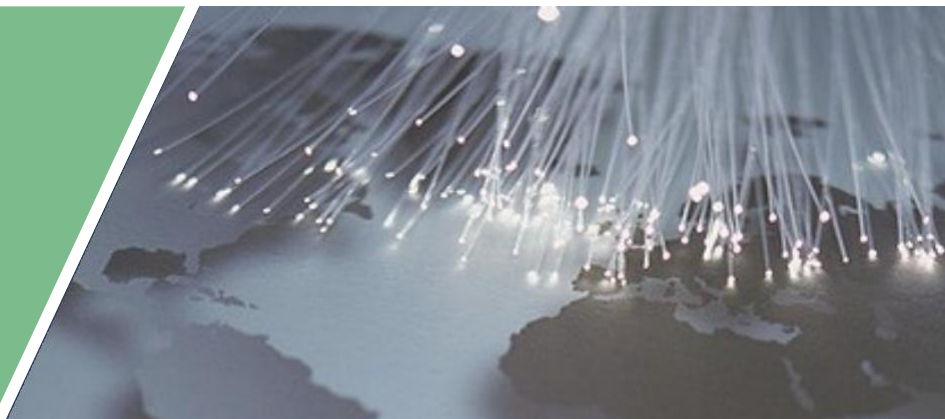


Riesgo País



CONTENIDOS

- /02 **Transformación de riesgo de los países en vías de desarrollo**, por Julien Marcilly e Yves Zlotowski
- /02 **Sociedades polarizadas**
- /06 **Economías más protegidas**
- /10 **Crecimiento Crediticio excesivo**

FOCO

- /05 **Los dos años de “Primavera Árabe”: África del Norte y Medio Oriente en constante confusión**, por Pierre Paganelli
- /07 **Efectos de controles de capital. El ejemplo de Brasil**, por Axelle Fofana

En este Panorama, Coface resalta la transformación radical de los riesgos en los países en vía de desarrollo. Aunque el riesgo país tradicional (riesgo soberano, vulnerabilidad externa) haya disminuido considerablemente, tres nuevos riesgos que deben ser monitoreados han aparecido:

- **El riesgo de la inestabilidad político**
El riesgo aumentó ya que las sociedades de los países en vías de desarrollo ahora tienen nuevas demandas y cada vez cuentan con más medios para expresarlas. Por lo tanto, con la ayuda de un marco renovado para evaluar el riesgo político, Coface puede demostrar que aún existe un alto riesgo de inestabilidad en los países de la región de África del Norte/Medio Oriente. Venezuela, Rusia, China, Nigeria y Kazakhtan se enfrentan a presiones importantes para el cambio también.
- **El riesgo del proteccionismo progresivo**
El proteccionismo (financiero pero también comercial) es el resultado de los shocks exógenos que han afectado los países en vías de desarrollo desde 2008. Esta situación podría involucrar, en el futuro, no solo posibles fechas de vencimientos de pago para los importadores sino que también más barreras de ingreso para los negocios extranjeros que esperan aprovechar la demanda nacional de las economías emergentes. Argentina, Rusia y, en menor medida, la India, son países a considerar dentro de este grupo.
- **Riesgo crediticio bancario**
Los créditos bancarios han sido muy dinámicos en los países en vías de desarrollo hasta el punto de crear burbujas actuales en los mercados crediticios domésticos y comerciales. Coface indica los países donde existe un peligro de dichos booms crediticios. Algunos países emergentes de Asia que se mantienen a flote por una dinámica de crecimiento favorable, tienen mercados que necesitan vigilancia. Chile, Turquía, Rusia y Venezuela también están registrando crecimiento crediticio excesivo.

Nota:

Este documento es un resumen que refleja las opiniones y puntos de vista de los participantes como lo interpretó y señaló Coface en la fecha en que fue escrito y basado en la información disponible. Este se puede modificar en cualquier momento. La información, análisis y opiniones contenidas en el documento se han elaborado en base a nuestra comprensión e interpretación de los debates. Sin embargo, Coface no garantiza, bajo ninguna circunstancia, la exactitud, integridad o realidad de la información de este documento. La información, análisis y opiniones se proporcionan para fines informativos y sólo son un suplemento a la información que el lector puede encontrar en otros lugares. Coface no tiene obligación basada en resultados, sino una obligación de medios y no asume ninguna responsabilidad por cualquier pérdida incurrida por el lector como consecuencia del uso de la información, análisis y opiniones contenidas en el documento. Este documento, los análisis y las opiniones expresadas en él son de exclusiva propiedad de Coface. Se le permite al lector verlas o reproducirlas solo para uso interno, sin perjuicio de establecer claramente el nombre de Coface y no alterar o modificar los datos. Se prohíbe cualquier uso, extracción, reproducción para fines comerciales o públicos sin previa autorización de Coface. Remítirse a la sección legal del sitio Web de Coface.

Transformación del riesgo país emergente

Julien Marcilly, Yves Zlotowski
Finalizado el 6 de marzo de 2013

El colapso de Lehman Brother y sus consecuencias en las economías avanzadas han cambiado radicalmente la evaluación del riesgo país. Los riesgos asociados a la mayoría de los países más avanzados han aumentado considerablemente, particularmente debido a la explosión de su deuda pública y su crecimiento económico débil. Por el contrario, los países en vía de desarrollo son menos riesgosos: su deuda pública ha seguido disminuyendo a pesar de la crisis, la liquidez de la moneda extranjera se ha mantenido muy cómoda y el crecimiento muy sólido. Las tendencias a largo plazo confirman lo siguiente: la tasa media de crecimiento potencial de las nuevas economías emergentes, que son más del doble desde el período 1970-1989 hasta 1990-2007 han aumentado de 1,5 a 3,5%. Al mismo tiempo, la desviación estándar del crecimiento del PIB cayó de 4,25% a 3,25%. En otras palabras, las nuevas tasas de crecimiento del país son ahora más fuertes de lo que eran, con fluctuaciones menos marcadas.

Pero sus fuertes fundamentos no han impedido que la actividad económica en los países en vías de desarrollo tenga un golpe temporal debido a la recesión de las principales economías avanzadas en 2008-2009. Esto ha tenido efectos secundarios sobre su crecimiento a través de diferentes canales (comercio, inversión, bancos). Frente a esta crisis temporal, las reacciones de las economías y de los

negocios de los países en vía de desarrollo han sido tan diversos como muchas, sin embargo se puede resumir en una sola palabra: resistencia, aunque esta resistencia ha adoptado diversas formas. Políticamente, el aumento del desempleo y la desigualdad, como resultado de la crisis, es uno de los factores desencadenantes de los movimientos de protesta en el Medio Oriente y África del Norte. Económicamente, esta resistencia se caracterizó en un primer momento por el aumento del proteccionismo en diversas formas (por ejemplo, el proteccionismo comercial, los controles de capital) y también dio lugar a profundas medidas de estímulo económico, principalmente a través de políticas monetarias. Posteriormente, estas medidas dieron lugar al crecimiento crediticio excesivo en varios países en vías de desarrollo. Estos cambios recientes destacan el hecho de que la naturaleza de los riesgos en los países en vías de desarrollo ha alterado profundamente: el riesgo país tradicional (riesgo soberano, la vulnerabilidad externa) que parece haber disminuido, pero han aparecido nuevos riesgos. En el presente panorama, nos enfocamos especialmente en tres de estos nuevos riesgos, que se originan, en parte a la crisis mundial de 2008-2009 y afectan a los países en vías de desarrollo hoy en día: el riesgo político y social, el riesgo de proteccionismo y el riesgo de burbujas crediticias.

SOCIEDADES MÁS POLARIZADAS⁽¹⁾

Nuevas bases para la tensión política en los países emergentes

La ola de revoluciones árabes ha tenido un efecto sísmico en el riesgo país tradicional. Como regla general, los trastornos políticos están mal anticipados tanto por los observadores privados como por los investigadores académicos. Los regímenes de Hosni Mubarak en Egipto (Presidente desde 1981 hasta 2011) o el de Zine El Abedine Ben Ali en Túnez (Jefe de Estado de Túnez desde 1987 hasta 2011) se consideran estables. Sólo los períodos de sucesión fueron considerados como potencialmente problemáticos. Los disturbios se originan desde cambios «endógenos» en el régimen, pero no de presiones sociales «endógenas».

La globalización de las protestas también ha causado sorpresa. A través de un hábil proceso de imitación y representación, la revolución tunecina fue seguida por levantamientos similares: los regímenes autoritarios derrocados de Egipto, Libia y Yemen. Además, se han llevado a cabo algunas manifestaciones en Bahrein, Marruecos y Jordania. Pero esta ola va más allá de los países árabes: a finales de diciembre de 2012, a causa de las elecciones legislativas, se desarrollaron también algunos movimientos de protesta sin precedentes en Rusia.

