

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 437, 12 de Junio de 2008

AL INSTANTE

### **2008: FLUJOS FINANCIEROS HACIA Y DESDE ECONOMÍAS EMERGENTES**

Los mercados financieros globales están atravesando un período de transición que se traduce en un intenso proceso de revisión de precios (reprising) de activos financieros y reevaluación de riesgos.

Las volatilidades que acompañan el período de transición, tanto en activos financieros como de tasas de interés o cambiarias, se han moderado en relación a los niveles que alcanzaron a mediados de Marzo, pero continuarán moderadamente altas mientras dure este lapso de ajuste, que aún está en una etapa de evolución. Sin embargo, aunque el período más álgido, en torno a Marzo y a la crisis de Bear Stern, parece haberse superado.

La incertidumbre del mercado sobre las pérdidas derivadas de productos financieros estructurados o potenciales riesgos de quiebras se ha reducido, a medida que aumenta la transparencia en trimestres sucesivos, pero ciertamente no ha desaparecido.

Más aún, en las últimas semanas están

surgiendo preocupaciones por el riesgo inflacionario ascendente y su impacto en el crecimiento económico, lo cual, nuevamente, se traduce en efectos de “reprising” de activos financieros y volatilidad en las tasas de interés.

Las tasas de interés han subido últimamente y se espera que suban aún más, tanto en mercados maduros como emergentes, pero todavía son negativas, en términos reales, en muchas economías modernas o emergentes.

La magnitud de los desafíos, en el caso de los países emergentes, es diferente entre las economías exportadoras de commodities, con superávit en cuenta corriente y las importadoras, generadoras de déficit en cuenta corriente. Los primeros países enfrentan, también, un desafío no menor en la lucha contra la inflación, y los últimos tienen, el riesgo de un aterrizaje duro o brusco.

En este ambiente financiero complejo, el trade off entre crecimiento económico e inflación se ha agudizado y esto,

indudablemente, se reflejará en los mercados financieros de las economías maduras y emergentes, afectando el balance de riesgos y la dirección de los flujos financieros.

En el mundo existe, hoy día, y en los últimos años, un gran stock de liquidez, que es creciente y tiene una distribución precaria, que se ha acentuado con la crisis financiera y el “stress” que muestran los mercados de capitales mundiales.

Un reflejo de las magnitudes de liquidez son los “fondos de riqueza soberana” y el nivel de los flujos de fondos financieros, que van hacia las economías emergentes.

Para este año 2008, el Institute of International Finance estima que el total de flujos de capital privado neto será de US\$ 730 mil millones y los flujos oficiales netos sólo US\$ 4 mil millones. Si se comparan estas cifras con el año pasado, son ligeramente inferiores, en cambio al comparar con el 2006, en que los flujos netos llegaron a US\$ 568 mil millones, se observa un aumento substancial, pese a la situación económica y financiera más delicada, que afecta al 2008.

En la composición o estructura de los flujos de capital privado a las economías emergentes, destaca la inversión externa directa neta, que llegaría, en el 2008, a US\$ 286 mil millones, con un ascenso desde US\$ 167 mil millones, el 2006 y desde US\$ 256 mil millones, el año pasado.

Las economías emergentes, en su conjunto, han mantenido una tasa de crecimiento alta, con una ligera

declinación en los últimos años, de 7,3%, el 2006 y 2007 y de 6,6% el 2008, o sea, pese a la desaceleración de las economías maduras, siguen expandiéndose a tasas altas y, además, han ganado mucho en solvencia durante los últimos 5 años, lo que los convierte en objetivos atractivos y de riesgo más acotado para la inversión externa.

La inversión externa en acciones (equito), también se eleva fuertemente en los últimos tres años, alcanzando un monto estimado, para el 2008, de US\$ 325 mil millones, con un alza de más del 50%, desde el 2006.

Probablemente, los flujos financieros estimados hacia las economías emergentes, que pueden afectarse más, declinando, son los flujos crediticios de los bancos comerciales a nivel global, debido a la contracción del crédito por el alza de los riesgos crediticios y por la escasez de capital. Estos flujos crediticios netos se estiman para el 2008 en poco más de 200 mil millones.

