas las regiones con economías de mercado emergentes desde aproximadamente la segunda mitad de 2007, con una tasa mediana de contribución a la inflación general de 2,5 puntos porcentuales a principios de 2008, frente a una inflación general del 6,3%.

... y a presiones de demanda

Varios indicadores sugieren que las presiones de demanda también han desempeñado un papel importante en la inflación de las EME. Aunque las correlaciones simples deben interpretarse con cautela, la inflación ha tendido a ser mayor en aquellos países donde el producto real ha superado las estimaciones de la tendencia (véase el Gráfico III.4, panel izquierdo) o donde el crecimiento del PIB ha sido más vigoroso (no se muestra). La inflación también ha tendido a ser mayor en países con un intenso crecimiento del crédito y en los que la apreciación del tipo de cambio ha sido menor (véase el Gráfico III.4, paneles central y derecho). Tal y como se verá más adelante, es posible que una política monetaria laxa y las intervenciones a gran escala en los mercados cambiarios hayan contribuido a estos resultados.

Evolución del precio de las materias primas

Encarecimiento de las materias primas...

Los precios de las materias primas han seguido una senda ascendente desde principios de la presente década, con subidas particularmente fuertes en los dos últimos años. Tras una bajada coyuntural en 2006, los precios nominales en dólares del petróleo aumentaron un 47% en 2007 y un 29% adicional hasta principios de mayo de 2008. La cotización de materias primas alimenticias como cereales y oleaginosas (aunque también del arroz, que no se negocia internacionalmente a gran escala) ha subido drásticamente desde mediados de 2006. La evolución de los precios de los metales ha sido más dispar, aunque

el cobre y el mineral de hierro también se han encarecido significativamente (véase el Gráfico III.5).

La prolongada subida de los precios de algunas de las principales materias primas en la presente década refleja el crecimiento persistente de la demanda, que no ha sido totalmente acomodada por incrementos de oferta. Por el lado de la demanda, las condiciones monetarias internacionales relativamente permisivas han sostenido el sólido crecimiento mundial. Este efecto se ha visto reforzado por la depreciación del dólar estadounidense en los últimos años, que ha contribuido a un encarecimiento de las materias primas en dólares. Según una estimación reciente del FMI, una depreciación del dólar del 1% en términos efectivos nominales lleva aparejado al cabo de un año un incremento del precio del petróleo en dólares superior al 1%. Otro factor importante de la demanda de materias primas ha sido la rapidísima industrialización de países no pertenecientes a la OCDE, especialmente China y más recientemente la India. Por el lado de la oferta han influido también algunas restricciones, como los retrasos en la expansión de la capacidad productiva y el aumento de los costes de producción.

... en respuesta a la fuerte demanda internacional

La evolución de los mercados petrolero y alimentario ilustra algunos de estos efectos. En el caso del petróleo, el crecimiento mundial medio de la demanda en esta década ha rondado el 1,6% anual, mientras que en China ha sido del 6,7%. Como resultado, la participación de China en el conjunto de la demanda mundial de petróleo supera actualmente la de Japón y Corea juntos, y se acerca a la de los países de la Cuenca del Pacífico pertenecientes a la OCDE (véase el Cuadro III.2). La demanda de crudo de las EME se ha visto favorecida por los subsidios gubernamentales, que protegen a la población del encarecimiento y fomentan el desarrollo de ciertos sectores manufactureros (por ejemplo, el de automoción). En varias EME, como China, la India, Indonesia y Malasia, y en América Latina y Oriente Medio, los gobiernos todavía subvencionan el consumo de energía para minoristas.

Los subsidios apoyan la demanda de crudo...

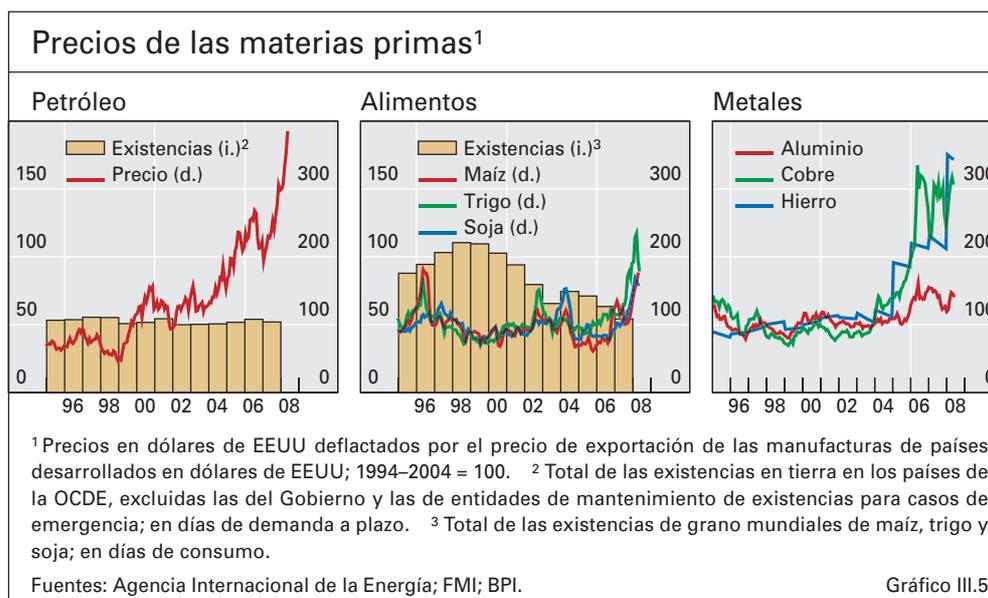
Habiendo crecido la demanda, las restricciones de oferta en algunos países han impulsado los precios del crudo, pese a los aumentos de la producción por parte de la OPEP. Según los planes de inversión actuales, está

... mientras que la oferta es limitada

Demanda mundial de petróleo ¹						
	Mundial	Norte-américa ²	OCDE Europa ³	OCDE Pacífico ⁴	China	Resto del mundo
1991–2000	1,4	1,4 (30,5)	0,9 (20,2)	1,8 (11,6)	7,6 (6,3)	0,5 (31,3)
2001–07	1,6	1,3 (29,8)	-0,2 (17,8)	-1,1 (9,6)	6,7 (8,8)	2,8 (34,0)

¹ Variación porcentual anual media; las cifras en paréntesis indican el porcentaje que representa la demanda mundial de petróleo al final del periodo. ² Canadá, Estados Unidos y México. ³ Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Eslovaquia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Islandia, Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Suecia, Suiza y Turquía. ⁴ Australia, Corea, Japón y Nueva Zelanda.

Fuentes: Agencia Internacional de la Energía; OCDE. Cuadro III.2



previsto que la capacidad productiva de Arabia Saudita crezca de 10,5 millones de barriles diarios (mb/d) en 2005 a 12,5 mb/d en 2009. En cambio, la oferta procedente de países no pertenecientes a la OPEP se ha visto contenida por los altos costes que conlleva incrementar la capacidad. En el caso de las cuatro mayores petroleras privadas fuera de la OPEP, el coste de aprovechamiento de nuevas reservas de petróleo aumentó entre un 45% y un 70% en el periodo 2003–06. Los costes de ampliar la capacidad de producción de estas compañías son mucho mayores que en Arabia Saudita o Estados Unidos. La capacidad productiva ociosa total de la industria petrolera cayó desde aproximadamente 5 mb/d en el año 2000 a un mínimo de 1 mb/d en 2005, antes de recuperarse hasta los 2,2 mb/d en 2007. Según algunos estudios, una baja capacidad sobrante favorece el encarecimiento del crudo, limita la posibilidad de aumentar la producción en respuesta a mayores presiones de demanda o a interrupciones de oferta y, por último, hace necesarios mayores niveles de existencias para suavizar las fluctuaciones de los precios. No obstante, las existencias mundiales de petróleo se han mantenido estables, en términos generales, desde principios de los años 90 (véase el Gráfico III.5, panel izquierdo). Los efectos sobre los precios se han visto exacerbados por las tensiones geopolíticas y la reducción de las existencias medias en algunos de los principales países consumidores de crudo.

El rápido crecimiento de las EME impulsa la demanda de alimentos

En cuanto a las materias primas alimenticias, el rápido crecimiento del PIB en las EME durante los últimos años ha sido determinante para el estímulo de la demanda. Este efecto se ha visto reforzado por cambios estructurales, ya que el aumento de los ingresos per cápita, especialmente en China, ha elevado la demanda de cereales, en particular para piensos. Según estimaciones de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO), el consumo de cereales por persona en los países en desarrollo se incrementó en un 20% entre 1962 y 2003, mientras que el de carne se triplicó. El efecto de la demanda sobre los precios de los cereales se ve amplificado

por el hecho de que, según ciertas estimaciones, se requiere de dos a cinco veces más cereal para generar la misma cantidad de calorías a través del ganado que mediante su consumo directo. En 2002, alrededor de un tercio de la producción cerealística mundial se utilizó para piensos. Las políticas gubernamentales también han impulsado la demanda de productos agrícolas. En concreto, los subsidios a la producción de biocombustibles han aumentado la demanda de maíz y soja, lo que a su vez ha encarecido otros cultivos alimenticios al abandonarse en parte su producción.

Por el lado de la oferta, la urbanización ha reducido las superficies de cultivo en algunas EME. Asimismo, el encarecimiento del petróleo y del gas ha encarecido los fertilizantes y el transporte. Las políticas gubernamentales en las economías industriales avanzadas, incluidas las restricciones al uso agrícola del suelo para sostener los precios, continúan limitando la respuesta de la producción ante el incremento de la demanda. Por último, las menores existencias de alimentos han contribuido a las presiones sobre los precios (véase el Gráfico III.5, panel central). Las restricciones de la oferta han sido especialmente llamativas en el caso del trigo, cuyo cultivo se vio dañado en 2006–07, aunque las condiciones han mejorado recientemente.