En el 2011 y 2012, la India fue sacudida por protestas contra la corrupción y contra la violencia en las mujeres. En 2012, Sudáfrica fue el escenario de un movimiento social violento e inusual en las minas. Estos diversos episodios de tensión parecen disímiles. Sin embargo, estas protestas - se quiera o no resultan de las revoluciones - expresan una forma de exasperación social con instituciones bajo aviso para tomar en cuenta sus acciones. Desde la revolución tunecina, las sociedades de los países en vías de desarrollo han expresado sus preocupaciones latentes. ¿Qué hay en esta área que ha sido ignorada o subestimada por el marco de referencia para evaluar el riesgo país? ¿Qué es lo que el marco para evaluar el riesgo país ha ignorado o sobrestimando en esta área?

Exigencias políticas e institucionales

Los indicadores tradicionales sociales y económicos (el desempleo, desigualdades, inflación, PIB per cápita) siguen siendo variables clave. Sin embargo, no todas se consideran razones para la «exasperación». Es interesante señalar que la revolución egipcia se llevo a cabo después de años de crecimiento récord para Egipto (2) y que Túnez parece ser un modelo de reforma. El FMI reconoce en una reciente publicación (3) que la estrategia de separar las reformas políticas y económicas no ha funcionado. Sin un sistema de «control y equilibrios» por parte de la sociedad, las desigualdades han aumentado y la frustración se ha afianzado.

(1) Se redactó esta sección con la ayuda de Guillaume Bagué.

(2) Entre 2006 y 2008, la tasa de crecimiento promedio anual del PBI fue 7%. Entre 1998 y 2008, el PBI per cápita de Túnez en dólares creció de 2336 para 4345, (fuente: FMI)

Marwan Muasher cita el ejemplo de las privatizaciones, que en un sistema deficiente de gobierno, es igual a la apropiación de bienes públicos por una élite cercana al gobierno. En definitiva, las reformas orientadas a liberalización económica promovida por las instituciones internacionales pueden haber tenido consecuencias devastadoras, cuando no han ido acompañados de reformas políticas.

Asimismo que los slogans de los manifestantes a menudo se refieren al gobierno. El tema de la corrupción siempre es tema de discusión. ⁽⁴⁾ Al joven vendedor de verduras tunecino, Mohamed Bouazizi, que se prendió fuego en Sidi Bouzid, en diciembre de 2010, se le confiscaron los productos y balanza porque se encontraba en un lugar prohibido (fuera de la parada de taxis de la oficina del gobernador). Lo que sucedió con el Sr. Bouazizi tuvo un gran impacto mediático, en primer lugar por su carácter trágico y desesperado, pero también porque expresa un estancamiento situacional importante por parte de los ciudadanos. En este caso particular, las barreras de ingreso perjudicaron un sinónimo empresarial de supervivencia. La sociedad se convirtió incapaz de permitir que las iniciativas esenciales (económicas o políticas) se desarrollen y que los obstáculos puedan ser superados sólo por un acto perjudicial.

Los habitantes de los países en vías de desarrollo están pidiendo reformas políticas e institucionales que les permitan una mayor participación política y económica. Están exigiendo democracia como lo definió Armatya Sen, es decir, una exigencia de participación para la deliberación y nuevas aspiraciones que se deben considerar. Por lo tanto, es de mayor alcance que la exigencia de elecciones formales y es por esta razón que esta exigencia también se da en los países que cuentan con instituciones democráticas, como la India. Los obstáculos para participar en política o economía no son simplemente el resultado de la ausencia de libertad de expresión sino que también son el resultado de menos reglas invisibles y formales (por ejemplo, la falta de proteger los derechos de propiedad, la corrupción y el acoso administrativo invasivo, las barreras para el desarrollo socio-económico y político de las mujeres, de los jóvenes) que han llegado a ser intolerables.

Se ignoran cambios culturales trascendentales

Si la exigencia de la democracia (en sentido amplio) se ha convertido cada vez más importante en los países en vía de desarrollo, esto se debe también a que las sociedades cuentan más medios para instigarla. Se ha sobreestimado la profundidad de la sociedad civil en los sistemas políticos autoritarios. La prosperidad económica desempeña un papel fundamental al liberar a los ciudadanos de las preocupaciones de la propia supervivencia. Esta evolución de necesidades se caracteriza por la famosa pirámide desarrollada por el psicólogo Abraham Maslow, que representa una jerarquía de necesidades de los individuos basada en la idea de que éstas evolucionan a medida que las satisfacen. Cuando las necesidades de supervivencia se cumplen, se deben satisfacer otras necesidades (seguridad, pertenencia, estima, logro, en ese orden definido por Maslow). El aumento en la educación de los jóvenes es también un factor esencial de frustraciones.

El investigador, Florencia Gaub, en su resumen de las lecciones que se obtuvieron de la primavera árabe ⁽⁵⁾ brinda importancia a la frustración relacionada a la llegada de los jóvenes titulados en los mercados de trabajo que no pueden absorberlos: «A pesar de ser definidas como fuertes, las instituciones estatales tunecinas no fueron capaces de llenar el vacío que las reformas educativas habían creado entre expectativas y realidad». Por último, el papel de la mujer en las sociedades árabes ha evolucionado considerablemente y muchas de ellas participaron en las manifestaciones de Egipto y Túnez. El demógrafo, Philippe Fargues, especialista en el mundo árabe indica que «mientras que en el pasado una alta tasa de fecundidad era relacionada a los matrimonios jóvenes y la mínima participación de mujer en la economía; la tasa de fecundidad se redujo de 7 hijos por mujer en 1960 a 2,9 en 2008», datos obtenidos de la región MENA (por su siglas en inglés), ⁽⁶⁾. Por lo tanto, las exigencias democráticas, también se refieren al género ya que estos cambios trascendentes han cambiado el rol de la mujer en las sociedades árabes.

Finalmente las redes sociales son una nueva forma de expresar frustración. El acceso a Internet en muchos países en vías de desarrollo ha explotado literalmente. Las redes sociales desempeñan dos papeles. Son un medio de movilización rápida, fácil de usar y poco controlado por las autoridades. Sin embargo, son similares a un experimento democrático que permite a muchos jóvenes expresarse libremente en un mundo virtual, pero también no jerárquico. Poco a poco, la discrepancia entre los obstáculos en la sociedad actual y la libertad experimentada en la pantalla se ha vuelto difícil de aceptar. Debemos recordar que el activista ruso disidente, Navalny Alexey, se hizo famoso, entre otras cosas, gracias a su sitio web «Rosspil», que recomendaba a los ciudadanos rusos que desde finales de 2010 registren, por medio de documentos públicos oficiales, apropiación indebida de fondos por parte de las administraciones en el ámbito de la contratación pública.

Hacia la redefinición de los indicadores de riesgo político

A partir de este rápido análisis, los indicadores de riesgo político nos parecen ser de dos tipos: las presiones para el cambio deben ser medidas por variables que representen el grado de intensidad de las frustraciones económicas, sociales y políticas en un país determinado. Las desigualdades, la magnitud del desempleo, las libertades políticas y la corrupción son los factores multidimensionales de estas frustraciones. Sin embargo, la existencia de estas tensiones, incluso si es muy intensa, no significa que ocasionará los trastornos sociales. La capacidad de las sociedades para transformar estas presiones en cambio efectivos requiere el desarrollo de instrumentos que a su vez permiten la expresión, la canalización y movilización de estas desventajas. El desarrollo de estos instrumentos, de naturaleza esencialmente cultural, ha jugado un papel importante en los países árabes. Se trata del nivel de educación, mayor acceso a la Internet, la urbanización, la tasa de fertilidad y la tasa de participación de las mujeres en el mercado laboral. Según nuestro análisis, estos cambios culturales son una medida de la capacidad de la sociedad para transformar la frustración en acción política.

(3) Referirse a Muasher M. (2013), Freedom and Bread Go Together, en el número especial dedicado a los países del medio oriente: « The Middle-East: Focus on the Future », Finance & Development, March 2013.

(4) El tema de corrupción fue el centro de las protestas rusas en diciembre 2011 y enero de 2012. La lucha contra la corrupción estuvo tras el movimiento liderado por el militar Anna Hazare, quien dirigió las vigilias en Delhi en 2011.

(5) F. Gaub (2012) « Lessons Learnt: Understanding instability: Lecciones de la "Primavera Árabe", AHRC Policy Series n°9, Arts and Humanities Research Council, Informe para «History of British Intelligence and Security Research Project», Diciembre 2012.

(6) Ph. Fargues (2008), Patrones demográficos emergentes a través del Mediterráneo y sus implicaciones para la migración para el 2030. , Migration Policy Institute, Transatlantic Council on Migration, Noviembre.