En términos geográficos, en las subregiones: Latinoamérica, Europa Emergente, África / Medio Oriente y Asia emergente, la distribución de los flujos de capital se ha modificado, desde el 2006 al 2008, en beneficio de Europa Emergente, desplazando al segundo lugar a Asia Emergente. América Latina está en tercer lugar, equivalente a menos de la mitad de los anteriores y, finalmente, como una fracción de los anteriores, está África/Middle East.

La estimación de flujos de capital para Europa Emergente para 2008 es de US\$ 333 mil millones, en los cuales Rusia participa con US\$ 125 mil millones. Aquí no se observa que los problemas

globales de stress crediticio hayan afectado la magnitud de los flujos, parte de los cuales han sido atraídos por altas tasas de interés en rublos, destinados a frenar la creciente inflación, que está en un nivel cercano al 15% anual, y además, por la continua apreciación del rublo, producto de la fortaleza de balanza de pagos. Esta situación, como veremos, se repite en las tres economías BRICS (Brasil, Rusia y China), como comprobaremos más adelante.

En América Latina, con US\$ 129 miles de millones, las economías emergentes que atraen más capital son: Brasil, Colombia, Chile, Perú y México, en cambio Argentina, Ecuador y Venezuela reciben muy pocos flujos externos, pese a la situación de grandes alzas de precios de commodities, debido al desfavorable clima para la inversión, que han generado las políticas públicas.

En el caso de Asia Emergente, su nivel de flujos netos estimados para el 2008 son US\$ 228 miles de millones y en esta cifra dominan China e India, con un total neto de US\$ 80 mil millones. En ambas economías, pero de manera más marcada, en China se observan fuertes flujos de capital especulativo, debido a altas tasas de interés y tendencia hacia la apreciación de las monedas locales.

Para contrarrestar la especulación, las economías afectadas están estableciendo barreras tributarias a la entrada de capital de corto plazo o controles de capital temporales.

En cuanto a África/Medio Oriente, la estimación de la entrada neta de flujos de capital es pequeña, de sólo US\$ 41 miles de millones, en comparación a las

anteriores subregiones y en esta subregión predomina Egipto, como receptor de capital, con un flujo estimado de US\$ 15 mil millones para este año.

Las economías de mercado emergentes han surgido en los últimos cinco años como fuentes exportadoras de capital y como bloque las economías emergentes tiene aún superávit significativos de cuenta corriente. El año 2007, una muestra de 30 economías emergentes tuvieron un superávit agregado en cuenta corriente de US\$ 436 miles de millones. Asia Emergente llegó a un saldo en cuenta corriente de US\$ 423 miles de millones. La mayor parte de las salidas de capital de países emergentes son reservas internacionales y Resident net Lending, seguidos por inversión hacia fuera e inversión en portafolio externo.

- Un nuevo elemento, muy significativo, en cuanto a la dirección de los flujos de capitales, lo constituye el hecho que las economías emergentes se han constituido, en los últimos años, en exportadores de capital importantes, como bloque.
- En el año pasado, las 30 economías emergentes de la muestra del Institute of International Finance tuvieron superávit en cuenta corriente en conjunto, cercano a US\$ 440 miles de millones. Este superávit tiende a permanecer a lo largo del tiempo, con algunas fluctuaciones y se combina, en cuanto a ingresos de fondos, con los US\$ 73 mil millones de flujos privados netos, que se

mencionaron al comienzo de este análisis.

En el 2007, los flujos de salida de capital de las economías emergentes fueron de US\$ 1,4 miles de miles de millones y para el 2008 se estima una salida de US\$ 1,2 miles de miles de millones. Estos totales incluyen cuatro amplias categorías de salidas de fondos de capital. El componente más amplio, 70%, está constituido por reservas internacionales oficiales. Luego, el siguiente componente es de créditos netos hacia fuera, por entidades residentes no oficiales, equivalente a 15%, aproximadamente.

A continuación, un 12% corresponde a inversión afuera, en acciones o capital corporativo, e incluye a los fondos soberanos de riqueza y algo menos de 5%, corresponde a flujos netos que van a portafolio.

Cabe observar que en lo que respecta a las economías emergentes, el grueso de las entradas netas de capital es de origen privado y la mayor parte de las salidas proviene del sector público, de las economías emergentes, que es la inversión afuera de las reservas internacionales oficiales y el producto de los fondos de riqueza soberana.

