

# ¿Se infla una burbuja emergente?

El crecimiento sostenido -más allá de las lógicas oscilaciones cíclicas que siempre ocurren- ha llegado para quedarse en el otrora llamado Tercer Mundo.

Pero hay un exceso de demanda de commodities y de activos financieros que en algún momento podría reventar.

POR JUAN JOSE LLACH \*

Como es habitual, durante su reunión de otoño de la semana pasada el FMI dio a conocer sus pronósticos de crecimiento para 2010 y 2011. El PBI global aumentaría 4,8% en 2010 (antes, 4,6%) y 4,2% en 2011; los países desarrollados (PD) crecerían 2,7% y 2,2%, respectivamente; los emergentes (PE) 7,1% y 6,4%; Estados Unidos, 2,6% y 2,3%; el área del euro, 1,7% y 1,5%; China, 10,5% y 9,6% y América Latina 5,7% y 4,0%.

Se ratifica así un perfil de dos velocidades, las tortugas desarrolladas y las liebres emergentes, el que sólo podrá estabilizarse si en lo que resta del año o a principios del 2011 se despejan los riesgos de una recaída en la recesión en Estados Unidos o en Europa. Si ello no ocurre los PE -como mínimo- también se desacelerarán. Mientras tanto, una vez disipados los peores temores surgidos a partir de la crisis de Grecia, y dadas las bajísimas tasas de interés globales, *todo el mundo ha salido de compras por los PE, vendiendo dólares y haciendo bajar su precio y, como resultado lógico, haciendo subir a los commodities y a los bonos y acciones de los emergentes.* Surge lógicamente la pregunta de si no se estarán incubando burbujas en los PE y para responderla es bueno mirar algunos números.

## LA BUENA NUEVA

La mejor noticia es que se están reduciendo los desequilibrios globales de los balances de pagos. Su valor absoluto, que había alcanzado a 1.196.000 MUS\$ en 2008, se ha reducido a 422.400 MUS\$ en 2010 y se proyecta en 353.800 MUS\$ en 2011. Los PE como agregado muestran superávit, pero casi exclusivamente debido al peso de los países asiáticos. Los sudamericanos tienen superávits o déficits pequeños. En cambio, muchos países de Europa Oriental, África, Centroamérica, el Caribe y Medio Oriente muestran déficits insostenibles y sin tendencia a corregirse. Las entradas brutas de capitales privados a los emergentes al-



Un componente relevante para analizar el riesgo de burbujas en los países en desarrollo como la Argentina es el precio de los 'commodities'.

canzarán este año a 667.100 MUS\$, menos de la mitad de los 1.721.300 MUS\$ del año 2007, siendo África Subsahariana la única región que muestra mayores influjos hoy. Resulta así que, tanto por la cuenta corriente del balance de pagos como por las recientes entradas de capitales privados, hay un subconjunto de PE con propensión a sufrir un ataque especulativo.

Una de las herramientas para enfrentarlo es la posición de reservas de los bancos centrales, la que en el agregado de los emergentes se muestra bastante sólida y cercana a un año de importaciones, sobresaliendo de nuevo Asia y algunos países sudamericanos como la Argentina y Brasil, mientras que África y Europa Oriental muestran aquí también mayor debilidad al estar por debajo de los seis meses de importaciones.

## LOS PRECIOS

Otro componente relevante para analizar el riesgo de burbujas es el precio de los commodities. Según el índice del Banco de Canadá, su valor medio alcanzó a 533 en septiembre, todavía más cerca del piso de 394,6 registrado en febrero de 2009 que del pico de 894,5 de junio de 2008. Los bienes agrícolas, con un índice de 311,2, muestran mayor cercanía con el máximo de 359,9 alcanzado a mediados del 2008 que con el piso de 249,7 de diciembre del mismo año. En este caso inciden las malas

condiciones climáticas observadas en parte del hemisferio norte, las que en parte alcanzaron también a Estados Unidos y llevaron a la USDA a reducir sus pronósticos de las cosechas norteamericanas.

En lo que se refiere a las monedas, según el índice Bic Mac de *The Economist*, el único PE grande que muestra una moneda significativamente sobrevaluada es Brasil, mientras que las monedas asiáticas están subvaluadas en el orden de un 30% (Corea y Singapur un 20% y el resto más cerca del 40%).

Según la Cepal, el tipo real de cambio de los países sudamericanos se encuentra más apreciado que en el año 2000, después de haber llegado a un máximo de devaluación del 35% en 2003. Este es el escenario que da lugar a las guerras cambiarias en curso y que llevaron a la Cámara de Representantes estadounidense a votar un proyecto de ley que permitiría aplicar aranceles compensatorios a los países que manipulen sus monedas, entre los que sobresale China. En cuanto a los activos financieros, el índice MSCI EM de las bolsas de los PE se encuentra en un valor de 1.118, contra un mínimo reciente de 464 en 2009 y un máximo de 1338 en octubre de 2007. En fin, los precios de los bonos soberanos de los PE fuera de Europa se encuentran cerca de o en sus máximos históricos.

## CONCLUSIONES

¿Qué conclusiones surgen a partir de los datos presentados? Como venimos diciendo aquí desde hace mucho tiempo, el crecimiento sostenido de los PE -más allá de las lógicas oscilaciones cíclicas que siempre ocu-

ren- ha llegado para quedarse. Además, los emergentes salen fortalecidos de esta crisis, frente a la que mostraron una notable resiliencia. Por eso mismo es lógico que se esté modificando la cartera global total de activos financieros, disminuyendo la participación de activos de PD -mediante duros procesos de desendeudamiento y reestructuración- y aumentando la participación de los de los PE, con mayores emisiones de bonos y acciones, siendo el caso de Petrobrás emblemático al respecto.

Ahora bien, dada la gran liquidez global y teniendo en cuenta que las emisiones de nuevos activos son graduales, lo que se observa en este momento es un exceso de demanda de commodities y de activos de PE, con fuertes aumento de sus precios. Por ello, aunque su fundamento económico sea sano en buena parte de los países, el riesgo de formación de burbujas es cierto y aún probable.

Tanto los precios de los commodities como los de los bonos, las acciones y las monedas de los PE pueden sufrir en un futuro no lejano ajustes bruscos, sobre todo en los subconjuntos de países mencionados que muestran mayor vulnerabilidad externa. En el caso particular de las monedas, estos movimientos serían bienvenidos por las autoridades, por ejemplo las del Brasil verían con agrado una desvalorización del real. Todo lo dicho no alterará las tendencias de fondo del creciente protagonismo de los países emergentes. Pero los caminos de los mercados, lamentablemente, siempre son volátiles, nunca lineales ■

\* Director de la Escuela de Negocios del IAE de la Universidad Austral