Por lo tanto, el riesgo político debe combinar dos tipos de módulos que se resumen en la siguiente tabla. Cada uno de estos módulos - presiones para el cambio y los instrumentos de cambio - se componen respectivamente de una combinación de 6 y 7 elementos, la ponderación total que llega hasta 100%. En el módulo de «presiones», el nivel de desempleo, la corrupción y la libertad de expresión («expresión y responsabilidad») tiene el porcentaje más importante, es decir, más del 20%.

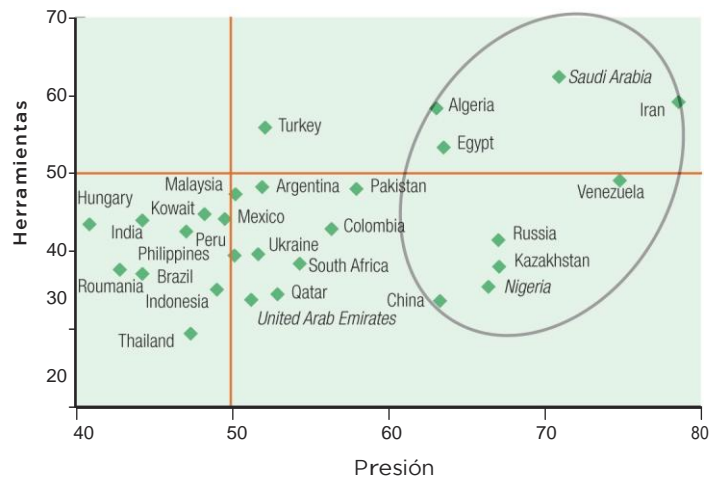
Presiones para el cambio	PBI per capita * Inflación * Desempleo * GINI ** Expresión y responsabilidad ** Control de corrupción **
Instrumentos para el cambio	Tasa de educación superior ** Tasa de alfabetización de los adultos ** Acceso a internet ** Proporción de jóvenes ** Tasa de fertilidad ** Tasa de urbanización ** Tasa de participación femenina Female participation rate **

* Fuente: FMI
 **Fuente: Banco Mundial

En el módulo «instrumento», la proporción de los jóvenes y la participación de las mujeres tienen un porcentaje mayor a 30%.

Podemos interpretar este resultado como se muestra a continuación: las frustraciones son inmensas, pero la capacidad de las sociedades para provocar trastornos políticos es relativamente limitada. Por otro lado, muchos de los países del Norte África/Medio Oriente (Siria, Irán, Líbano, Jordania, Argelia, Egipto, Túnez, Arabia Saudí) están situados en la parte superior derecha del gráfico, que muestra una combinación de presiones sólidas para el cambio e instrumentos importantes, dando lugar a grandes cambios políticos o manifestaciones recurrentes, como es el caso de Jordania. Uno de los mayores retos es que las transiciones políticas deben ser capaces de sobrellevar las frustraciones que están originando, que es la fuente de la inestabilidad recurrente en Túnez y Egipto post revolucionarios.

30 países en vías de desarrollo (PBI de 2011)



Países en Cursiva: Sólo el 90% comprenden el indicador sintético disponible
 Fuente: Coface

Si seleccionamos 30 países emergentes por su importancia, la región del norte de África / Medio Oriente se distingue nuevamente de las otras regiones que ocupan la parte superior derecha del gráfico. Se puede observar que Nigeria, Venezuela, Rusia, Kazajstán y China tienen presiones de cambio en un nivel superior o igual a las situaciones de Túnez y Egipto. Esta configuración da pie para hacer dos comentarios:

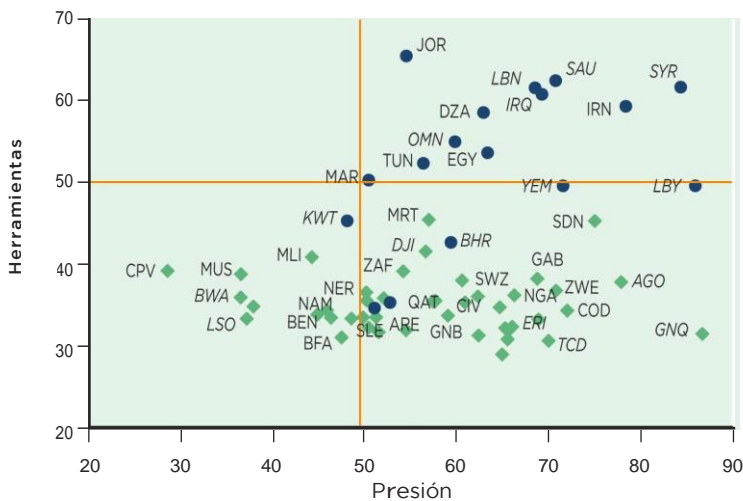
- En los sistemas que se caracterizan por las transiciones políticas inciertas como en Venezuela (un caso de actualidad en el contexto de la muerte de Hugo Chávez a principios de marzo 2013), la polarización se puede expresar con violencia cuando se lleven a cabo las elecciones.

- La capacidad de las instituciones estatales para responder a un alto nivel de frustración varían y no se consideran en este diagrama. Los sistemas, sean o no democráticos, a veces son capaces de reformarse sin interrupción. Sin embargo, los regímenes políticos que sean objeto de enormes presiones para el cambio y la fuerte movilización popular sólida pueden elegir el camino de la represión radical, como Irán y Siria. Los regímenes existentes luego tomar el riesgo de que las perturbaciones sean aún más violentas e inestables que las revoluciones tunecinas y egipcias. La represión ha conllevado a una guerra civil sangrienta, como es el caso de Siria. El «respiro» a partir de los disturbios en Irán probablemente no durará.

Continúa en pag.6

● África (Región Sahara)
 ◆ Medio Oriente y Norte de África

Instrumento



Países en Cursiva: Sólo el 90% comprenden el indicador sintético disponible
 Fuente: Coface

Los gráficos combinan los dos módulos: las presiones para el cambio (eje X) y los instrumentos para el cambio (eje Y). Varios países de la región del Sahara en África se encuentran en la parte inferior derecha de la tabla. Las presiones sólidas para el cambio están asociadas a una presencia relativamente débil de los «instrumentos»

Dos años de la «Primavera Árabe» en: África Norte y el Medio Oriente en constantes conflictos

Pierre Paganelli

Después de dos años de conflictos políticos, sociales y económicos, la transición en los estados del mundo árabe, que sufrió trastornos – en particular Túnez y Egipto – sigue siendo tema de discusión. En Siria la revolución «interminable» dio un giro dramático, transformándose en una guerra civil. Desde 2011, otros países árabes, como Jordania, Marruecos y Argelia, se han enfrentado en menor intensidad a la oposición política y social.

Islamistas conservadores enfrentan la dificultad de ejercer el poder en Túnez y Egipto

En estos dos países, las elecciones democráticas llevaron al poder partidos ilegales islámicos conservadores principalmente debido a su mejor organización y su integración a la sociedad a través de las redes de ayuda mutua. La polarización creciente entre los islámicos quienes ponen su identidad religiosa, y los nacionalistas seculares, sin embargo, pone en riesgo la estabilidad de estos países. Estos dos grupos opuestos creen tener legitimidad democrática y representan el espíritu de revolución. Los gobiernos sin experiencia, por lo tanto, no disfrutaron de un consenso político y se enfrentan a problemas estructurales complejos y expectativas populares altas.

En Túnez, la brecha es cada vez mayor entre los islamistas y los partidos o fuerzas seculares, tras el asesinato de Chokri Belaid, una figura de la oposición secular a principios de febrero de 2013. Este ambiente político demorará la redacción de la futura Constitución y celebración de las elecciones presidenciales y legislativas, postergadas desde junio hasta finales de 2013. Además, las tensiones sociales se están incrementando debido a que la tasa de desempleo sigue siendo elevada, sobre todo entre los jóvenes, y las grandes desigualdades sociales y geográficas. Los islamistas conservadores profesan un programa económico liberal, pero están experimentando dificultades al implementar una política económica. El efecto de este ambiente es debilitar el proceso de transición política, así como el frágil equilibrio económico y financiero.

En Egipto, los amplios poderes que el presidente conservador islamista, Mohamed Morsi, de la hermandad musulmana se atribuyó, han provocado grandes manifestaciones desde finales de 2012, con una polarización entre los islamistas y los no islamistas. Las protestas también son motivadas por la aprobación controversial por referéndum a finales de 2012 de una nueva constitución redactada por una asamblea dominada por los islamistas y cuestionada por la oposición. La incertidumbre se mantendrá al menos hasta las nuevas elecciones, previstas inicialmente para finales de abril 2013, pero se suspendieron en esta etapa. Estas elecciones, debido, entre otras cosas, al boicot por parte de la oposición, podría consolidar el control del poder por los islamistas de una manera más autoritaria. Por otra parte, la dirección de la política económica es incierta, lo que, en particular, se ilustra por la dificultad que tienen las autoridades para

llegar a un acuerdo con el FMI, mientras que la situación económica y financiera está empeorando.