En segundo término, es necesario, además, que las 30 economías emergentes de la muestra no incluyan a las economías exportadoras de petróleo del Consejo de Cooperación del Golfo. Estos últimos tendrían superávit en cuenta corriente por US\$ 25 mil millones, en el 2008 y las exportaciones de capital son aproximadamente de esa magnitud, lo cual aumenta la estimación del total de capital exportado, de US\$ 2

miles de miles de millones a US\$ 1,6, aproximadamente.

Si se considera la reciente turbulencia en los mercados financieros maduros de los últimos meses, los mercados emergentes han jugado un rol estabilizador no menor, ayudando a que no se difunda el contagio de la crisis financiera a otros segmentos de los mercados maduros.

En consecuencia, en el desarrollo y evolución de la crisis subprime, las economías emergentes no sólo no han jugado ningún rol negativo en sus orígenes, sino que han contribuido con aportes financieros a la solución y estabilización de una crisis, generada exclusivamente en las economías maduras y, particularmente, en Estados Unidos.

Además del aporte financiero de las economías emergentes, éstas han contribuido, en el plano de la economía real, con fuertes tasas de crecimiento económico a sostener los niveles de actividad económica global♦

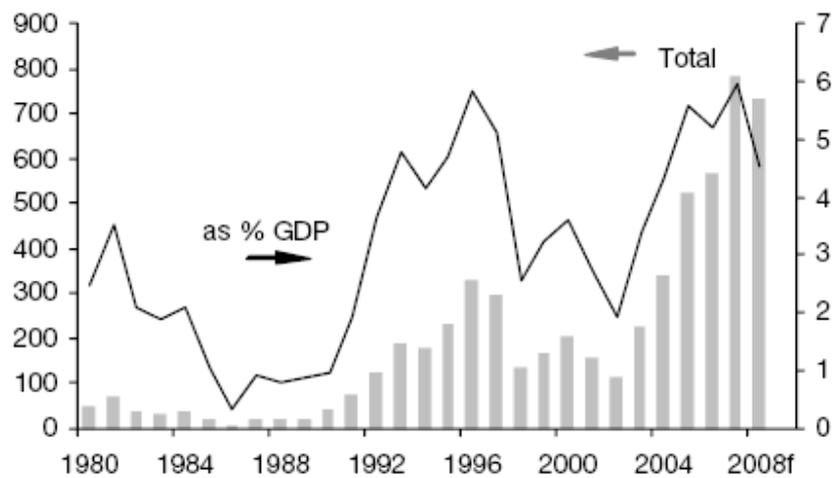
**Cuadro N°1**  
**Financiamiento externo de economías emergentes**  
**(miles de millones de USD)**

<b>Emerging Market Economies' External Financing</b>				
<i>billions of U.S. dollars</i>				
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008f</b>
Current account balance	<u>273.0</u>	<u>374.6</u>	<u>436.0</u>	<u>345.1</u>
External financing, net:				
Private flows, net	<u>521.0</u>	<u>568.2</u>	<u>782.4</u>	<u>730.8</u>
Equity investment, net	252.3	220.6	299.1	325.4
Direct investment, net	198.6	167.4	255.6	286.2
Portfolio investment, net	53.6	53.3	43.5	39.2
Private creditors, net	268.8	347.6	483.3	405.4
Commercial banks, net	146.5	211.7	266.4	201.7
Nonbanks, net	122.3	136.0	216.9	203.7
Official flows, net	<u>-64.7</u>	<u>-64.0</u>	<u>-0.9</u>	<u>3.8</u>
IFIs	-38.6	-32.2	2.5	7.3
Bilateral creditors	-26.1	-31.8	-3.4	-3.5
Resident lending/other, net <sup>1</sup>	<u>-287.2</u>	<u>-328.9</u>	<u>-266.4</u>	<u>-298.0</u>
Reserves (- = increase)	<u>-442.1</u>	<u>-549.9</u>	<u>-951.0</u>	<u>-781.8</u>

e = estimate, f = IIF forecast  
<sup>1</sup>Including net lending, monetary gold, and errors and omissions.

