

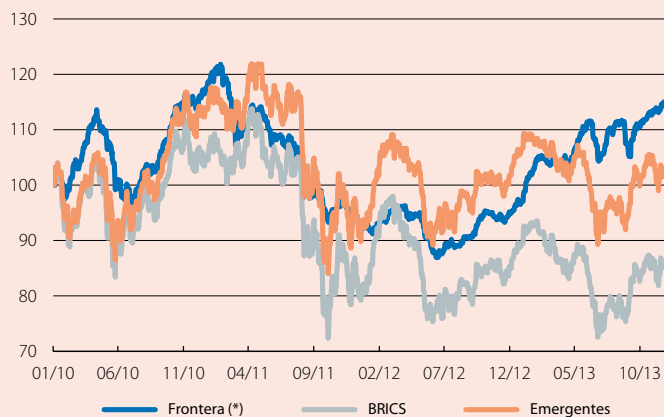
PERSPECTIVAS 2014

Flujos de capitales, desequilibrios, reformas: el trinomio emergente

Después de varios años de convulsiones muy intensas, parece que de cara a 2014 finalmente disminuyen algo las amenazas sobre la estabilidad financiera y macroeconómica internacional. Pero todavía son importantes, tanto por la enjundia de los focos potenciales de tensión como por la sospecha persistente sobre ciertos «eslabones débiles» que podrían sucumbir con facilidad. Entre los primeros destaca el giro hacia la normalización que, más pronto que tarde, iniciará la Reserva Federal (Fed). Cuando el pasado mes de mayo Ben Bernanke apuntó por primera vez en esa dirección, las turbulencias sobre los mercados financieros fueron amplias y profundas. De manera inesperada, los países emergentes recibieron un duro castigo en forma de salidas de capitales, depreciación de las divisas y aumento de las primas de riesgo. ¿Puede tener lugar un episodio similar en 2014? Afortunadamente, las condiciones están evolucionando en sentido tranquilizador. Por un lado, el factor sorpresa no debería incidir, máxime si la Fed consigue comunicar con acierto sus intenciones y estas son graduales, como parece oportuno. Por otro, buena parte de los países emergentes están poniendo de su parte para mejorar la percepción de solidez entre los inversores internacionales. Esto hace pensar que no todos sufrirán por igual el giro monetario. Los flujos de capitales presumiblemente discriminarán entre países según los desequilibrios macroeconómicos y el esfuerzo destinado a corregirlos. Conviene, por lo tanto, repasar las dinámicas en los casos más representativos.

Recuperación sin sobresaltos de las bolsas emergentes desde finales de agosto

(Índices MSCI, retorno en dólares) (1 de enero de 2010 = 100)



Nota: (*) Incluye países como Bulgaria, el Líbano, Nigeria, Pakistán y Vietnam.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Los desequilibrios internos se pueden englobar en dos grandes apartados: burbujas de activos y endeudamiento excesivo. Así, por ejemplo, inquieta el encarecimiento de las viviendas en Pekín y las grandes ciudades costeras de China, así como en São Paulo y Río de Janeiro en Brasil. Respecto al aumento de la deuda, hay ejemplos tanto en el ámbito público como privado. India es paradigma de déficits fiscales recurrentes, de modo que acumula un nivel preocupante de deuda pública y soporta una factura muy elevada en pago por intereses. El rápido deterioro del saldo fiscal en Sudáfrica también es preocupante. Por otra parte, China es el país donde más ha aumentado el endeudamiento privado, pero también ha sido notable en Brasil, Turquía, Polonia y Rusia. En definitiva, un paisaje de los emergentes salpicado de borrones, que afloraron con crudeza tras los mensajes de la Fed antes mencionados.

Sin embargo, el factor diferencial para 2014 es que muchas de las economías emergentes han emprendido procesos reformistas que serán muy importantes para corregir estos desequilibrios externos e internos. La lista es larga. Sin duda, las noticias que llegan desde China después de la Tercera Sesión Plenaria del Partido Comunista, bajo el nuevo liderazgo de Xi Jinping, ocupan un lugar destacado. Aunque todavía se desconocen los detalles, la orientación estratégica consiste en otorgar un papel más decisivo a las fuerzas del mercado. Entre las principales líneas de actuación están una mayor apertura a la inversión extranjera, aumentar la relevancia del sector privado empresarial, modernizar y liberalizar el sector financiero (que comportará una mayor flexibilidad en el régimen cambiario), y las reformas administrativa, fiscal y rural-urbana. Un plan ambicioso que, de cumplirse, propiciará avances significativos y sostenibles a medio plazo. A corto plazo, el considerable margen de maniobra del Ejecutivo chino para adoptar medidas expansivas (de tipo monetario o fiscal) invita a ser optimistas con las perspectivas de crecimiento del país.

Desde 2008, la política monetaria de los principales bancos centrales occidentales ha sido extraordinariamente expansiva. Ello, junto con la situación de dificultades de la eurozona, provocó una enorme afluencia de capitales hacia las economías emergentes. Una rentabilidad superior de las inversiones en dichos países, y un cuadro de vulnerabilidades mucho más saneado que a finales de los noventa, los convirtió en destino predilecto entre la comunidad financiera internacional, con el consiguiente riesgo de «efecto boomerang» propio de los flujos de cartera de tinte más especulativo. La superabundancia de liquidez impulsó el crecimiento del crédito en numerosas economías emergentes, originando o acentuando desequilibrios externos e internos por doquier. Entre los primeros destaca el deterioro de los saldos por cuenta corriente en algunos de los países grandes, en particular los «cinco frágiles» (Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica), cuyas divisas sufrieron con especial severidad la tormenta del pasado verano. Los

México también ocupa un lugar destacado por su ambicioso programa de reformas estructurales, iniciado ya a finales de 2012. Tras aprobar las reformas laboral, educativa, del sector de las telecomunicaciones y financiera, este noviembre llegó el turno de la reforma fiscal, aunque lo cierto es que es un tanto descafeinada. Como contrapunto, cabe esperar una reforma energética de calado, que elimine las actuales limitaciones inversoras en el sector y empuje el crecimiento potencial del país a medio plazo. A corto plazo, y después de una ralentización en la primera mitad de 2013, la economía ganará tracción apoyada por la mejora de EE. UU. (país que absorbe el 80% de sus exportaciones) y unas políticas fiscal y monetaria en clave expansiva.