Condiciones de la Guerra Civil en Siria

La represión militar del régimen de la oposición del presidente Bashar al-Assad ha conllevado a la guerra civil. En este contexto, el aislamiento internacional de Siria ha aumentado, el país es objeto de sanciones por parte de Estados Unidos, la Unión Europea, Turquía y la Liga Árabe. Sin embargo, el régimen sirio seguirá contando con el apoyo diplomático de China y Rusia, así como con la ayuda económica y militar de Irán.

A pesar de un mayor control de varias zonas del país por el ejército sirio y por grupos yihadistas, estas fuerzas dispares no tienen la capacidad militar suficiente para derrocar al régimen de manera más rápida. Políticamente, la Coalición Nacional de la Oposición y las Fuerzas Revolucionarias creadas a finales de 2012 no han podido tomar las medidas adecuadas para reducir los desacuerdos dentro de esa oposición.

En consecuencia, la situación más probable es que la guerra civil continúe en el 2013, con una partición de facto del país. En el análisis final, el régimen – cuyo núcleo principal se limita a la minoría alauita (alrededor del 12% de la población) – podría sucumbir al aumento en el poder de la rebelión armada, a una revuelta social ligada al empeoramiento de la crisis económica en la que el país está sumido, a presiones externas o una combinación de todos estos factores.

En monarquías con pocos recursos naturales de energía se darán cambios superficiales en Jordania y cambios ligeros en Marruecos

En Jordania se han producido manifestaciones sucesivas desde 2011 y el gobierno sigue enfrentando las divergentes exigencias de los leales y las tribus, por un lado, y de la oposición, por otro, en particular del Frente de Acción Islámica, una derivación de la hermandad musulmana, que exige una monarquía constitucional. A esto se suman los problemas relacionados con la situación entre Palestina/Jordania, dentro del reino (los palestinos que constituyen más del 60% de la población total). Asimismo, se podrían dar nuevas protestas debido a la reducción de los subsidios que se originan del acuerdo firmado con el FMI en agosto de 2012. Por lo tanto, a pesar del inicio de las reformas, el rey Abdullah II – que todavía cuenta con el apoyo de la población y las fuerzas armadas – quiere mantener lo imprescindible del poder. En este contexto, Jordania está sobre-expuesto a la inestabilidad política regional, particularmente en Egipto y Siria, con el riesgo de que la caída del régimen sirio fortalezca la oposición islamista y debilite un poco más la monarquía hachemita.

FOCUS

Pierre Paganelli
(continuación)

En Marruecos, en respuesta a la creciente insatisfacción social y económica y a la luz de los levantamientos del mundo árabe, la reforma constitucional iniciada por el rey Mohamed VI a mediados de 2011, tiene como objetivo el reequilibrio de la monarquía mediante el fortalecimiento de los poderes del primer ministro y Parlamento. Sin embargo, esto no cambia esencialmente las prerrogativas de la monarquía marroquí que sigue siendo popular. Una pequeña parte de la población, sin embargo, se queja de la corrupción y el clientelismo, los movimientos de protesta que involucran a algunos miembros del entorno del rey. Las elecciones legislativas a finales de 2011 dio lugar a una mayoría relativa del partido de Desarrollo y de Justicia (islamista), la candidatura de su líder como primer ministro y la formación a principios de 2012 de una coalición de gobierno con tres partidos laicos. En este marco, la implementación de una nueva constitución parece ser estar en marcha, pero la búsqueda de una justicia social será más problemática, incluyendo el riesgo del aumento de las tensiones.

La « excepción » argelina evidente

Las protestas populares son recurrentes en Argelia, sin presentar una amenaza actual para el régimen. Después del trauma de la guerra civil

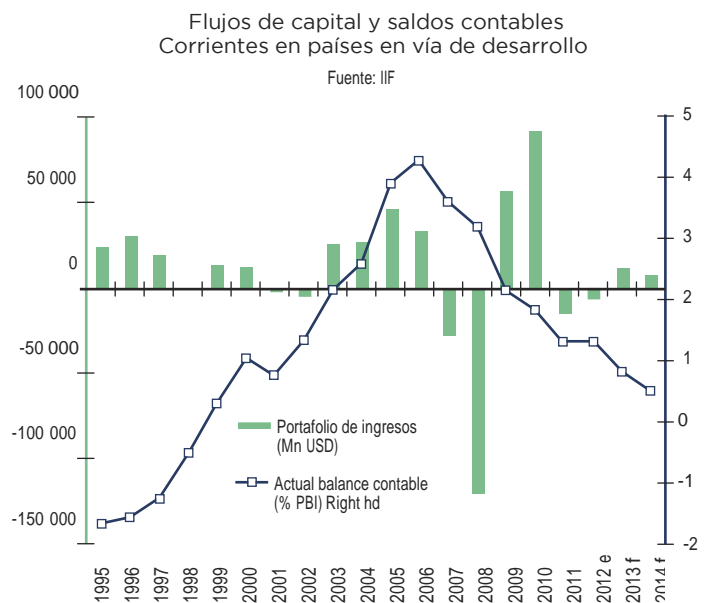
oculta de la década de los noventa, la población aspira más a la paz que a una experiencia revolucionaria, a pesar del descontento popular. Además, gracias a una ganancia inesperada del hidrocarburo, el gobierno tiene los medios para aliviar la oposición política y social, por ejemplo, al tomar diversas medidas desde principios de 2011, tales como incrementos salariales del sector público o el aumento de subsidios. En este contexto, las elecciones legislativas de mayo 2012, marcadas por un alto nivel de abstención, no dieron lugar a la dominación de los partidos islamistas, ya que la coalición nacionalista gobernante mantuvo su mayoría. La próxima fecha importante será la elección presidencial de abril 2014, en la que no se espera que Presidente A. Bouteflika vaya por un cuarto mandato. Después de la expulsión de los líderes de los dos principales partidos de la coalición gubernamental a principios de 2013, el resultado de su sucesión es impredecible en estos momentos. Por otra parte, a pesar de la situación de seguridad relativamente mejorada, el activismo de los grupos islamistas radicales se ha intensificado en las fronteras del sur del país, como lo demostró el ataque al complejo de gas In Amenas en enero de 2013.

Antes de cualquier cambio o mejora, la situación podría deteriorarse especialmente en los países que encabezan el cambio, es decir Túnez y Egipto. Después de décadas de regímenes autoritarios, los procesos de transición serán largos y tomará tiempo para que los sistemas políticos estables emerjan en los países que han sufrido levantamientos.

ECONOMÍAS MÁS PROTEGIDAS

Uso creciente de los controles de capital

Desde la caída de Lehman Brothers, los países en vías de desarrollo han puesto en marcha una serie de controles de capital sin precedentes para mitigar los shocks sufridos por los saldos de pago de los países en vías de desarrollo en 2008. Los datos disponibles de la IFI (del inglés International Finance Institute) indican que los flujos de portafolio netos (7) alcanzaron un nivel récord de salida de 120,6 mil millones de dólares en 2008. Dos años después, en 2010, los flujos netos fueron positivos y alcanzaron un nivel de ingresos netos de 90,8 mil millones de dólares. Esta volatilidad de los flujos especulativos no es estable: los ingresos netos masivos conllevaron a una sólida apreciación de la moneda, que afecta la competitividad del sector manufacturero. Los gastos son peligrosos para las empresas o bancos expuestos al riesgo de la tasa de cambio. Por lo tanto, los controles de capital presentan el resultado de esta volatilidad. Por otra parte, los factores determinantes de esta volatilidad son exógenos a los países en vías de desarrollo. A diferencia de las crisis de la década de los noventa, la dinámica de los flujos de capital es en realidad el resultado de la crisis subprime y la política no convencional de la Reserva Federal (facilitación cuantitativa) y la crisis soberana de la zona euro. Los países avanzados son el epicentro de esas fuerzas motrices. En consecuencia, los controles de capital, de una manera legítima, se consideran como un medio de protección contra los shocks por el cual los países en vía de desarrollo no son responsables.



(7) Los flujos de portafolio corresponden a las compras por los bonos y acciones no residentes (como una pequeña proporción del capital total de una entidad). Son inestables por definición.

En efecto, la doctrina de las instituciones financieras internacionales ha evolucionado muy notablemente junto con la devolución de los controles de capital. En noviembre de 2012, el FMI (8) (después de varios intentos infructuosos, ya que fueron fuertemente criticados por India y Brasil, que consideraron que sus posiciones no eran suficientemente favorables a los controles de capital) publicó una «visión institucional» equilibrada, que reconoció los beneficios potenciales de los controles. Estos ya no son considerados como expediente provisional e ineficaz. Su importancia es, por supuesto discutida de acuerdo al caso, pero se ve que está relacionada con la madurez de los sectores financieros, que pueden, si aún están débiles, beneficiarse de la protección que ofrecen. Asimismo, el FMI hace hincapié en que la reforma también debe venir de los países exportadores de capital especulativo. La doctrina, en general, cuestiona el carácter positivo sistemático de la apertura financiera.