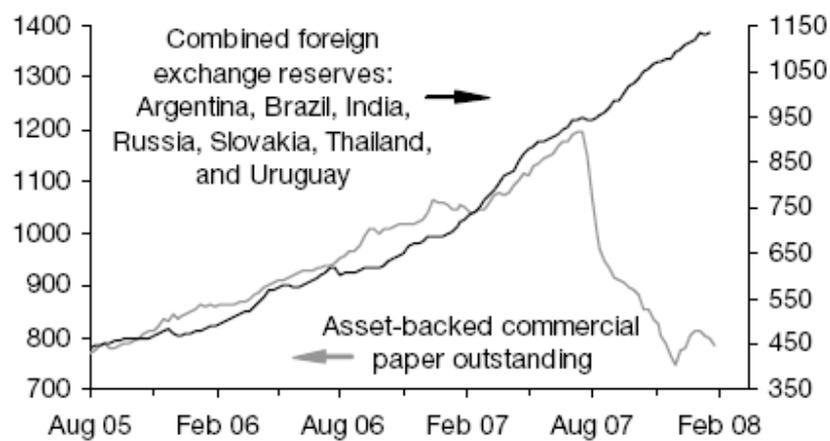
Fuente: IIF

**Gráfico N°1**  
**Flujo de capitales netos a economías emergentes**  
**(miles de millones de USD)**



Fuente: IIF

**Gráfico N°2**  
**Reservas internacionales de economías emergentes y activos respaldados**  
**por Comercial papers**  
**(miles de millones de USD)**



Fuente: IIF

**Cuadro N°2**  
**Inversión directa neta**  
**(promedio del período)**

<i>period average</i>	<i>\$ billion</i>		<i>percent of GDP</i>	
	1999-02	2007-08	1999-02	2007-08
Commodity intensive	28.6	57.9	2.3	1.6
Algeria	0.8	2.0	1.4	1.5
Venezuela	2.4	-1.6	2.0	-0.6
Ecuador	1.0	0.4	5.4	1.0
Malaysia	2.4	7.0	2.6	3.6
Russia	0.4	8.6	0.1	0.6
Chile	3.3	7.8	4.7	4.2
Argentina	9.2	2.3	3.7	0.8
Uruguay	0.2	1.2	1.4	4.6
Indonesia	2.2	6.3	1.3	1.4
Thailand	4.3	8.3	3.6	3.2
Ukraine	0.6	7.4	1.8	5.5
Colombia	1.8	8.3	2.2	4.4
Others	113.3	213.0	2.6	2.0

Fuente: IIF

**Cuadro N°3**  
**Préstamos bancarios comerciales netos**  
**(Miles de millones de USD)**

*billions of U.S. dollars*

	Current estimates		Change from October 2007	
	2007	2008	2007	2008
Emerging Europe	178.2	129.0	59.9	39.3
Poland	17.5	15.3	6.8	4.3
Romania	16.5	6.7	4.1	-7.7
Russia	88.6	60.4	32.9	30.8
Turkey	23.0	23.2	2.6	5.9
Emerging Asia	71.7	61.4	12.3	15.7
China	5.6	8.4	-3.0	-2.0
India	28.7	24.0	16.0	13.5
Latin America	11.9	5.6	-0.4	-3.5
Brazil	7.5	1.9	0.0	-2.5
Mexico	2.3	0.8	-1.4	-2.4
Middle East/Africa	4.6	5.6	6.1	4.3
Egypt	2.2	1.7	4.1	1.8
South Africa	3.5	3.9	2.0	2.5
Total EM	266.4	201.7	77.9	55.8

Fuente: IIF

**Cuadro N°4**  
**flujos financieros a economías emergentes por región, neto**  
**(miles de millones de USD)**

*billions of U.S. dollars*

	2005	2006	2007e	2008f
Private flows	<u>521.0</u>	<u>568.2</u>	<u>782.4</u>	<u>730.8</u>
Latin America	72.3	46.8	129.4	129.3
Emerging Europe	204.3	236.4	365.2	332.9
Africa/Middle East	26.1	26.7	38.1	41.1
Emerging Asia	218.3	258.3	249.8	227.5
Official flows	<u>-64.7</u>	<u>-64.0</u>	<u>-0.9</u>	<u>3.8</u>
Latin America	-29.2	-22.8	4.0	5.9
Emerging Europe	-28.9	-28.4	-5.8	-1.0
Africa/Middle East	-1.7	-9.6	-2.7	-1.5
Emerging Asia	-5.0	-3.2	3.7	0.4