Cabe preguntarse si es probable que los precios de las materias primas permanezcan elevados. A corto plazo, la ralentización del crecimiento de Estados Unidos tenderá a revertir algunos de los recientes repuntes de los precios o al menos moderará ulteriores subidas. Sin embargo, los precios se mantendrán en niveles elevados en la medida en que pueda sostenerse el intenso crecimiento de las EME, y en particular de China. El reciente descenso de las tasas de interés en Estados Unidos también favorece esta carestía de las materias primas, aún más si finalmente se suavizan las duras condiciones crediticias de los mercados internacionales, como es de esperar. A medio plazo, parece probable que persistan algunos de los factores de demanda estructurales antes citados, como la continua transformación económica de China y la India. También cabe esperar que los factores y restricciones de oferta antes mencionados (por ejemplo, mayores costes de producción agrícola y petrolera) sigan influyendo en la formación de precios de las materias primas durante algún tiempo.

Las políticas limitan la oferta de alimentos

Factores estructurales sostendrán los precios de las materias primas

Balanza exterior y flujos de capital

En conjunto, las EME siguieron registrando superávits por cuenta corriente y recibiendo entradas netas de capital privado en 2007. En Asia emergente, el superávit por cuenta corriente volvió a incrementarse, hasta rondar el 6,5% del PIB regional, mientras que en América Latina se redujo levemente hasta el 0,75% del PIB. En los países exportadores de petróleo de Oriente Medio, el superávit se mantuvo alrededor del 20% del PIB, mientras en Rusia se situó por debajo del 6%. Por el contrario, en Europa central y oriental (ECO) y en Sudáfrica, el déficit se amplió al 6,5 y 7,25% del PIB, respectivamente. De este modo, las regiones emergentes con mayores superávits en 2007 siguieron siendo Asia (520.000 millones de dólares), Oriente Medio (275.000 millones) y Rusia (80.000 millones), al tiempo que las regiones más deficitarias fueron

Superávits por cuenta corriente, salvo en Europa central y oriental y en Sudáfrica

ECO y Sudáfrica, que suman un déficit de 140.000 millones de dólares (véase el Cuadro III.1).

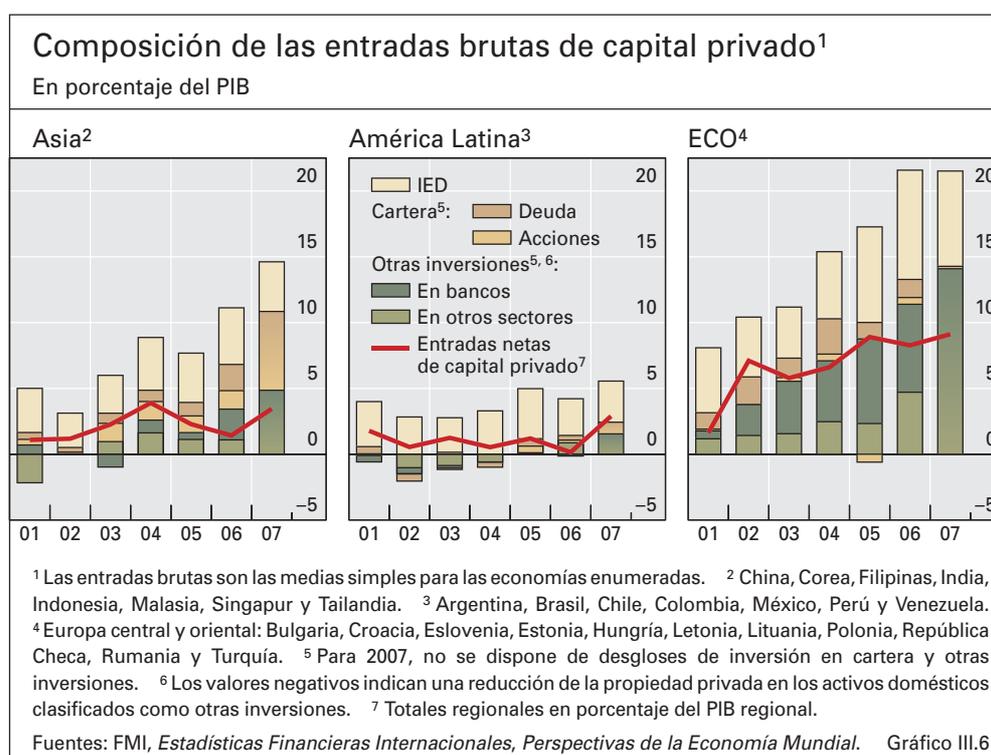
Moderado impacto de la convulsión

El efecto sobre las balanzas por cuenta corriente de las EME de la convulsión financiera en las economías industriales avanzadas y de la ralentización de la economía estadounidense ha quedado contrarrestado hasta ahora por la fuerte demanda procedente de otras regiones. El dinamismo de la demanda de importaciones de Europa y de Oriente Medio impulsó crecientes superávits en Asia emergente. Las exportaciones de América Latina, Rusia y Oriente Medio se beneficiaron de la continua fortaleza de los precios de las materias primas. En Europa central y oriental, el fuerte incremento del consumo y de la inversión, debido parcialmente al sólido crecimiento en la zona del euro, impulsó las importaciones y ayudó a construir capacidad productiva para la futura expansión de las exportaciones.

Aumentaron las entradas netas de capital privado...

Las perturbaciones financieras internacionales tampoco han tenido por ahora un impacto significativo sobre los flujos de capital privado dirigidos hacia las EME. Las entradas *netas* de capital privado (entradas brutas menos salidas brutas del sector privado en forma de IED, cartera y otros capitales) crecieron en 2007 más de 2 puntos porcentuales en Asia emergente (hasta el 3,5% del PIB regional), casi 2,75 puntos porcentuales en América Latina (hasta el 2,9% del PIB) y 0,75 puntos porcentuales en Europa central y oriental (hasta el 9% del PIB) (véase el Gráfico III.6). Así, las presiones macroeconómicas globales que podrían derivarse de las entradas de capital se mantuvieron elevadas en ECO, pero más moderadas en Asia emergente y en América Latina.

Las tendencias de los flujos netos de capital privado no aportan toda la información necesaria para analizar la estabilidad macroeconómica y financiera.



Por tanto, es necesario fijarse también en el tamaño y la composición de las entradas *brutas* de capital privado, que siguieron creciendo en 2007, aunque a un ritmo menor que en años anteriores. En Asia emergente, alcanzaron en 2007 una media de casi el 15% del PIB (véase el Gráfico III.6, panel izquierdo). Estos niveles son similares a los registrados antes de la crisis de 1997–98, aunque actualmente la región registra un abultado superávit por cuenta corriente. En América Latina, las entradas brutas de capital privado aumentaron notablemente desde alrededor del 1% del PIB en 2002 hasta casi el 6% de media en 2007 (véase el Gráfico III.6, panel central), cerca de los máximos históricos de principios de los años 90. En Europa central y oriental, las oportunidades que ofrece la incorporación a la Unión Europea han disparado las entradas brutas de capital privado hasta alcanzar una media cercana al 20% del PIB (véase el Gráfico III.6, panel derecho), un nivel sin precedentes en la historia reciente de las EME. Como resultado, esta región recibe ahora en torno al 28% de las entradas brutas de capital privado de los mercados emergentes (cuando a mediados de los años 90 rondaba el 10%); América Latina recibe alrededor del 11% (frente al 25%); Asia emergente casi el 50% (frente al 63%); y otras EME en torno al 11% (frente al 2%).

... y en términos brutos se mantuvieron fuertes

La composición de las entradas brutas de capital privado en las EME ha cambiado en los últimos cinco años y ahora se asemeja más a la de mediados de los años 90. El porcentaje de IED (inversión extranjera directa) en las entradas brutas cayó hasta situarse alrededor del 40% de media en todas las EME en 2007, desde el 90% registrado en 2002, mientras que el porcentaje en concepto de inversión de cartera se duplicó hasta rondar el 20%. Sin embargo, la categoría de flujos de capital que más rápidamente ha crecido ha sido la de «otros» flujos de entrada al sector privado bancario o no bancario. Así, su participación en las entradas brutas privadas pasó de ser prácticamente nula en 2002 a superar el 40% en 2007.

El porcentaje de IED cayó y se dispararon las entradas de capital bancarias

Para comprender mejor estos «otros» flujos de inversión, resulta útil estudiar las estadísticas bancarias territoriales del BPI. Los activos transfronterizos frente a las EME de los bancos que informan al BPI se estimaban en 2,6 billones de dólares en 2007 (véase el Cuadro III.3), lo que supone un incremento de 1,6 billones en los últimos cinco años. Aunque Asia y ECO obtuvieron el grueso de estas entradas, en términos de PIB fueron mucho más importantes en esta segunda región, donde la relación de activos transfronterizos sobre PIB se situó en el 32%. Por tanto, los países de Europa central y oriental están expuestos a riesgos significativos derivados de una eventual reversión de los flujos de capital intermediados por los bancos.

Aumentaron los activos bancarios transfronterizos frente a las EME

Al tiempo que han aumentado las entradas brutas de capital privado, las *salidas* brutas han sobrepasado los máximos históricos en 2007, situándose entre el 4,5% del PIB de media en América Latina y más del 14% del PIB en Asia emergente (véase el Gráfico III.7). Este notable incremento se ha debido fundamentalmente a la compra de títulos de deuda extranjeros, principalmente por parte de Asia emergente, y a la salida de IED, que se elevó significativamente en las tres regiones en 2007. Las salidas de capital privado también se han distribuido más homogéneamente por categorías. El porcentaje de IED en las salidas brutas creció hasta situarse en el 25% de media para

Las salidas brutas de capital privado se incrementaron rápidamente...

Crédito transfronterizo y nacional en las economías de mercado emergentes						
	Activos transfronterizos de bancos declarantes al BPI frente a economías de mercado emergentes ¹				Crédito nacional al sector privado ²	
	En miles de millones de dólares de EEUU		En porcentaje del PIB			
	2002	2007	2002	2007	2002	2007
Economías emergentes ³	1.043	2.631	16,6	19,1	50,9	66,4
Activos interbancarios	647	1.604	10,3	11,6	.	.
Asia ⁴	604	1.374	18,6	20,6	97,9	95,2
Activos interbancarios	486	1.010	14,9	15,1	.	.
América Latina ⁵	233	350	15,1	11,1	32,2	39,5
Activos interbancarios	77	137	5,0	4,3	.	.
ECO ⁶	121	599	16,5	32,2	25,7	54,7
Activos interbancarios	49	299	6,7	16,1	.	.