Las medidas adoptadas a raíz de la crisis de 2008 abarcan tres diferentes tipos de control de capital para satisfacer diferentes necesidades. La primera (como el impuesto brasileño) es el uso de instrumentos para la regulación de los mercados que actúan directamente sobre los flujos de capital a sí mismos a través de la imposición de impuestos medidas restrictivas. La tributación se dirige principalmente a la tasa de cambio, y su efectividad es materia de debate (véase el cuadro). El segundo tipo de control consiste en limitar la convertibilidad. Esto se trata de restringir el acceso a las divisas a residentes (o que los no residentes cambien a la moneda nacional), como lo regulan las normas de Argentina. Finalmente, Por último, un tercer grupo de medidas está comprendido

en el ámbito de la regulación prudencial de los bancos. Estas medidas tienden a limitar la exposición de los bancos al riesgo de tipo de cambio (como en el caso de las medidas adoptadas en Corea del Sur). En el caso de Corea (9), el objetivo es proteger un sistema bancario muy expuesto a la volatilidad del won.

La ola de controles de capital debe ser vista como un recurso para el pragmatismo. Las autoridades de los países en vías de desarrollo ya no dudan en recurrir a medidas poco ortodoxas y ya no se conforman con las intervenciones discrecionales en el mercado cambiario. La regulación más firme de la apertura financiera se está convirtiendo en una herramienta para combatir la excesiva apreciación de la moneda o para proteger el sistema financiero. En la práctica, esto significa también una mayor dificultad para el acceso a la moneda extranjera. Muchos países han dificultado la obtención de licencias de importación o el acceso a los importadores para el cambio de divisa (China, Argentina, Brasil). Este uso creciente de medidas restrictivas - que puede, ciertamente, ser justificada desde un punto de vista macroeconómico - es probable que ocasione retrasos de pago más largos para los exportadores. En términos más generales, los controles de capital indican el final de una ideología que favorece sistemáticamente a soluciones de liberalización del mercado. Desde la crisis financiera, ya no se considera una panacea, ya sea por los países en vías de desarrollo o por las instituciones financieras internacionales. Y el cuestionamiento general de la apertura sistemática de los mercados de capitales cada vez más se aplica también a los mercados de bienes y servicios.

(8) El Fondo Monetario Internacional (2012). Liberación y Gestión de los Flujos de Capital: Visión Institucional. Noviembre 14. (9) En noviembre de 2012, las deudas externas del sistema bancario de Corea del Sur representaron el 187% de los activos externos (fuente: FMI).

FOCO

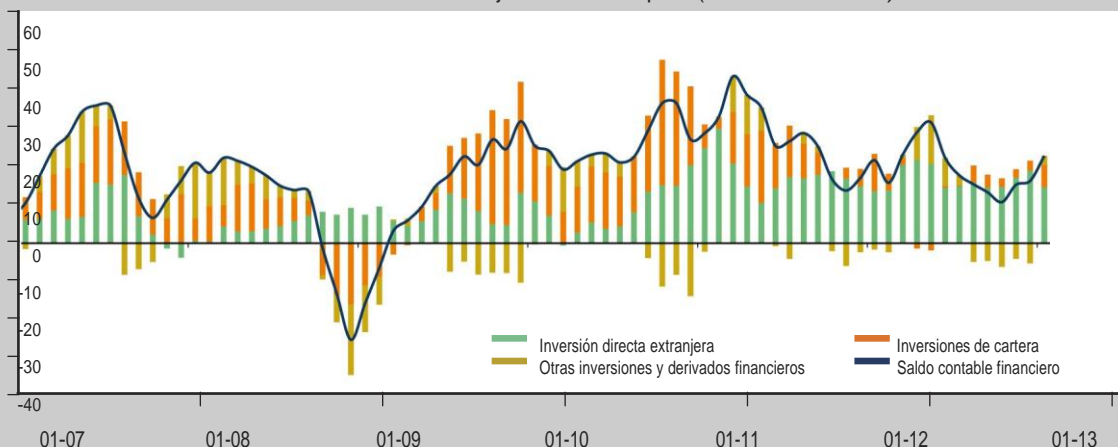
Efectos de los controles de capital: Ejemplo de Brasil

Axelle Fofana

El real brasileño se apreció sólidamente entre fines de 2008 y julio de 2011, al pasar de BRL2.6 por dólar a 1,53. Esta apreciación se debió principalmente a una tendencia al alza de los flujos de capital en Brasil desde la primavera del 2009, en un contexto de abundante liquidez mundial y la búsqueda de rendimientos por los inversionistas. Por lo tanto, los flujos netos de capital incrementaron de 3

mil millones de dólares a casi 23 mil millones de dólares (10) entre marzo de 2009 y enero de 2013 (véase el gráfico siguiente). Aunque el país atrae muchas inversiones extranjeras directas, la proporción de las inversiones de cartera más volátiles también aumentó durante el período.

Brasil: Flujos netos de capital (USD mil millones)



Fuente: Datastream

(10) Flujos netos de capital expresados en un total de 3 meses

FOCUS

Axelle Fofana
(continuación)

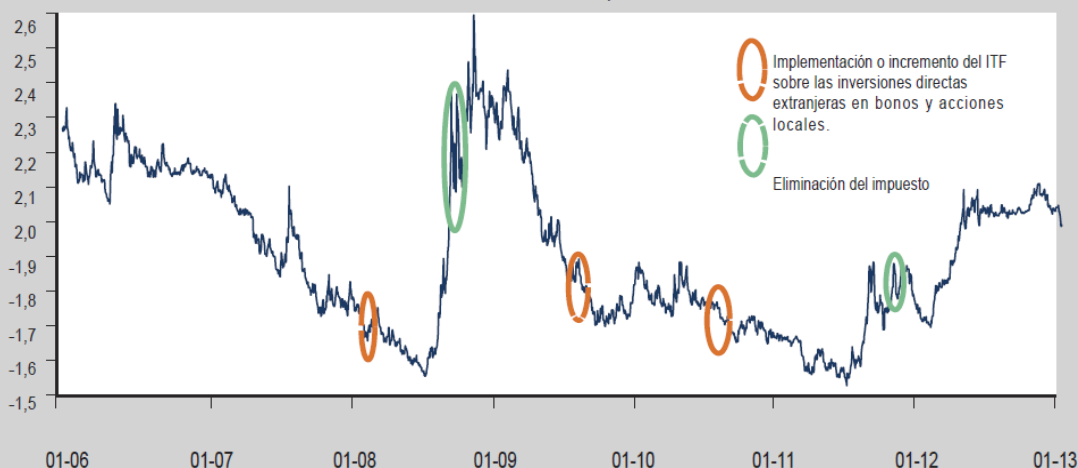
Con el fin de limitar la apreciación del real, que se considere perjudicial para la competitividad de la industria manufacturera, las autoridades brasileñas introdujeron varias medidas de control de capitales desde 2008:

- El impuesto sobre las transacciones financieras (ITF) del 1,5% sobre la inversión extranjera en el mercado local de bonos fue aprobado en marzo del 2008. Este fue suprimido en 2008, cuando el Real estaba cayendo. El impuesto fue entonces establecido en octubre del 2009 (2%) y aumentó en octubre del 2010 (6%). Mientras tanto, el impuesto del 2% se aplica entre octubre del 2009 y diciembre del 2011 sobre las inversiones extranjeras en acciones con el fin de afectar a todas las inversiones de cartera. Estas medidas fueron eliminadas a finales del 2011 en el contexto de una fuerte depreciación del real, con el retorno de la aversión global al riesgo.
- Los préstamos contraídos en el extranjero también fueron sometidos al impuesto sobre las transacciones financieras. Al principio fue el 2%, luego, el impuesto sobre préstamos de más de un año subió a 6% en marzo 2011. Este impuesto también se aplicó a los títulos de hasta dos años de vencimiento en abril de 2011 y luego a los de 5 años de vencimiento en marzo de 2012. El gobierno reafirmó su intención de frenar una apreciación excesiva de la moneda brasileña en un contexto de disminución global de la aversión al riesgo. Sin embargo, a pesar de que estas medidas de control tuvieron poco efecto en las tasas de cambio, mejoraron la calidad de las inversiones:
 - La introducción de controles sobre los flujos de cartera en marzo del 2008, octubre del 2009 y octubre del 2010 no pudo evitar la apreciación a mediano plazo de la moneda brasileña (véase gráfico). Según Jinjarak, Noy y Zheng (2012)⁽¹⁾, este bajo impacto se debe al hecho de que la introducción de controles de capital no fue considerado diferente a la política generalmente dirigida por el gobierno, y que había sido ampliamente anticipado por los inversionistas.