e = estimate, f = IIF forecast

Fuente: IIF

**Cuadro N°5**  
**Financiamiento externo en Latinoamérica**  
**(miles de millones de USD)**

<i>billions of U.S. dollars</i>	2005	2006	2007e	2008f
Current account balance	<u>41.0</u>	<u>52.7</u>	<u>28.3</u>	<u>2.9</u>
External financing, net:				
Private flows, net	<u>72.3</u>	<u>46.8</u>	<u>129.4</u>	<u>129.3</u>
Equity investment, net	52.2	26.6	75.4	81.5
Direct investment, net	47.2	23.4	54.9	55.8
Portfolio investment, net	5.0	3.2	20.4	25.7
Private creditors, net	20.1	20.2	54.0	47.8
Commercial banks, net	9.0	12.9	11.9	5.6
Nonbanks, net	11.1	7.3	42.1	42.2
Official flows, net	<u>-29.2</u>	<u>-22.8</u>	<u>4.0</u>	<u>5.9</u>
IFIs	-27.6	-21.2	3.4	4.0
Bilateral creditors	-1.6	-1.7	0.6	1.8
Resident lending/other, net <sup>1</sup>	<u>-54.5</u>	<u>-27.4</u>	<u>-31.9</u>	<u>-49.7</u>
Reserves (- = increase)	<u>-29.6</u>	<u>-49.3</u>	<u>-129.7</u>	<u>-88.4</u>

e = estimate, f = IIF forecast  
<sup>1</sup>Including net lending, monetary gold, and errors and omissions.

Fuente: IIF

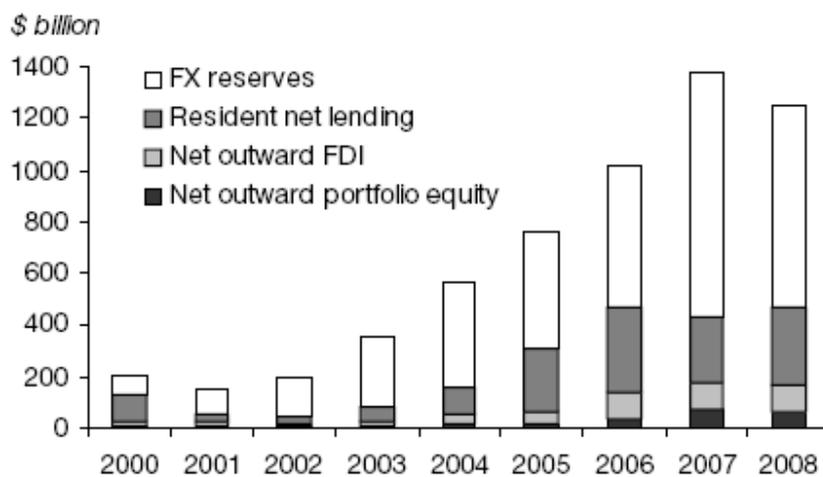
**Cuadro N°6**  
**Balance de cuenta corriente de economías emergentes**  
**(miles de millones de USD)**

<i>billions of U.S. dollars</i>	2005	2006	2007e	2008f
Current account balance	<u>273.0</u>	<u>374.6</u>	<u>436.0</u>	<u>345.1</u>
Latin America	41.0	52.7	28.3	2.9
Emerging Europe	36.2	18.7	-26.4	-89.1
Africa/Middle East	15.6	14.3	11.0	9.9
Emerging Asia	180.2	288.8	423.1	421.4
Current account balance (% of GDP)	<u>2.9</u>	<u>3.4</u>	<u>3.3</u>	<u>2.1</u>
Latin America	1.7	1.9	0.9	0.1
Emerging Europe	1.9	0.8	-0.9	-2.4
Africa/Middle East	3.1	2.5	1.8	1.4
Emerging Asia	4.0	5.5	6.6	5.3

e = estimate, f = IIF forecast

Fuente: IIF

**Gráfico N°3**  
**Flujos de salida de capital desde economías emergentes**  
**(miles de millones de USD)**



Fuente: IIF