¹ Posiciones externas de los bancos que participan en las estadísticas del BPI frente a los distintos países en función del país de residencia; cantidades en circulación. Los datos sobre el PIB son estimaciones FMI-*Perspectivas de la Economía Mundial*.
² Las economías enumeradas, excluidas Colombia, Israel, Perú y Venezuela. ³ Las economías enumeradas, además de Arabia Saudita, Israel, Rusia y Sudáfrica. ⁴ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia.
⁵ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁶ Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Turquía.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estadísticas bancarias territoriales del BPI. Cuadro III.3

todo el conjunto de las EME en 2007, cuando en 2002 era inferior al 20%; el de inversión de cartera en el extranjero superó el 40% (desde el 30%) y la proporción de otros flujos de inversión se redujo hasta el 35% (desde más del 50%).

... especialmente en Asia

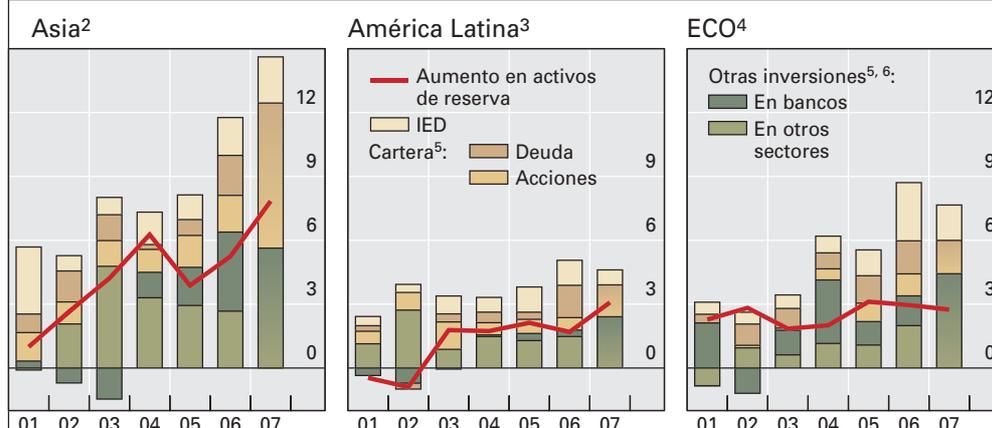
Las salidas brutas de capital privado desde las EME para la compra de títulos de deuda han crecido a un ritmo anual medio de casi un 1% del PIB desde 2002. Los inversionistas privados de Asia, y en particular de China, representaron en torno a tres cuartas partes de estas salidas. Una característica destacable es que un alto porcentaje de estos inversionistas «privados» son, en realidad, entidades controladas por el Estado. En China, por ejemplo, entre ellos se cuentan grandes bancos comerciales que, aunque se consideran inversionistas privados en las estadísticas oficiales, están participados mayoritariamente por el Estado.

Importancia de los fondos de inversión soberanos

En varias EME, los fondos de inversión soberanos son también grandes inversionistas institucionales en el extranjero, cuya importancia ha aumentado recientemente. No obstante, se sabe muy poco de algunos de ellos (en particular de los más grandes) y las estimaciones sobre su crecimiento y volumen total varían significativamente. Además, no está claro si estos fondos se clasifican en las estadísticas oficiales como inversionistas públicos o privados. Durante 2007 y a comienzos de 2008, los fondos soberanos de China, Singapur y varios países de Oriente Medio se comprometieron a invertir en torno a 80.000 millones de dólares en la recapitalización de instituciones financieras con problemas en Europa y Estados Unidos. Si los activos de todos estos fondos de las EME —que se estimaban en cerca de dos billones de dólares en 2007— se invirtieran fuera de sus fronteras, constituirían casi el 25% de los activos extranjeros en manos de los sectores público y privado (o el 40% de aquéllos en manos del sector privado) de las EME en 2007.

Salidas brutas de capital privado y aumento de las reservas oficiales¹

En porcentaje del PIB



¹ Medias simples para las economías enumeradas. ² China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁴ Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumanía y Turquía. ⁵ Para 2007, no se dispone de desgloses de inversión en cartera y otras inversiones. ⁶ Los valores negativos indican una reducción de la propiedad nacional en los activos extranjeros clasificados como otras inversiones.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales, Perspectivas de la Economía Mundial*. Gráfico III.7

El aumento de las salidas de capital (nacionalmente) *privado* destinadas a la compra de títulos de deuda se ha sumado a sustanciales salidas de capital *público* en forma de crecimiento de las reservas oficiales de divisas. Éstas se han incrementado entre el 4% y el 6% del PIB de media anual en Asia emergente en los últimos años (véase el Gráfico III.7, panel izquierdo), y entre un 2% y un 3% anual en América Latina y ECO (paneles central y derecho).

Incremento de las reservas de divisas

Reacción de las autoridades

Las autoridades de las EME han tenido que recurrir a diversos instrumentos de política económica en un contexto de riesgos contrapuestos de desaceleración e inflación creciente a escala mundial, junto a presiones indeseadas sobre los tipos de cambio procedentes de las fuertes entradas de capital en moneda extranjera. Entre estos instrumentos se cuentan el ajuste de las tasas de interés, las intervenciones en los mercados cambiarios, las modificaciones en la regulación de la cuenta de capital, los ajustes de la política fiscal y el endurecimiento de la regulación prudencial. Muchas de estas opciones han implicado disyuntivas difíciles.

Como consecuencia de estos riesgos contrapuestos, las respuestas de las autoridades monetarias de las EME al aumento de las presiones inflacionistas han sido diversas. Entre mediados de 2007 y principios de 2008, la mediana de las tasas de interés oficiales o interbancarias a corto plazo creció en América Latina (en 50 puntos básicos). Las tasas también aumentaron en Europa central, Rusia y Sudáfrica, pero cayeron en Turquía. En Asia emergente las tasas disminuyeron en general (véase el Gráfico III.8, panel izquierdo)

La subida moderada de las tasas oficiales...

por la caída de las tasas oficiales o a corto plazo en Filipinas, Hong Kong RAE e Indonesia. Además, mientras el Banco de la República Popular de China elevaba las tasas de interés bancarias de préstamos y depósitos a un año en 2007, las del mercado interbancario a corto plazo se mantuvieron relativamente bajas. Más recientemente, el aumento de las presiones inflacionistas ha elevado las tasas de interés en varias EME.

... ha reducido las tasas reales

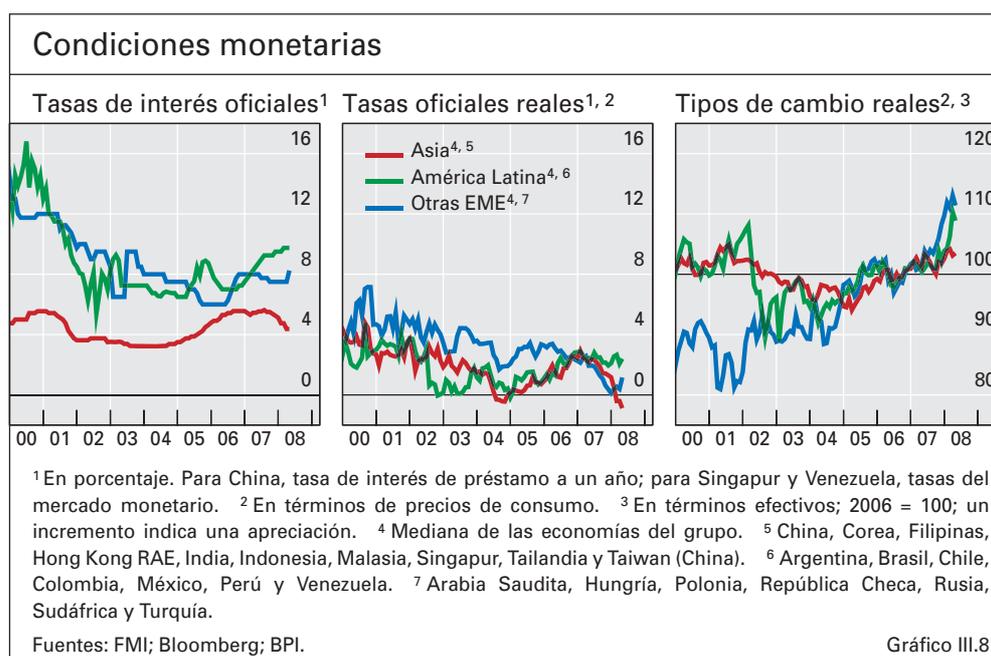
Dado que las subidas de las tasas oficiales han sido limitadas en términos reales, las tasas oficiales o a corto plazo reales cayeron hasta casi cero en Asia y también disminuyeron en otras EME (véase el Gráfico III.8, panel central). Las reticencias de muchas EME a elevar sus tasas oficiales más agresivamente se debe, en parte, a la preocupación por si éstas pudieran atraer mayores flujos de capital y acentuar con ello las presiones alcistas sobre la moneda. Sin embargo, los tipos de cambio reales se han apreciado significativamente en muchas EME, contrarrestando la relajación de las condiciones monetarias provocada por las bajas tasas de interés reales (véase el Gráfico III.8, panel derecho).

Las fuertes intervenciones en los mercados cambiarios...

La preocupación por las presiones apreciatorias sobre el tipo de cambio también ha motivado intervenciones contundentes y prolongadas en los mercados cambiarios, como evidencia el aumento de las reservas en moneda extranjera. Éstas se incrementaron en más de un billón de dólares en las EME en 2007 (frente a los 620.000 millones de 2006) para situarse por encima de los cuatro billones a final de año, y continuaron creciendo con rapidez en los primeros meses de 2008. Estos aumentos fueron considerables en muchas de estas economías, como Brasil, China, la India y Rusia (véase el Gráfico III.9, panel izquierdo, y el Capítulo V).