Sin embargo, los nuevos impuestos fueron establecidos en marzo de 2012 y el real cayó en un 10% frente al dólar en el transcurso del año. La introducción de estos impuestos podría explicar en parte esta evolución. Dicha afirmación, sin embargo, requiere de una calificación porque el banco central también intervino en el mercado de divisas y llevó a cabo una política monetaria más adecuada. Por otra parte, Brasil se benefició de la aversión al riesgo a partir de finales de 2011 y vio la caída de su tipo de cambio. (BRL2 por USD1 a finales de 2012 contra 1,75 del año anterior).

- Efectos secundarios de la IED: La información reciente ha concluido que los impuestos sobre las inversiones extranjeras en capitales locales y mercados de bonos efectivamente han reducido el crecimiento de las inversiones de cartera en Brasil. Dichos impuestos han tenido un efecto secundario sobre la inversión extranjera directa, que alcanzó un máximo histórico de casi 68 mil millones de dólares en el 2011 (12). Estos efectos secundarios han limitado el impacto de las medidas de control sobre el tipo de cambio, pero este cambio en la naturaleza de las inversiones de capital también ha demostrado ser beneficioso: la introducción de estos controles desalentaron las inversiones de capital a favor de la inversión extranjera directa, una fuente de financiamiento menos volátil, permitiendo a Brasil compensar la debilidad de la inversión interna.
- Efectos secundarios en los países vecinos: Según el Banco de Francia⁽¹³⁾, los controles de capital son la fuente de los efectos secundarios en los mercados financieros locales de los países vecinos. El aumento del impuesto sobre los flujos de cartera de bonos de Brasil, por tanto, explicaría la totalidad del aumento en flujos de los bonos mexicanos en octubre de 2010; mientras que el impuesto sobre las inversiones extranjeras en el mercado de bonos de Brasil pasó del 2% al 6% en octubre de 2010, las inversiones sobre los bonos mexicanos aumentó de 3,7 mil millones de dólares el 5 en setiembre a 5.1 mil millones de dólares en octubre. Los flujos de los bonos brasileños cayeron de 4,2 a 2,2 mil millones de dólares al mismo tiempo. Hechos similares se han observado en Chile, Colombia y Perú.

Evolución del Real brasileño versus el tipo de cambio en USD



(1) Jinjarak, Noy and Zheng (2012), « Capital controls in Brazil: Stemming a tide with a signal? », Working Paper, School of Economics and Finance, Victoria, University of Wellington.

(2) Flujos netos IED sobre un año.

(13) Lambert F, Ramos-Tallada J. and Rebillard C. (2011): « Capital controls and spillover effects: Evidence from Latin-American countries », Documento del Banco de Francia N° 357, diciembre.

El proteccionismo comercial es un riesgo para las empresas

El nivel de proteccionismo sigue alto

El proteccionismo comercial también es un riesgo que afecta a las empresas de países en vías de desarrollo, así como a las empresas que exportan a estos países. Según la OMC, la introducción de medidas proteccionistas incrementó notablemente la crisis mundial en el 2008-2009. La experiencia de la Gran Depresión de los años 30s, indica que las medidas que restringen el comercio tienden a ser permanentes, aunque en un principio están destinadas a ser temporales (véase Eichengreen e Irwin⁽¹⁴⁾). El último periodo lo confirma: aunque las nuevas medidas aumentaron menos en el 2012⁽¹⁵⁾, la cantidad de medidas restrictivas existentes sigue aumentando y ahora afecta al 4,4% de las importaciones de los países del G20. De acuerdo con las estimaciones independientes de Global Trade Alert (GTA)⁽¹⁶⁾, el efecto de las medidas adoptadas desde noviembre de 2008 es aún más significativo y afectará al menos el 10% de las importaciones de los países del G-20. Este aumento se explica por el hecho de que sólo el 21% de las medidas interpuestas en los países del G-20 desde el año 2008 se han suprimido.

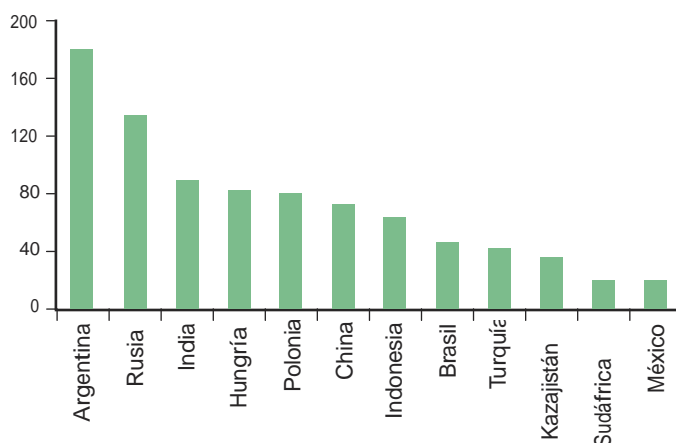
Argentina y Rusia son, de lejos, los países más proteccionistas

El término proteccionista abarca medidas muy diversas. Abarca todas las medidas destinadas a favorecer a los productores nacionales o perjudicar a empresas extranjeras. Por lo tanto, los tipos de medidas pueden ser muy variadas: las medidas arancelarias (impuestos) o no arancelarias (cuotas, normas), directas (impuestos) o indirectas (subsidios). Las principales medidas adoptadas por los países en vías de desarrollo durante los dos últimos años reflejan esta diversidad. Se refieren a un acceso preferencial a los mercados públicos para empresas nacionales (Brasil, India, Sudáfrica), cuotas de importación (Argentina, Brasil, Rusia) y los impuestos sobre las importaciones (China, Argentina). Estas medidas no solo se han adoptado a nivel nacional: Mercosur, por ejemplo, autorizó a sus países miembros a aumentar el arancel externo común para 200 productos en el 2012. Esta diversidad en los tipos de medidas adoptadas hace que dificulte detallarlas. Por ejemplo, China varía el nivel de devoluciones de IVA efectuadas a las empresas de determinados sectores con el fin de influir en su rentabilidad y favorecer sus exportaciones. Por lo tanto, cambió el nivel de dichas devoluciones trece veces entre 2007 y 2010, por lo que el 71% de las exportaciones chinas se vieron afectadas por estos cambios en el 2010, frente a sólo el 4% en el 2007. Por lo tanto, es difícil considerar todos los cambios en el nivel de IVA a las empresas exportadoras chinas.

Por ello, no hay una lista exhaustiva de las medidas proteccionistas adoptadas en el mundo. Aparte de OMC, el GTA es una excepción: se enumeran todas las medidas proteccionistas adoptadas desde noviembre del 2008, que restringe el comercio internacional, así como aquellos que lo favorecen. Separando la segunda de la primera, se puede deducir un «número neto» de las medidas proteccionistas existentes por país (véase cuadro). Estos datos muestran que Argentina y Rusia son, de lejos, los países más proteccionistas (180 y 136 medidas respectivamente). India completa el podio (91). En el otro extremo, México y Sudáfrica son los países con pocas medidas de este tipo

(sólo 21 cada uno). Turquía también está relativamente abierta al comercio, mientras que el nivel de proteccionismo de China parece moderado (72). A modo de comparación, los países desarrollados tienen en promedio más medidas proteccionistas (entre 90 y 115). Por último, Brasil es un caso aparte: No parece muy proteccionista con respecto a este indicador en general. Sin embargo, es importante señalar que muchas medidas de importancia que favorecen el comercio compensan las numerosas medidas restrictivas interpuestas en el 2012. Por ejemplo, en el sector del automóvil, el gobierno brasileño decidió aumentar en un 30% el impuesto sobre los vehículos con un contenido nacional inferior al 65%, para lidiar con el aumento de los importados. También retomó el acuerdo de libre comercio con México para la industria del motor e impuso cuotas. Un contenido nacional mínimo del 65% fue impuesto por los servicios de petróleo y equipos, con el riesgo de aumentar el costo de los equipos necesarios para la explotación de nuevos yacimientos de petróleo en aguas profundas. El gobierno brasileño adoptó finalmente exenciones de impuestos para los sectores más afectados por la competencia de las importaciones, como la industria del textil.

Cantidad neta de medidas proteccionistas por país



Fuente: GTA

Estas medidas suponen un riesgo para las oportunidades de negocios

Las razones para el proteccionismo son conocidas: se trata de un país que protege el empleo en el corto plazo, protegiendo a un sector de actividad debilitada por la desaceleración de la demanda mundial y / o un deterioro de su competitividad. Este es particularmente el caso de muchos países en vías de desarrollo que registraron una desaceleración del crecimiento en el 2009 en relación con la crisis de Lehman Brothers, así como una apreciación significativa de su moneda desde el 2009. Además de estos factores externos, el actual aumento del proteccionismo tiene su origen en los cambios de estrategias de crecimiento de los países en vías de desarrollo: después de someterse a una contracción en el comercio mundial en el 2009, algunos países en vías de desarrollo decidieron favorecer a los sectores relacionados con su demanda interna. Desde esta perspectiva, las decisiones proteccionistas están dirigidas a proteger estos sectores en desarrollo. Por último, algunos países en vías de desarrollo están restringiendo aún más sus exportaciones de productos básicos, con el fin de contener los precios en el mercado local y por lo tanto estimular el consumo de los hogares y reducir los costos de producción.

