

*Septiembre / Octubre de 2001*

*Vol. XXXIX  
Número 234*

*Editorial*

*Amarga Competencia*

Ernesto Sepúlveda Villarreal  
*página 1*

*Flujos de capital privado y calificaciones  
soberanas a mercados emergentes*

Enrique González González  
*página 7*

*El mercado del agua industrial*

Luis Antelmo Saucedá López  
*página 14*

*Investigación y desarrollo, innovación y  
nuevas formas de comercialización ante la  
apertura comercial : el caso de sector  
mueblero de Jalisco*

Graciela López Méndez  
Socorro Araceli Montes Reyes  
*página 17*

*Índice de precios al consumidor  
correspondiente a septiembre y  
octubre de 2001  
*página 23**

# Entorno Económico

# **F**lujos de capital privado y calificaciones soberanas a mercados emergentes

Enrique González González\*

Economista  
Banco de México

*La desaceleración coyuntural de la economía mundial iniciada en la segunda mitad del año 2000 –impulsada por los aumentos de las tasas de interés internacionales y de los precios del petróleo– se profundizó en el transcurso del presente año, debido, a la pérdida de dinamismo de la economía de los Estados Unidos.*

*Así, los pronósticos apuntaban hacia una desaceleración de la economía global más pronunciada que la anticipada inicialmente.*

*Los atentados terroristas del 11 de septiembre confirmaron esta percepción y propiciaron una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales; aspecto que redundará, inevitablemente, en un menor acceso de las economías emergentes a los mercados voluntarios de capital.*

*Al respecto, las proyecciones del flujo neto de capital privado hacia los países en desarrollo para 2001 y 2002 se ubican muy por debajo de los volúmenes observados durante la mayor parte de la década de los noventa.*

## **Tendencias de los flujos de capital privado hacia economías emergentes**

Según datos preliminares del Fondo Monetario Internacional (*FMI*), el flujo de capital privado hacia las economías con mercados emergentes alcanzó un monto de 500 millones de dólares en el año 2000; cifra muy inferior a la observada en 1999 de 58,600 millones de dólares (69,100 millones de dólares en 1998).

Además, dicho organismo estima un flujo neto negativo para el presente año del orden de 1,400 millones de dólares como consecuencia, en parte, de la mayor aversión al riesgo en los mercados internacionales de capital y la consecuente reasignación de los fondos prestables hacia activos financieros más seguros (por ejemplo, bonos del Tesoro de los Estados Unidos).

Desde una perspectiva regional, los pronósticos del *FMI* señalan que la transferencias de recursos a las economías emergentes de Asia (excepto los países en crisis) ascenderán a 6,600 millones de dólares en el año 2001; cifra mucho mayor a la registrada en 2000 (4,300 millones de dólares), aunque muy por debajo de los volúmenes que habían alcanzado en 1997, antes de que se desatara la serie de crisis financieras en los mercados emergentes de referencia; mientras que la transferencia neta negativa de recursos al conjunto de economías asiáticas en crisis será muy superior a la observada en los años previos (-19,800 y -28,900 millones de dólares en 2000 y 2001, respectivamente). Se estima, además, una severa contracción del flujo de capital del exterior hacia la región de Medio Oriente (cuadro 1).

El *FMI* estima que los flujos internacionales de capital con destino a las economías emergentes de América Latina alcanzarán un monto de 39,000 millones de dólares en 2001: cifra ligeramente mayor a la observada en el año 2000 (36,700 millones de dólares), aunque muy por

\* El autor es egresado de la Facultad de Economía, de la UANL en 1978. Actualmente es economista del Banco de México. Las opiniones expresadas en el presente artículo son de la exclusiva responsabilidad del autor y no corresponden necesariamente a las del Instituto Central.

debajo del nivel sin precedente alcanzado en 1997. Cabe destacar que dicha región se ha convertido en la principal receptora de inversión extranjera directa. Así, las nuevas previsiones indican que América Latina recibirá por ese concepto un monto de 67,200 millones de dólares en 2001; cifra mayor a las registradas en 1999 (63,400 millones de dólares) y 2000 (62,800 millones de dólares).

Se prevé, además, que dicha modalidad de capital externo alcanzará una cantidad de 44,500 millones de dólares durante el presente año en los mercados emergentes de Asia (43,000 y 41,800 millones de dólares en 1999 y 2000, respectivamente), manteniéndose estables las corrientes de inversión directa hacia este grupo de países.

En el caso de los economías en crisis de Asia, se proyecta una leve recuperación del flujo de inversión directa neta para el año en curso, después de una fuerte disminución en el año 2000. Para estos países con acceso marginal a los mercados internacionales de capital, pero con fuerte dependencia de ellos, es alta la probabilidad de incurrir en problemas de refinanciamiento de sus empréstitos de corto plazo.

Finalmente, el rezago de las transferencias de recursos a los países en desarrollo respecto del crecimiento de la producción y el comercio desde las crisis financieras de los últimos años de la década de los noventa, parece denotar cierta mejora en la calidad de los flujos de capital privado, toda vez que las corrientes financieras internacionales de corto plazo han disminuido notablemente.