... afectan al balance de los bancos...

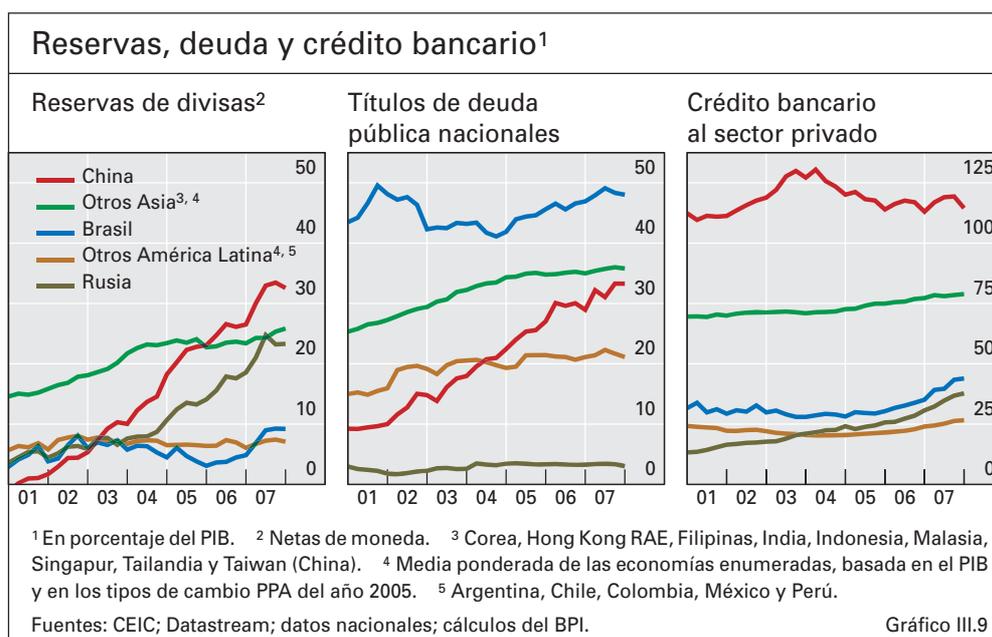
Ceteris paribus, esta acumulación de reservas tiende a incrementar la base monetaria y a relajar las condiciones monetarias. Para evitar dicha relajación, los bancos centrales toman medidas a fin de limitar o «esterilizar»



el impacto monetario de sus intervenciones en los mercados cambiarios. Al efecto, muchas EME han recurrido a la emisión de deuda a distintos plazos (y en algunos casos, entre los que destacan China y la India, al aumento de las exigencias de reservas bancarias). Sin embargo, la esterilización casi nunca es completa y normalmente se produce cierta relajación de las condiciones monetarias o crediticias. De hecho, los balances de los bancos comerciales locales de algunas EME se han expandido enormemente, en algunos casos como consecuencia de incrementos de sus reservas en el banco central que podrían deberse a las reducidas tasas de interés ya mencionadas. Además, los balances han ganado liquidez, a medida que aumentaban los títulos de deuda pública en manos de los bancos. Todo ello ha contribuido al significativo aumento del crédito bancario al sector privado, que ha igualado o superado el intenso crecimiento del PIB nominal (véase el Gráfico III.9, panel derecho). Por ejemplo, entre 2005 y 2007, el crédito al sector privado creció en América Latina a una tasa anual media del 29%, del 25% en la India y del 17% en China.

Además de afectar a las carteras de los bancos comerciales, esta enorme expansión de las reservas de divisas ha incrementado la exposición de los bancos centrales (o de los gobiernos) a pérdidas asociadas a las variaciones de los tipos de cambio y de los diferenciales entre las tasas de interés locales y en el extranjero. La significativa caída de las tasas de los fondos federales de Estados Unidos desde la segunda mitad de 2007 ha ampliado el diferencial entre las tasas de interés locales y las estadounidenses, lo que implica que muchos bancos centrales registran pérdidas corrientes en sus reservas en moneda extranjera financiadas con la emisión de títulos nacionales. En abril de 2008, la mediana del diferencial de tasas de interés había subido hasta 1,1 puntos porcentuales en Asia emergente, 7,5 puntos porcentuales en América Latina y 6,6 puntos porcentuales en el resto de las EME. Además, la brusca depreciación del dólar frente a las divisas de muchas de ellas ha provocado pérdidas contables en las reservas denominadas en moneda

... y exponen a los bancos centrales a riesgos de tasa de interés y de divisas



extranjera. Incluso asumiendo cierta diversificación en su composición para contar con la fortaleza del euro, los efectos de valoración desde agosto del año pasado han debido de ser considerables. Estas pérdidas pueden complicar aún más los esfuerzos por endurecer la política monetaria en respuesta a la creciente inflación.

Mayor flexibilidad cambiaria

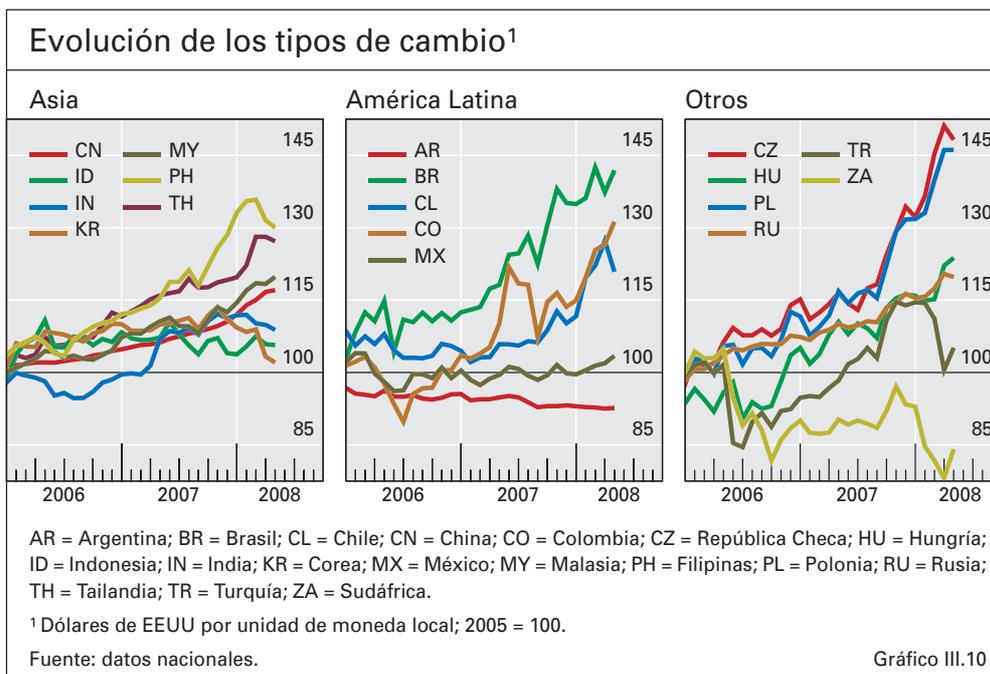
Varias EME han respondido a las presiones derivadas de las voluminosas entradas de capital permitiendo una mayor flexibilidad al tipo de cambio (véase el Gráfico III.10), lo que ha contribuido a la desinflación. En algunos casos, también parece haber desincentivado las entradas especulativas de capital a corto plazo (por ejemplo, en Polonia, Sudáfrica y Turquía) al exponer a los agentes del mercado a riesgos de subidas y bajadas del tipo de cambio. Por el contrario, en otros países (como Eslovaquia, Indonesia y la República Checa) la apreciación de la moneda parece deberse a entradas de capital adicionales, presumiblemente al esperarse que continúen estas apreciaciones.

Se relajan los controles a las salidas de capital y se aplican algunos controles a las entradas

Numerosos países han aplicado medidas sobre la cuenta de capital para contrarrestar las presiones que generan las entradas de capital. Algunos de ellos han relajado los controles sobre las salidas de capital; por ejemplo, China, la India y Rusia siguieron liberalizando en 2007 las inversiones de residentes en valores extranjeros. Así, esta medida parece haber motivado en parte el reciente auge de las inversiones del sector privado chino en títulos de deuda extranjeros. En algunos casos, se han vuelto a introducir controles selectivos sobre las entradas de capital (por ejemplo en Brasil y Colombia). Sin embargo, la mayoría de países ha dudado en hacerlo ante las distorsiones microeconómicas que éstos causan. De hecho, en marzo de 2008 Tailandia eliminó los controles sobre las entradas de capital que había instaurado en 2006.

Política fiscal anticíclica

Otra forma de contener las presiones expansivas motivadas por grandes entradas de capital sería una política fiscal más restrictiva. Sin embargo, esta medida podría provocar dos efectos contrapuestos sobre el tipo de cambio. Por un lado, conforme se ralentizara la demanda agregada en respuesta a la consolidación fiscal, las tasas de interés podrían caer, lo que desincentivaría las entradas de capital. Por otro lado, en aquellos países cuyos fundamentos económicos no fueran especialmente sólidos, el endurecimiento de la política fiscal podría reducir la prima de riesgo del país, lo que reforzaría su moneda y atraería nuevas entradas de capital. Posiblemente por la importancia relativa de estos efectos, el recurso a la consolidación fiscal para atenuar las presiones apreciatorias sobre los tipos de cambio ha variado mucho entre países. En Chile, por ejemplo, los incrementos del gasto público han seguido una regla fiscal que fija una meta para el superávit fiscal estructural y obliga a invertir en el extranjero cualquier superávit excedente (que puede ser considerable cuando los precios del cobre son altos). De manera similar, algunos países exportadores de petróleo han utilizado fondos de estabilización para gestionar los crecientes ingresos procedentes del crudo. Aparte de los países exportadores de materias primas y de algunos con régimen de tipo de cambio fijo, pocos han optado por imprimir un sesgo restrictivo a su política fiscal en respuesta al aumento de las entradas de capital. De hecho, el crecimiento real del gasto



público se ha acelerado en los últimos años en Indonesia, Tailandia, América Latina y Europa central.