(14) Eichengreen B. et Irwin D. (2009): «The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?», National Bureau of Economic Research, working paper N° 15142, July.

(15) Las medidas restrictivas implementadas en los países G20 entre mayo y octubre 2012 afectó el 0,4% de las importaciones regionales comparado con 1,1% de los últimos 6 meses.

(16) Alerta Comercial Global es un proveedor de datos independientes en el mundo comercial dirigido por el CEPR (Centro de Investigación en Economía y Política)

Las restricciones de exportación de elementos poco comunes de la tierra y de carbón en China, de algodón en la India o de trigo en Ucrania son ejemplos de esta estrategia. Sin embargo, aunque las razones para tal medida parecen obvias, sus efectos para el crecimiento del país son ambiguos. Por un lado, se pueden considerar como un paso necesario para proteger temporalmente a las industrias incipientes de un país en vías de desarrollo. Por otro lado, tienen efectos negativos para el crecimiento si terminan protegiendo a los sectores en declive. Este efecto reduce los recursos disponibles para promover el desarrollo de los sectores de actividades que generan crecimiento a largo plazo.

De manera más general, el proteccionismo puede tener un efecto negativo en las ventas de las empresas que exportan a los países que imponen tales medidas.

Sin embargo, a nivel global, los efectos parecen limitados por el momento: la OMC prevé un crecimiento del 4,5% en el comercio mundial en el 2013, después del 2,5% en el 2012. Esto va a la par con un crecimiento moderado del PBI, lo que confirma que los ciclos comerciales coinciden con los de crecimiento del PIB. Sin embargo, en el marco de la división internacional de los procesos de producción, especialmente en el sector manufacturero, el incremento continuo de las medidas de protección tendría efectos desastrosos en el comercio mundial: las medidas proteccionistas de un tipo de producto en particular tendrían consecuencias para la cadena de producción a nivel mundial y, por tanto, perjudicaría la actividad de todas las empresas que participan en este proceso.

CRECIMIENTO DE CRÉDITO EXCESIVO

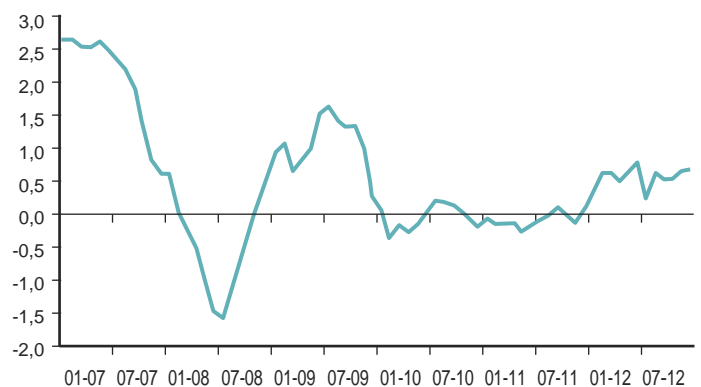
El nivel de deuda del sector privado es otro riesgo que afecta a las economías emergentes. Aunque la atención se centra actualmente en el alto nivel de deuda pública en la mayor parte de las economías avanzadas, no olvidemos que los países más afectados por los efectos de la crisis global tenían en común el hecho de que habían experimentado previamente el boom crediticio en el sector privado (por ejemplo, Islandia, Ucrania, los países bálticos, España, Estados Unidos).

En la actualidad, algunos países en vías de desarrollo están experimentando un crecimiento muy sostenido de crédito para empresas y familias. A pesar de que las estructuras de los países en vías de desarrollo son diferentes a los de las economías avanzadas, existe el riesgo de que el exceso de endeudamiento de las familias y compañías tenga efectos similares en el crecimiento a mediano plazo.

Los efectos colaterales de las políticas

Existen muchas razones para esta tendencia de crecimiento continuo del crédito para el sector privado en países en vías de desarrollo. En primer lugar, las políticas monetarias han sido expansivas en los países en vías de desarrollo desde la crisis de 2008-2009. Estas políticas han favorecido el crecimiento sostenible del crédito bancario para el sector privado. Algunos países, que habían bajado significativamente sus tasas de interés a fines de 2008 y 2009, no incrementaron sus tasas cuando ocurrió una fuerte recuperación económica e inflación en el 2010 y 2011. Sus tasas siguen siendo muy bajas, como, por ejemplo, en algunos países de Asia: Tailandia, Filipinas, Indonesia y Corea del Sur. Además, otros países tenían tasas más altas de interés hasta el 2011 y por lo tanto tenía margen de maniobra monetaria, pero, usaron la mayor parte en el 2012 (Brasil, India). Esto llevó, en promedio, a condiciones monetarias muy acomodaticias en países en vías de desarrollo: las tasas de interés reales se mantuvieron casi en cero (e incluso a veces negativa) durante el marcado crecimiento del 2010 y 2011. Todavía se encuentran en niveles bajos para los países en vías de desarrollo por el momento (ver tabla).

Tasa Promedio de Interés, incluyendo los 23 países en vías de desarrollo* (Tasa clave-inflación en %) Fuente: Datastream



* China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur, Taiwán, Tailandia, Brasil, Colombia, Perú, México, República Checa, Hungría, Polonia, Rusia, Turquía, Sudáfrica, Chile, Uruguay, Hong Kong, Israel, Kazajistán.

Además de estas políticas monetarias expansivas, las deficiencias en términos de las normas prudenciales para los bancos y las políticas dirigidas a favorecer el desarrollo del sector financiero también han desempeñado un papel importante en la reciente expansión de crédito. Por ejemplo, no existía un ingreso mínimo o edad mínima en Indonesia para obtener una tarjeta bancaria hasta el 1 de enero de 2013, mientras que el número de tarjetas por persona era ilimitada. Además, no existía una contribución mínima requerida para obtener un préstamo hipotecario hasta 2012.

Los peligros asociados al boom crediticio

Con respecto a los efectos negativos del crédito para el sector privado en la economía es en principio contradictorio, ya que se trata de un instrumento de financiación para empresas y familias; por lo tanto, la inversión y el consumo. Una aceleración del crecimiento del crédito debe favorecer al crecimiento sostenible económico. Un reciente estudio del FMI⁽¹⁷⁾ lo confirma: un aumento en el nivel de desarrollo financiero se asocia con un crecimiento económico menos volátil (evaluado por la desviación estándar de la tasa de crecimiento del PIB). Sin embargo, el presente estudio también resalta que la

(17) Fondo Monetario Internacional: "Informe Mundial sobre la estabilidad financiera", capítulo 4. Octubre 2012

correlación entre el desarrollo financiero y la volatilidad del PBI se vuelve negativa. El umbral se alcanza cuando el volumen total del crédito del sector privado para el porcentaje del PIB supera el 100%.

Sin embargo, el crecimiento de este índice también se debe ser considerado con el fin de evaluar los riesgos del boom crediticio (18). Esto se debe a que, si el crecimiento del crédito en un país aumenta muy rápidamente, es probable que esto genere mayores riesgos en el sector bancario, incluso si el nivel de del saldo pendiente total es relativamente bajo. Por ejemplo, el crédito creció más del 30% al año en Rusia entre 2006 y 2011. Es cierto que este fuerte crecimiento, en parte, ilustra un proceso de captación financiero, el crédito total pendiente sobre el PBI, alcanzando sólo el 40% del PIB a finales de 2011. Sin embargo, esto también puede llevar a un aumento de préstamos no rentables, si este crecimiento rápido y sostenible de créditos otorgados es sinónimo de una mayor flexibilidad por parte de los bancos en la concesión de crédito a las familias y empresas. En otras palabras, en caso que el crecimiento de crédito para el sector privado es mayor que el crecimiento de PBI nominal, la diferencia entre los dos corresponde a un exceso de liquidez, que no es absorbida por el buen mercado. Por lo tanto, es invertido en los mercados de activos (financieros o de bienes) y propensos a favorecer la formación de burbujas en estos segmentos. Para tomar esto en cuenta, el FMI define una burbuja de crédito como un período durante el cual el crecimiento de esta relación excede significativamente su promedio a largo plazo (19) o cuando aumenta más de 20 puntos en un año.