Por su parte, India es una de las economías que afronta mayores retos: debe potenciar el débil sector manufacturero a fin de corregir el elevado y creciente déficit por cuenta corriente, y necesita llevar a cabo una importante consolidación fiscal sin descuidar la inversión en infraestructuras (imprescindible para aliviar los cuellos de botella que atenazan el crecimiento). Todo ello en un contexto de presiones inflacionistas que no amainan. Ante esta compleja situación, no es de extrañar que su moneda sufriera una brusca depreciación este verano. Además de la magnitud de sus desequilibrios, un factor que juega en contra de India en la carrera por captar inversores es la dificultad de alcanzar coaliciones políticas estables que den continuidad a los planes de reestructuración económica, en especial ante la cercanía de elecciones legislativas el próximo mayo. Con todo, la determinación de las actuaciones recientes de la renovada autoridad monetaria para atajar la inflación, los recortes en los subsidios al precio del diésel y el anuncio de un nuevo impuesto de bienes y servicios son pasos significativos en la dirección correcta. Si tras las elecciones perdura el impulso reformista y el aplomo en las políticas de ajuste, probablemente los inversores internacionales se convenzan de las atractivas perspectivas que presenta la India a medio y a largo plazo.

Brasil también debe afrontar retos significativos: mejorar el entorno empresarial para que el sector privado contribuya más al crecimiento, liberalizar el mercado laboral y generar espacio fiscal para poder aumentar la inversión en infraestructuras logísticas y energéticas. Pero a diferencia de los países hasta ahora mencionados, los esfuerzos reformistas son insuficientes. En parte esto es debido a un efecto engañoso y contraproducente derivado de la inercia que todavía exhibe el fuerte crecimiento del pasado, con la ayuda de una política fiscal expansiva (en el contexto del Mundial de fútbol y ante la cita electoral del próximo año). El riesgo es que el descontento social y la presión electoral sesguen en exceso las políticas públicas hacia planteamientos sociales y proteccionistas, en detrimento de la eficiencia y el crecimiento potencial del largo plazo. Esto podría minar la confianza de los inversores internacionales.

Turquía también fue castigada severamente por los mercados debido a sus elevados desequilibrios macroeconómicos (en especial, la inflación y el déficit por cuenta corriente). Aunque es imprescindible que reduzca su elevada dependencia exterior, no será fácil lograrlo ante una realidad política compleja. A corto plazo, el escenario previsible contempla un progresivo endurecimiento de la política monetaria, restricciones administrativas al crédito y una política fiscal, en cambio, levemente más expansiva. Como resultado de estas acciones, es de esperar una desaceleración de la actividad entre finales de 2013 y mediados de 2014, pero una suave recuperación a partir de ese momento. En cualquier caso, hasta que el reajuste económico esté encarrilado y se atisbe la reactivación, Turquía corre el peligro de ser identificado como uno de los «eslabones débiles» en la arena internacional.

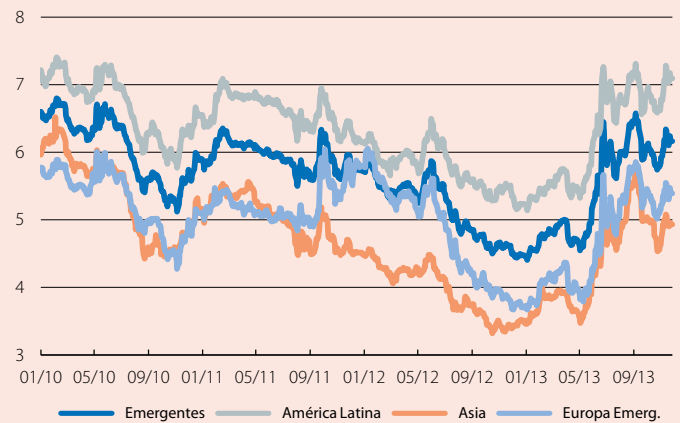
Por último, en Rusia las condiciones son cómodas: el holgado superávit por cuenta corriente y el equilibrio de las finanzas públicas proporcionan un valioso margen de seguridad frente a aumentos de la aversión al riesgo global. Con todo, a medio plazo, la combinación de cierto inmovilismo reformador (especialmente en materia de cambios institucionales) y una de las demografías más adversas entre los emergentes (se prevén disminuciones de la población en edad de trabajar a causa de la baja natalidad) acrecienta el riesgo de una disminución sostenida del crecimiento potencial.

En definitiva, el mapa de desequilibrios y los esfuerzos para su corrección son dispares a lo largo del mundo emergente. En conjunto, el panorama evoluciona de manera razonablemente satisfactoria, de modo que es de esperar que soporte bien un entorno de menor liquidez global. Se cumpliría así el dicho de que la historia raramente se repite (aunque, en ocasiones, rima).

*Clàudia Canals y Avelino Hernández
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Yields de bonos soberanos de países emergentes ya anticipan la menor liquidez

Bonos denominados en dólares, yield (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.