Por el contrario, las medidas prudenciales y de supervisión se han utilizado ampliamente para gestionar el impacto de las entradas de capital sobre la solidez bancaria y, en términos más generales, para contrarrestar los efectos sobre el sistema financiero nacional del rápido crecimiento del crédito y del aumento de precio de los activos (en particular, la vivienda). Varios bancos centrales de Asia emergente han utilizado instrumentos de política prudencial tales como menores relaciones préstamo-valor (China y Corea), mayores requerimientos de capital y provisiones (la India) y criterios de préstamo más exigentes (Corea), para compensar los efectos de las entradas de capital sobre el sector bancario. Los países de Europa central y oriental han desplegado con cierto éxito un conjunto de medidas para mitigar la repercusión de las entradas de capital intermediadas por los bancos. Entre dichas medidas se encuentran una mayor ponderación del riesgo en los préstamos en moneda extranjera, el endurecimiento de los requisitos de liquidez en divisas y menores límites en las posiciones abiertas en moneda extranjera, así como mayores exigencias en materia de comunicación de información e intensificación de la supervisión de bancos y otras instituciones financieras. En ocasiones, estas medidas se han combinado con otros instrumentos de política monetaria más tradicionales, como el incremento de los requerimientos de reservas y la ampliación de su cobertura.

Medidas prudenciales para proteger los sistemas financieros

Vulnerabilidad de las economías de mercado emergentes

Es probable que la convulsión en el sistema financiero internacional y la ralentización en Estados Unidos menoscaben las previsiones económicas de las EME, aunque la pregunta entonces sería en qué medida.

De momento, todo va bien

Las previsiones de crecimiento son sólidas...

En mayo de 2008, la mayoría de los analistas todavía era optimista acerca de las perspectivas de crecimiento a corto plazo para las EME. Aunque las previsiones de consenso para el crecimiento de 2008 se han reducido en los últimos meses, todavía prevén un importante grado de resistencia. Mientras que la previsión para el crecimiento de Estados Unidos en 2008 se ha recortado en aproximadamente 1 punto porcentual desde septiembre de 2007, la mediana de las previsiones de crecimiento de las EME se ha reducido sólo 0,2 puntos porcentuales en el mismo periodo (véase el Gráfico III.11, panel izquierdo). La previsión de crecimiento de las EME para 2008, que se sitúa en el 6,7%, no está muy por debajo de la media del periodo 2003–06. Por regiones, las previsiones se han rebajado para Asia y otros mercados emergentes, mientras que se han mantenido estables para América Latina.

... pero deben interpretarse con cautela

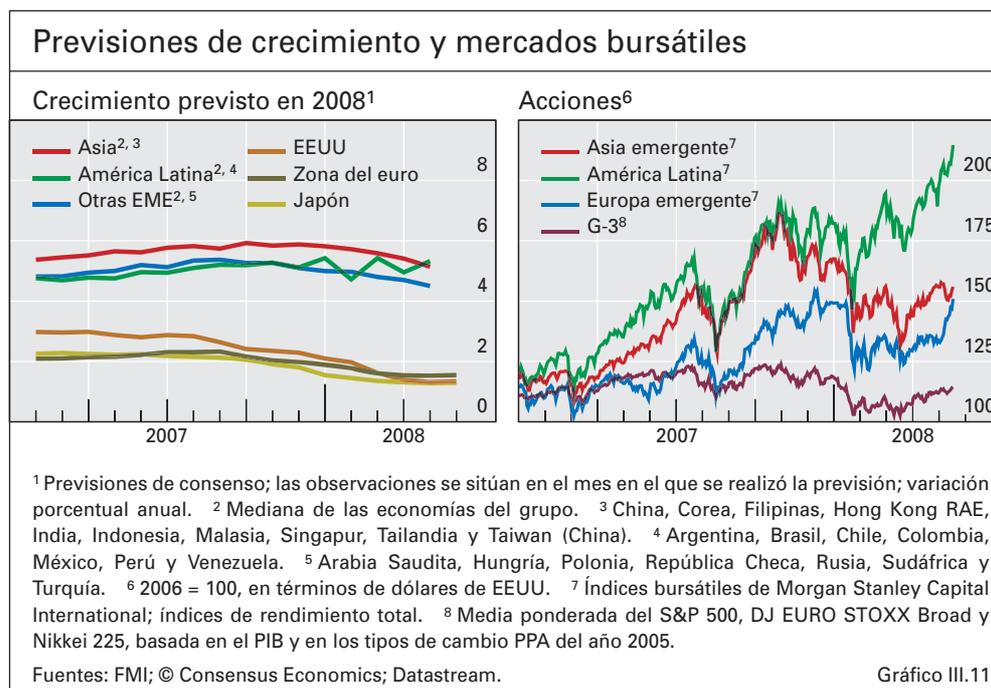
En cualquier caso, las previsiones de consenso no suelen acertar con los puntos de inflexión del ciclo económico y fallan por un margen mayor cuando la desaceleración es especialmente pronunciada (por ejemplo, en épocas de crisis). Por tanto, si los acontecimientos mundiales fueran a causar una severa desaceleración económica en las EME, es posible que las previsiones de consenso no la predijeran.

Las cotizaciones presentan un panorama variopinto

Los mercados bursátiles emiten señales dispares sobre las perspectivas de las EME. A finales de 2007 y principios de 2008, las bolsas se debilitaron, aun cuando los elevados precios de las materias primas favorecieron a algunas regiones, como por ejemplo América Latina (véase el Gráfico III.11, panel derecho).

En 2001, el crecimiento de las EME fue inferior a la media

La experiencia de la ralentización estadounidense en 2001 sugiere que los riesgos bajistas para el crecimiento de las EME podrían ser sustanciales. Durante ese periodo, con el estallido de la burbuja tecnológica, el crecimiento



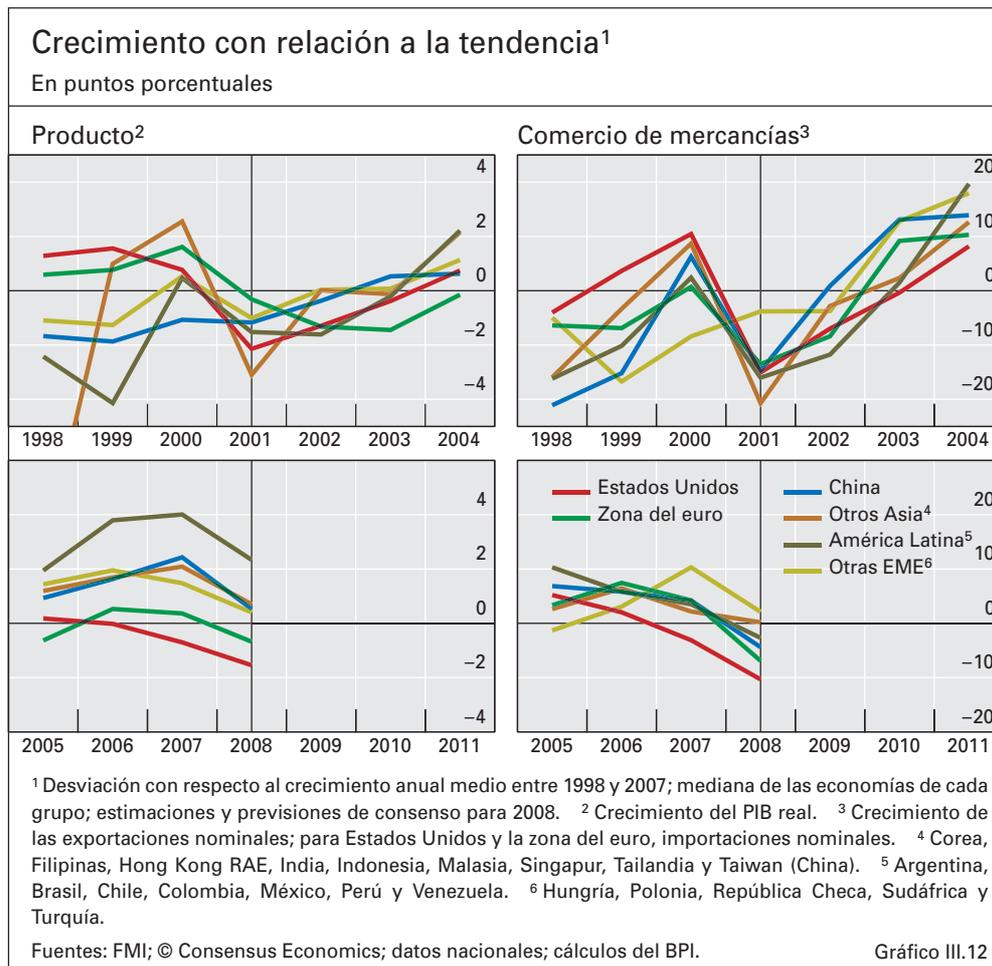
de Estados Unidos descendió hasta dos puntos porcentuales por debajo de la media. Al mismo tiempo, el crecimiento de las importaciones estadounidenses fue 15 puntos porcentuales inferior a la media. Las exportaciones de las EME se vieron muy afectadas, especialmente las de aquellos países de Asia oriental cuyas exportaciones estaban especializadas en el sector tecnológico (véase el Gráfico III.12, paneles superiores). Durante este episodio, una tasa de crecimiento en Estados Unidos de 1 punto porcentual por debajo de la media llevó asociada tasas de 0,6 puntos porcentuales inferiores a la media en China e incluso menores en otras economías asiáticas. En América Latina, los correspondientes descensos variaron entre 0,7 y 1,8 puntos porcentuales.

Sin embargo, la experiencia de 2001 parece por ahora muy diferente a la situación actual. En el momento de la recesión estadounidense de 2001, el ciclo económico de las EME parecía estar muy ligado al de Estados Unidos. Por el contrario, la presente desaceleración parece asociarse, de momento, a un descenso mucho menor del crecimiento en las EME. De hecho, el crecimiento de estas economías ha permanecido por encima de la media, aunque se ha moderado (véase el Gráfico III.12, panel inferior izquierdo), mientras que el de Estados Unidos se ha ralentizado.