Evaluación de la burbuja crediticia

Para identificar los riesgos del boom crediticio, consideramos el nivel inicial del crédito para el sector privado sobre el PIB en su evolución. Creemos que los países propensos a sufrir la efectos negativos del boom crediticio son los que se caracterizan por un porcentaje mayor a 100% y / o un aumento de este 10 puntos, por lo menos, durante el año pasado ²⁰⁾.

Estos criterios tienen la ventaja de realizar a una clasificación general de los países en vías de desarrollo según el del riesgo del boom crediticio. Pero el límite de este análisis es que no consideran criterios más cualitativos: aparte del nivel de crédito pendiente y su crecimiento, la composición de estos préstamos tiene un impacto sobre los riesgos asociados con la expansión del crédito. Por ejemplo, los países en los que la proporción de créditos, para el sector privado en moneda extranjera es alta, son más vulnerable en caso ocurra una burbuja crediticia, como Turquía. Del mismo modo, las reglas prudenciales inadecuadas (como en Rusia) también son susceptibles de agravar los riesgos relacionados con la fuerte expansión del crédito.

Combinación del nivel de crédito pendiente y su dinámica

En el siguiente cuadro, nos interesa el monto crediticio

para el sector privado (eje X) y su evolución (eje Y).

En primer lugar, muchos países en vías de desarrollo tienen un índice por debajo del 100% anteriormente mencionado, por lo que el crecimiento del crédito para el sector privado juega un papel importante en el crecimiento del PBI. Sin embargo, algunos países se encuentran por encima o muy cerca a este umbral. Estonia, por ejemplo, se encuentra dentro de este grupo.

Luego, al observar la evolución del índice de crédito para el sector privado sobre el PBI de todos los países en vías de desarrollo, llegamos a la conclusión de que muchos países se encuentran actualmente en el boom crediticio. Estos países están, por lo tanto, ante un riesgo significativo de una crisis financiera o un crecimiento débil en el mediano plazo. Se trata particularmente de Chile (+15 puntos entre mediados de 2011 y mediados de 2012), Rusia (+10 puntos) y Turquía, Venezuela y Camboya (+9 puntos cada uno). Varios países de América del Sur también están en riesgo según este criterio (Guatemala, Honduras).

Finalmente, los países con más riesgo son los que cumplen estos dos criterios: crédito para el sector privado con respecto al PIB que está en un nivel alto y está creciendo rápidamente. Por tanto, son los más propensos a sufrir una crisis o al menos un período de crecimiento más débil. Muchos países asiáticos se encuentran en esta categoría o muy cerca de ella: China, Malasia, Corea, Tailandia, Singapur y Vietnam, Líbano y Guatemala también se encuentran en ella.

La apertura de la cuenta capital es un factor agravante

Además del nivel y crecimiento del crédito del sector privado para el índice del PBI, se deben considerar otros indicadores para evaluar la vulnerabilidad de un país que enfrenta un exceso de crédito para empresas y familias. En particular, los países con una cuenta de capital muy abierta tienen más riesgo de sufrir una crisis financiera ante una burbuja crediticia, ya que los flujos de capital tienden a limitar los efectos de cualquier medida restrictiva monetaria interpuesta por el banco central. Por lo tanto, en caso que los bancos centrales de dichos países restrinjan su política monetaria que no permitan el crecimiento económico, estos flujos de capital limitarán sus efectos. El incremento de inversiones extranjeras, especialmente en los mercados de bonos locales, facilitan las condiciones de financiación para empresas y familias. Por lo tanto, dichos flujos de capital limitan los canales para la transmisión de la política monetaria: la tasa de deuda pública a largo plazo se redujo en el 2010 en Malasia, Corea del Sur y Brasil a pesar de que los bancos centrales incrementaron sus tasas de interés.

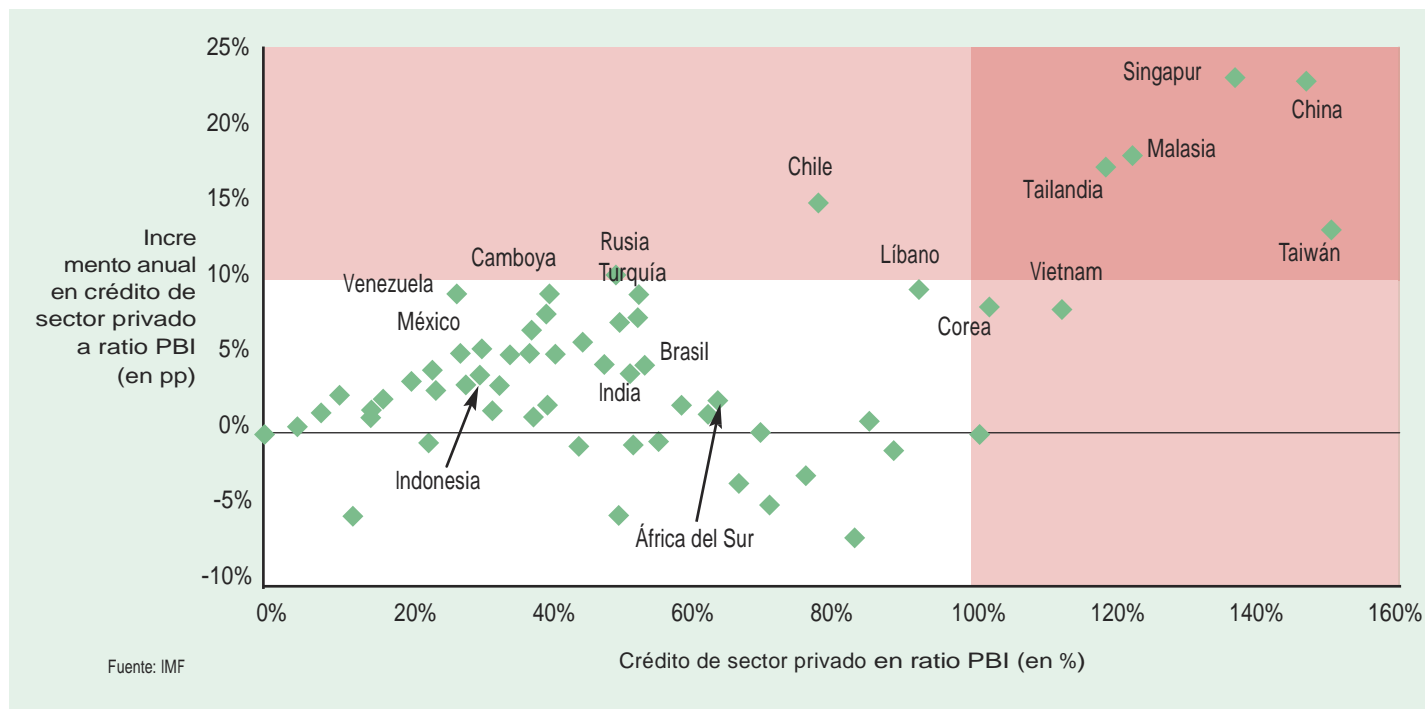
En este contexto, la apertura débil al capital extranjero por parte de China ha sido un factor que minimiza el riesgo del crecimiento de crédito para el sector privado durante los últimos años. Por el contrario, Malasia, Corea del Sur y Tailandia parecen ser los países más vulnerables respecto a este criterio. La Isla de Taiwán se encuentra en una posición intermedia.

(18) Remitirse a BNP Paribas: "«Country Risk Overview », Departamento de Investigación Económica, Febrero 2012

(19) Diferencia entre el crecimiento logrado y crecimiento a largo plazo promedio sobre la desviación estándar superior a 1.5 y crecimiento de ratio de crédito para privatizar el sector sobre el PBI superior a 10 puntos,

(20) Entre mediados de 2011 y 2012

Países en vías de desarrollo: Crédito del sector privado para índice del PBI (2012, fuente: IMF)



Los países con mayor riesgo se encuentran en Asia

En resumen, la existencia de burbujas crediticias no significa que una crisis sea inminente en los países que la están experimentando. Sin embargo, esto implica que probablemente el riesgo, de un cambio marcado de crecimiento (a través de una crisis o de una manera más gradual), ocurra a mediano plazo. Muchos países asiáticos están particularmente expuestos a este riesgo, seguido por Chile, Rusia y Turquía.

La capacidad de crecimiento así como la mejora de los soberanos y fundamentos externos más importantes no significa que el riesgo país ha desaparecido en los países en vía de desarrollo. El presente estudio resalta el surgimiento de nuevos riesgos que se darán a notar con más énfasis en el 2013 y 2014. Con el fin de monitorear estos riesgos modificados, Coface se está enfocando en nuevos indicadores. En particular, nuestros diagnósticos políticos y sociales señalan el carácter persistente de los riesgos de inestabilidad que presenta el Medio Oriente y África del Norte. Nuestro indicador de burbuja crediticia general señala a los países asiáticos. Finalmente, el riesgo proteccionista también necesita ser observado en otros países en vías de desarrollo, como Argentina y Rusia.