Pueden ofrecerse dos explicaciones para estas diferencias en la evolución del crecimiento entre los dos periodos. La primera es que, en contraste con lo ocurrido entonces, las exportaciones de las EME permanecieron en 2007 por

En la actualidad el crecimiento se mantiene por encima de la media...

... apoyado por las fuertes exportaciones...



encima de sus tasas medias (véase el Gráfico III.12, panel inferior derecho), aunque el crecimiento de las importaciones estadounidenses fuera inferior a la media. En cualquier caso, como se comenta más adelante, aún son posibles consecuencias más severas.

... y por la
demanda interna

La segunda es que, recientemente, las EME han podido contrarrestar mejor los efectos de la menor demanda de sus exportaciones estimulando la demanda interna (véase el Gráfico III.1). En comparación con 2001, el gasto en consumo privado ha crecido con mayor fuerza en las economías emergentes de Asia y América Latina. La contribución del gasto de inversión al crecimiento pasó de ser negativa en 2001 a muy positiva en 2007 en Asia, América Latina y Europa central. Por tanto, parece observarse cierto dinamismo en el crecimiento de la demanda interna en la mayoría de las regiones con economías de mercado emergentes. Esto puede explicar en cierta medida que investigaciones recientes apunten a que, pese a la creciente globalización, se ha reducido el impacto de la actividad económica de los países industriales avanzados sobre las EME.

Cabe identificar tres
vulnerabilidades

Aunque las previsiones de crecimiento para las EME en 2008 se mantienen firmes, podrían tambalearse (véase más adelante). Primero, las exportaciones de estas economías pueden debilitarse, posiblemente más de lo que anticipan las últimas previsiones de consenso. Segundo, puede verse restringida su capacidad para impulsar la demanda interna en respuesta a un potencial descenso de las exportaciones. Tercero, las EME con elevados déficits por cuenta corriente y considerable deuda a corto plazo, al igual que aquéllas que dependen sobremanera de la financiación bancaria transfronteriza, pueden ser vulnerables a una reversión de los flujos de capital.

Resistencia de las exportaciones de las EME

Las exportaciones
de las EME son
vulnerables...

Las exportaciones de las EME podrían verse afectadas significativamente si la ralentización económica de Estados Unidos se acentúa. Cabe aducir al menos tres razones para ello.

En primer lugar, el mercado estadounidense continúa siendo importante para los exportadores de las EME. Por ejemplo, aunque se ha reducido la cuota representada por Estados Unidos en las exportaciones de Asia emergente (excluida China), sigue siendo suficientemente grande (en 2007 estaba comprendida entre el 10% en el caso de Singapur y el 18% en el de Malasia) como para garantizar que las exportaciones totales se vean afectadas sustancialmente por un brusco descenso de la demanda estadounidense. Por su parte, el porcentaje de las exportaciones chinas absorbidas por Estados Unidos ronda el 20%. Además de reducir la demanda directa de exportaciones de China, una ralentización estadounidense podría disminuir también las importaciones chinas de bienes intermedios y materias primas de otras EME necesarios para fabricar sus productos de exportación. Aunque China podría compensar dicho efecto contractivo impulsando su propia demanda interna (véase más adelante), el *Informe Anual* del año pasado ya advertía que China ha tendido a importar relativamente poco desde otras EME (particularmente en Asia) para satisfacer su propia demanda interna. Así pues, esta reacción no serviría de mucho.

Los acontecimientos recientes atenúan estas preocupaciones pero no las disipan. Por ejemplo, entre septiembre de 2007 y febrero de 2008, el total de importaciones chinas (en dólares de Estados Unidos) se aceleró del 16% al 35% como consecuencia del fuerte aumento del componente para comercio ordinario, que está más relacionado con la demanda interna de China. Al mismo tiempo, cayó el crecimiento de importaciones para comercio de transformación, que están directamente vinculadas con las exportaciones de este país (véase el Gráfico III.13, panel izquierdo). Es cierto que, durante este período, el crecimiento de las importaciones chinas procedentes de Asia aumentó, pero a un ritmo mucho menor que el de aquellas procedentes de países exportadores de petróleo o de América Latina (véase el Gráfico III.13, panel derecho). Dado que estas cifras hacen referencia al valor de las importaciones en dólares, deberían interpretarse con cautela. En cualquier caso, apuntan a que los exportadores de Asia emergente podrían beneficiarse relativamente menos del crecimiento de las importaciones de China, excluidos los bienes intermedios. En términos más generales, el crecimiento de las importaciones chinas podría frenarse drásticamente en caso de que la economía estadounidense siguiera debilitándose, con las consiguientes consecuencias negativas para sus socios comerciales. Este riesgo queda subrayado por la marcada desaceleración de las importaciones de China en marzo.

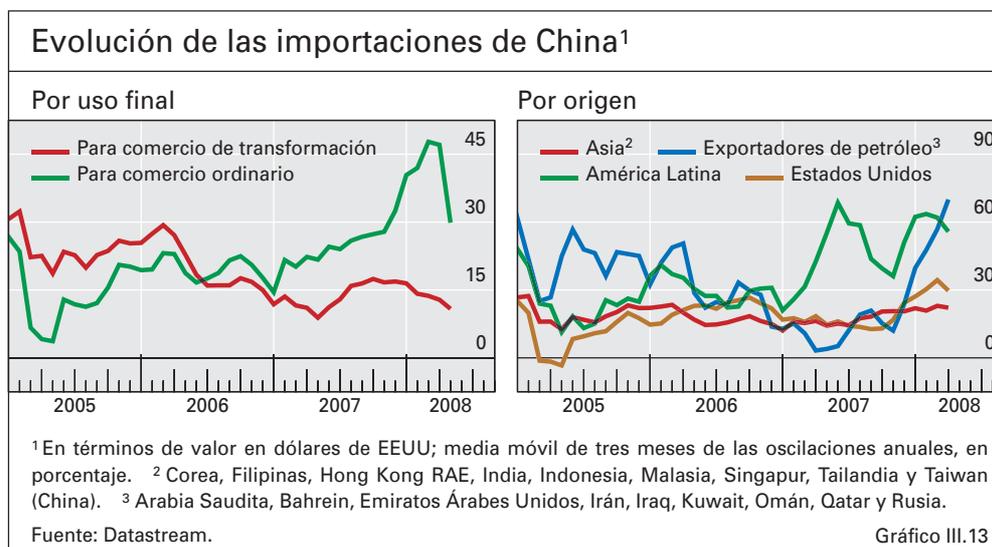
... y China puede ayudar sólo parcialmente

Las exportaciones de las EME también están siendo respaldadas por el mayor dinamismo del crecimiento y las importaciones de la UE observado hasta ahora en comparación con 2001. Por tanto, cualquier deterioro sustancial de las perspectivas de crecimiento para Europa podría afectar negativamente a las EME (véase el Capítulo II).

Riesgos si Europa frenase su crecimiento

En segundo lugar, la demanda estadounidense podría caer precisamente en aquellos sectores en los que las EME están muy especializadas, como ocurrió con las exportaciones asiáticas del sector informático durante la recesión de Estados Unidos en 2001. Aunque por el momento la desaceleración se ha centrado en el sector inmobiliario, la caída de la demanda en Estados Unidos

Los exportadores de bienes finales son vulnerables...



podría reducir sus importaciones de bienes finales fabricados en las EME. Esta preocupación se agrava por la disminución de la inversión fija en el sector inmobiliario no residencial estadounidense en el primer trimestre de 2008. Sin duda, los datos generales son de momento favorables: el valor de las importaciones de Estados Unidos, tanto totales como procedentes de EME, creció hasta el primer trimestre de 2008, si bien ha caído en algunos sectores que representan las mayores exportaciones de las EME. Así ha ocurrido por ejemplo con las de ciertos productos informáticos que son importantes para la economía de algunos países de Asia oriental (por ejemplo, Corea, Malasia y Singapur). La demanda de bienes de consumo tales como juguetes y de ciertos vehículos pesados también se ha frenado, lo que ha afectado a productores de algunas EME, como China y México. Como ya se ha comentado, una desaceleración más pronunciada en Estados Unidos, unida a un menor crecimiento en otras economías industriales avanzadas, podría derivar también en el abaratamiento de las materias primas, lo que ralentizaría el crecimiento de los países que los exportan en África, América Latina y Oriente Medio.

... y la depreciación del dólar plantea riesgos

En tercer lugar, la depreciación del dólar podría exacerbar el impacto contractivo de una desaceleración de Estados Unidos sobre las exportaciones netas de las EME. Aunque la apreciación del dólar frente a monedas de las EME en 2001 alivió el impacto de la recesión estadounidense sobre estas economías, desde julio de 2007 el dólar se ha depreciado considerablemente frente a estas monedas y podría seguir haciéndolo. Además, varias monedas de economías de mercado emergentes han permanecido estables o se han depreciado en términos efectivos (véase el Gráfico V.2 del Capítulo V), lo que apunta a una apreciación en el futuro.

Resistencia de la demanda interna

Pese a la creciente importancia antes mencionada de la demanda interna para el crecimiento de las EME, la coyuntura económica mundial aún plantea algunos riesgos, dado que los incrementos en el consumo o la inversión para compensar una desaceleración económica podrían verse limitados por una serie de factores.

Una disminución de las exportaciones podría reducir la demanda interna

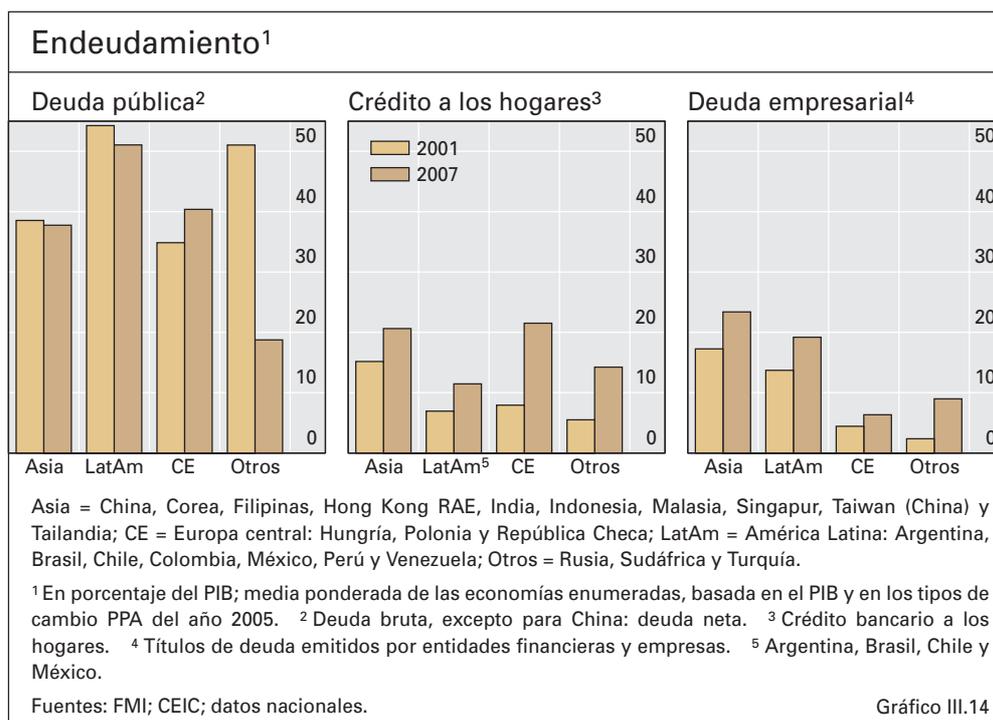
Un primer riesgo es que una menor demanda de exportaciones, al rebajar las previsiones de rentabilidad e ingresos, reduzca también el gasto de consumo e inversión. En el caso de las economías familiares, la contracción de la renta se ve agravada por el repunte inflacionista, en especial en países importadores de materias primas. Además, la experiencia reciente apunta a que las EME podrían tener dificultades para generar la inversión necesaria para contrarrestar una desaceleración del crecimiento del PIB. En algunos países donde el gasto de inversión ha sido fuerte, especialmente en China, preocupa la posibilidad de una sobreinversión. En otras EME, el crecimiento de la inversión no ha excedido, en general, al crecimiento del PIB, ni siquiera durante las etapas de expansión. Desde finales de los años 90, esta relación se ha incrementado tan sólo ligeramente en Asia emergente excluidas China y la India (su media ronda el 24%, mientras que en China supera el 40%) y en América Latina (con una media en torno al 20%).

Otro riesgo es que el endurecimiento de las condiciones de financiación pueda limitar el gasto. Aunque la deuda pública en porcentaje del PIB se ha reducido en general en esta década (véase el Gráfico III.14, panel izquierdo) y los balances públicos han mejorado en la mayoría de las EME, las posiciones fiscales empeorarían en caso de desaceleración económica, y además la mediana del nivel de deuda pública de las EME todavía es alta, en torno al 38% del PIB. El encarecimiento del crudo también está perjudicando la posición fiscal de algunas EME que subvencionan la energía, lo que podría limitar el margen para utilizar políticas fiscales anticíclicas en el caso de una brusca desaceleración. En este contexto, los diferenciales de la deuda soberana permanecen por debajo de los niveles observados en episodios anteriores de turbulencia financiera, aunque son significativamente más amplios que los registrados en el primer semestre de 2007 (véase el Capítulo VI), lo que entraña el riesgo de que las restricciones de financiación se hagan explícitas.

El margen para el estímulo fiscal es limitado en algunos casos...

El endeudamiento familiar y empresarial ha crecido desde 2001 (véase el Gráfico III.14, paneles central y derecho). Aunque los niveles de deuda parecen sostenibles de momento, un endurecimiento de las condiciones de financiación podría limitar la capacidad de aumentar el consumo o la inversión. En algunos países, las bajas tasas de endeudamiento se deben en realidad a la falta de desarrollo financiero y de acceso al crédito por parte de las familias, lo que en cualquier caso limitaría su capacidad de endeudarse para incrementar el gasto. En otros países, donde ha mejorado el acceso de las economías familiares al crédito, su intenso crecimiento en los últimos años plantea riesgos (véase más adelante). En lo que al sector empresarial se refiere, los diferenciales de los bonos corporativos en varias EME se han ampliado últimamente más que los de deuda soberana, lo que indica que algunos prestatarios empiezan a

... y el creciente endeudamiento privado podría suponer un reto



encontrar condiciones de financiación más duras, tras muchos años de fácil acceso al crédito.

Vulnerabilidad frente a una reversión de los flujos de capital

Cierta vulnerabilidad ante reversiones de los flujos de capital

A pesar de un cierto endurecimiento de las condiciones de financiación externas, las EME en su conjunto, con mejores fundamentos, abundantes reservas y abultados superávits por cuenta corriente, parecen hoy menos vulnerables a una reversión de los flujos de capital, aunque aún existen dos tipos de vulnerabilidad destacables. Primero, las EME con elevados déficits por cuenta corriente y una alta proporción de deuda externa a corto plazo podrían toparse con dificultades para conseguir financiación externa si se endurecieran aún más las condiciones crediticias internacionales. Segundo, las EME que dependen en gran medida del crédito bancario transfronterizo son vulnerables a la retirada de esta financiación por los problemas que atraviesan las entidades bancarias, ya sea en las economías industriales avanzadas o a nivel local (véase el Capítulo VII).

Los países a los que les resultaría especialmente difícil conseguir financiación externa si se endurecieran las condiciones de financiación internacionales serían los de la región del Báltico y el sudeste europeo. Estas economías tienen abultados déficits por cuenta corriente, de los que aproximadamente sólo la mitad están cubiertos por IED, considerada habitualmente como la forma de financiación externa más estable (véase el Cuadro III.4). Además, soportan el lastre de una elevada proporción de deuda externa a corto plazo (en promedio, el 120% de las reservas de divisas).

Indicadores de vulnerabilidad externa, 2007						
	Balanza por cuenta corriente ¹	Entradas netas de IED ¹	Entradas netas de inversión de cartera ¹	Otras entradas de inversión netas ^{1, 2}	Deuda externa a corto plazo ³	Activos transfronterizos ⁴
China	11,1	1,7	0,4	0,6	8,0	4,1
India	-1,8	1,1	2,9	5,3	29,3	21,1
Otros Asia emergente ^{5, 6}	8,6	1,7	-1,7	1,4	44,3	72,8
Brasil	0,3	2,1	2,9	1,0	34,5	11,6
Colombia	-3,8	5,0	0,2	1,3	49,3	17,7
México	-0,8	2,0	0,7	-0,4	38,4	27,2
Otros América Latina ^{6, 7}	4,1	2,0	-2,0	-0,3	56,4	32,1
Europa central ^{6, 8}	-4,4	2,3	-1,3	6,2	61,6	55,0
Otros Europa emergente ^{6, 9}	-14,6	7,6	-0,9	11,8	119,2	75,8
Rusia	5,9	0,3	-0,2	7,0	20,5	55,0
Oriente Medio ^{6, 10}	14,9	0,9	-3,8	-1,8	52,6	61,4
Sudáfrica	-7,3	0,9	4,2	2,6	55,1	14,8

¹ En porcentaje del PIB. ² Bancos y otros sectores. ³ En porcentaje de las reservas de divisas. ⁴ Posiciones externas de los bancos que participan en las estadísticas del BPI frente a los países enumerados, en función del país de residencia; cantidades en circulación en porcentaje del crédito interno. ⁵ Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁶ Medias simples de los coeficientes de las economías enumeradas. ⁷ Argentina, Chile, Perú y Venezuela. ⁸ Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia y República Checa. ⁹ Bulgaria, Croacia, Estonia, Letonia, Lituania, Rumania y Turquía. ¹⁰ Israel y Arabia Saudita.

Fuentes: FMI; estadísticas territoriales bancarias y de valores del BPI.

Cuadro III.4

Es más, los préstamos transfronterizos representan allí, de media, el 76% del crédito interno. Sudáfrica también se halla en una situación relativamente vulnerable, con un déficit por cuenta corriente superior al 7% del PIB y una elevada dependencia de las entradas de inversión en cartera.

En vista de la convulsión en la que están inmersos los bancos en las economías industriales avanzadas, la segunda vulnerabilidad importante que puede afectar a algunas EME es la sostenibilidad de las entradas de capital intermediadas por los bancos. Históricamente, los flujos bancarios han sufrido bruscas reversiones periódicas, como a principios de los años 80 en América Latina y en 1997–98 en Asia emergente. Aunque en numerosas EME la financiación de gran parte del crédito interno proviene del exterior, su porcentaje es menor hoy que en el pasado. Esto se debe en parte a que las filiales de bancos de titularidad extranjera cada vez se financian más en el mercado local y dependen menos del crédito transfronterizo «puro».

Como ya se mencionó, Europa central y oriental constituye una excepción. Esta región difiere significativamente de muchas EME en que su endeudamiento externo está creciendo en paralelo a la rápida integración económica y financiera con la zona del euro y en que sus sistemas bancarios son mayoritariamente de propiedad extranjera (al igual que en México). La mayoría de las matrices de bancos occidentales parecen tener previsto continuar financiando a sus filiales en esta región, reduciendo paulatinamente el crédito en aquellas economías que dan muestra de recalentamiento. Además, los bancos suecos, austriacos e italianos con fuerte presencia en la zona tienden a adoptar una perspectiva de largo plazo ante las oportunidades de crecimiento en esta región y, en consecuencia, procuran proteger su posición en esos mercados.

Sin embargo, eventuales problemas, ya sea en los mercados de las matrices o en los de las economías emergentes donde se ubican sus filiales, podrían reducir o incluso se revertir las entradas de capital. Por ejemplo, aunque las principales matrices de los bancos en ECO aún no han experimentado pérdidas importantes derivadas de las hipotecas estadounidenses de alto riesgo o de los productos estructurados, obtienen una parte sustancial de su financiación en moneda extranjera en los mercados al por mayor internacionales. Así, los bancos suecos toman prestados euros y que a su vez prestan a sus filiales en los estados bálticos, mientras que los bancos austriacos e italianos se endeudan en francos suizos y prestan estos fondos a sus filiales en el centro y sureste de Europa. Si estos mercados al por mayor se agotaran, los principales proveedores de financiación externa a Europa emergente tendrían problemas para obtener fondos, y en esta zona son escasas las fuentes alternativas de financiación bancaria. Además, los bancos de titularidad nacional tienen capacidad limitada para captar fondos en el exterior e incluso aquellos que lo consiguen (por ejemplo, los bancos rusos) han visto reducirse drásticamente su financiación desde agosto de 2007. Internamente, desde hace bastantes años, el crecimiento de los depósitos va muy por detrás del crecimiento del crédito en la mayoría de los países de ECO lo que llevó a los bancos de esta zona a buscar financiación en el extranjero.

Los flujos bancarios de entrada podrían revertir...

... si las matrices se enfrentan a problemas de financiación

Grandes bancos multinacionales en países pequeños

Los riesgos relacionados con los flujos bancarios en los países de ECO se ven acentuados por el hecho de que la exposición de un banco matriz a un país anfitrión suele representar una fracción de su cartera de préstamos internacionales mucho menor de lo que supone la exposición del país anfitrión a una determinada matriz. Así, cualquier cambio en los criterios de concesión de crédito, de escasa importancia desde el punto de vista del banco matriz, puede tener un impacto importante en la estabilidad macroeconómica y financiera del país anfitrión (véase el Capítulo VII del 77º Informe Anual).

Puede que se haya subestimado el riesgo de crédito

Las entradas de capital intermediadas por bancos podrían verse afectadas por otras vías, tanto en ECO como en otras regiones emergentes. El crédito bancario al sector privado ha aumentado drásticamente en los últimos cinco años (7 puntos porcentuales acumulados del PIB en América Latina y 30 puntos porcentuales en ECO). Un desarrollo tan rápido podría haber superado la capacidad de las instituciones para evaluar y supervisar el crédito de forma efectiva, por ejemplo por falta de personal cualificado o por deficiencias institucionales que hagan difícil para los bancos realizar estimaciones fiables del riesgo de crédito o de las rentabilidades ajustadas por el riesgo, o hacer valer las garantías. En tal caso, los bancos tendrían que aumentar su dotación de provisiones cuando finalmente reconocieran que han subestimado los riesgos. Esto podría llevar a la dirección de los bancos a la conclusión de que los objetivos de rentabilidad sobre recursos propios (que normalmente son bastante ambiciosos en las EME) no pueden conseguirse, con lo que podrían limitar el crecimiento del crédito, posiblemente de forma muy repentina.

Los riesgos proceden del encarecimiento de la vivienda...

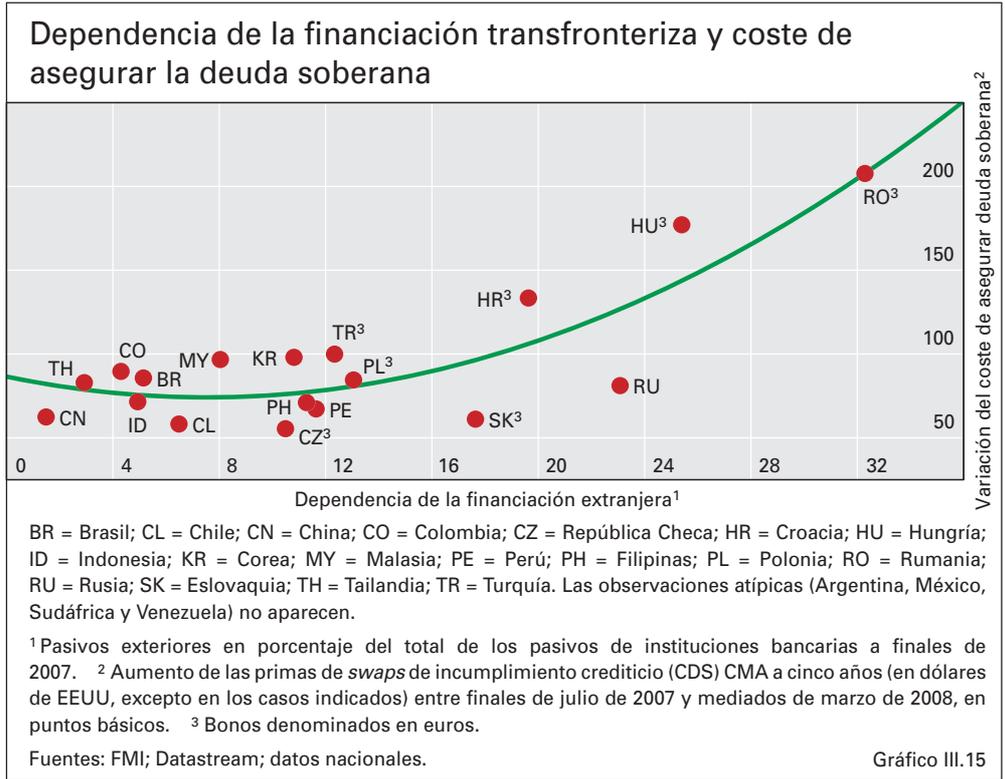
Los bancos que operan en las economías emergentes también se enfrentan a los riesgos procedentes de su exposición a los mercados inmobiliarios. Los precios de la vivienda en varias EME de Asia (incluidas China, Hong Kong RAE, India y Singapur), y particularmente en Europa emergente, han aumentado rápidamente en los últimos años. Si la calidad de los activos se deteriorase significativamente, los controles de riesgo internos de los bancos podrían forzar una reducción drástica del crédito para proteger su capital.

... y de los descalces de monedas

Una interrupción súbita de las entradas de capital podría dar lugar a importantes correcciones en los tipos de cambio, lo que podría tener considerables efectos sobre los balances y la riqueza en países con pasivos significativos en moneda extranjera y sin cobertura. Los más vulnerables en tal caso serían de nuevo los países de ECO, que se han endeudado fuertemente en el extranjero y donde una gran parte del crecimiento reciente del crédito local se ha denominado en divisas. Esta vulnerabilidad se percibe en la correlación positiva que existe entre la evolución del coste de asegurarse frente a un evento de crédito en mercados emergentes (medido por el incremento de los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) sobre la deuda soberana desde finales de julio de 2007) y el grado en que se recurre a la financiación transfronteriza (medido por la proporción de pasivos externos sobre el total de pasivos del sector bancario a finales de 2007) (véase el Gráfico III.15).

Aún no se constata una amplia retirada de las EME

Todavía no hay indicios claros de cambio en el comportamiento de los bancos que prestan a las EME. El crecimiento del crédito se mantuvo relativamente dinámico —aunque ralentizándose— hasta principios de 2008.



Tampoco hay pruebas de que los flujos bancarios transfronterizos estén disminuyendo. En Asia emergente y en América Latina, las presiones sobre la financiación exterior continuaron siendo moderadas durante el primer trimestre de 2008, en cierta medida porque gran parte del crecimiento del crédito interno se ha financiado con la expansión de los depósitos locales. El aguante de los sistemas bancarios nacionales, a pesar de las turbulencias financieras mundiales, se manifiesta en la estabilidad de los mercados interbancarios denominados en moneda local. Los indicadores prudenciales como las tasas de suficiencia de capital, de préstamos en mora y de provisiones, pese a ser de carácter retrospectivo, son en su mayoría sólidos y estables en las tres principales regiones con economías de mercado emergentes, lo que brinda cierta amortiguación a sus sistemas bancarios.

Sin embargo, la evolución no ha sido uniforme. Por un lado, el comportamiento de algunos indicadores de mercado (por ejemplo, los diferenciales de los bonos denominados en moneda local en Hungría o los tipos de cambio en Rumania y Sudáfrica) sugiere que los agentes de mercado empiezan a ser más conscientes de los signos de vulnerabilidad específicos de cada país. Las economías más afectadas por las recientes turbulencias fueron las que tenían mayores desequilibrios internos o externos, o falta de credibilidad en sus políticas, así como aquéllas que habían registrado anteriormente fuertes entradas de capital y una rápida revalorización de sus activos junto a riesgos de recalentamiento (por ejemplo, Rumania, Rusia, Sudáfrica y Turquía).

Por otro lado, los precios de las materias primas y los factores de oferta siguen favoreciendo a algunas EME. Además, estos últimos factores podrían favorecer nuevas entradas de capital, como por ejemplo la diversificación de

... aunque algunas EME se han visto afectadas

Otras EME podrían recibir nuevas entradas de capital...

las carteras de los inversionistas institucionales en Europa y Norteamérica, la búsqueda de mayor rentabilidad por los inversionistas particulares en Japón y el reciclaje de los superávits procedentes del petróleo por parte de los inversionistas institucionales o soberanos de Oriente Medio. A corto plazo, la creciente preocupación por la calidad de los activos en las economías industriales avanzadas también podría estimular los flujos de cartera hacia algunas EME, sobre todo aquéllas con grandes superávits externos.

... pero las
entradas en general
hacia las EME
pueden reducirse

Sin embargo, una significativa desaceleración económica encabezada por Estados Unidos probablemente debilitaría la mayoría de los flujos de capital hacia los mercados emergentes. Ya se ha reducido la emisión de bonos soberanos y corporativos en los mercados internacionales y los flujos relacionados con las operaciones de *carry trade* que afectan a los mercados emergentes (véase el Capítulo V). Además de reducir las entradas de capital, una ralentización de las economías industriales avanzadas también provocaría un descenso de las remesas de los trabajadores. Esto podría tener consecuencias especialmente notables en países de América Central, Filipinas, la India y México, aumentando así sus necesidades de financiación exterior con respecto a los últimos años cuando las circunstancias eran más holgadas.