Por ejemplo, el flujo de inversión de cartera hacia América Latina ha venido mostrando una trayectoria descendente en los últimos años, al pasar de 25,400 millones de dólares en 1997 a 5,100 millones de dólares en 2000.

Asimismo, la cifra estimada para el 2001 de 6,700 millones de dólares, también representa una baja

proporción del flujo total de capital privado proyectado para la región. Conviene señalar que la misma tendencia se observa en el flujo de inversión de portafolio dirigido tanto a los países en crisis de Asia como a los países en transición.

### ***Crecimiento económico mundial***

El FMI revisó a la baja su previsión de crecimiento de la economía mundial para el año 2001 de 3.2 por ciento (*World Economic Outlook* de Mayo de 2001) a 2.6 por ciento (*World Economic Outlook* de Octubre de 2001) debido, fundamentalmente, a los siguientes factores:

- i) la intensificación del proceso de desaceleración económica de los Estados Unidos;
- ii) el fuerte impacto de la desaceleración global sobre las economías de Europa;
- iii) la perspectiva de un menor crecimiento en Japón ante la caída del consumo interno y los planes de reforma estructural y consolidación fiscal; y,
- iv) el deterioro de las condiciones financieras para los mercados emergentes (cuadro 2).

Por regiones, la expectativa en torno a la expansión económica de los países de la zona del *Euro* parece dominada por el debilitamiento de la demanda interna (principalmente en Alemania) y el efecto de la desaceleración global.

La revisión de las perspectivas para América Latina obedece a diversos factores, como el deterioro de las perspectivas de corto plazo de la actividad económica de los Estados Unidos, la incertidumbre generada por la crisis financiera en Argentina y la menor disponibilidad de financiamiento externo privado.

Así, se estima que el ritmo de expansión económica de América Latina en el año 2001 será del orden de 1.7 por ciento, es decir, dos puntos porcentuales menos con respecto al pronóstico previo (*World Economic Outlook* de Mayo de 2001).

Aún cuando las proyecciones de crecimiento económico para 2001 se revisaron ligeramente a

**CUADRO 1: FLUJOS NETOS DE CAPITAL HACIA ECONOMÍAS CON MERCADOS EMERGENTES  
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	e/ 2001	e/ 2002
<i>TOTAL</i>									
Flujo Neto de Capital Privado	147.5	205.5	234.4	119.1	69.1	58.6	0.5	-1.4	71.0
Inversión Directa Neta	81.4	97.5	120.0	145.8	155.9	153.1	147.3	162.7	158.2
Inversión de Cartera Neta	112.8	43.8	87.8	48.1	-2.0	31.7	1.5	-0.2	24.0
Otros Flujos de Capital Privado	-46.8	64.2	26.7	-74.8	-84.9	-126.2	-148.3	-163.9	-111.2
Flujo Oficial Neto	5.5	24.1	0.1	62.2	55.4	9.5	1.4	19.6	-3.5
<i>AFRICA</i>									
Flujo Neto de Capital Privado	13.4	12.2	12.7	8.8	9.8	10.8	3.5	10.8	12.0
Inversión Directa Neta	3.3	2.9	4.8	8.4	6.9	8.4	7.6	11.8	11.4
Inversión de Cartera Neta	3.5	3.1	2.8	6.9	3.7	8.7	-1.7	3.1	3.8
Otros Flujos de Capital Privado	6.6	6.2	5.0	-6.5	-0.8	-6.2	-2.4	-4.1	-3.3
Flujo Oficial Neto	3.2	4.1	-2.5	2.1	3.6	1.8	-0.3	-0.1	-7.1
<i>ASIA 1/ PAISES EN CRISIS 2/</i>									
Flujo Neto de Capital Privado	35.0	54.9	74.1	-5.9	-31.9	-18.3	-19.8	-28.9	-15.1
Inversión Directa Neta	6.5	10.3	11.7	10.2	11.4	8.9	5.1	6.6	6.0
Inversión de Cartera Neta	13.3	18.6	27.6	8.8	-9.0	13.1	6.9	-4.5	0.3
Otros Flujos de Capital Privado	15.2	26.0	34.7	-25.0	-34.3	-40.3	-31.9	-31.0	-21.5
Flujo Oficial Neto	1.1	8.6	-4.4	14.1	17.3	-3.3	1.8	1.0	-2.7
<i>OTROS MERCADOS EMERGENTES DE ASIA</i>									
Flujo Neto de Capital Privado	34.1	36.5	49.8	22.3	-14.1	8.9	4.3	6.6	11.6
Inversión Directa Neta	38.2	39.6	45.6	49.6	48.5	43.0	41.8	44.5	43.8
Inversión de Cartera Neta	7.5	2.1	3.5	-0.1	-6.3	0.7	-3.3	-6.2	1.9
Otros Flujos de Capital Privado	-11.6	-5.2	0.6	-27.2	-56.2	-34.8	-34.2	-31.6	-34.1
Flujo Oficial Neto	2.5	-3.7	-7.9	-7.2	0.2	2.1	-9.3	-2.5	1.6
<i>MEDIO ORIENTE, MALTA Y TURQUÍA 3/</i>									
Flujo Neto de Capital Privado	16.8	8.1	11.8	22.4	11.9	-1.1	-26.0	-34.0	-1.8
Inversión Directa Neta	4.9	6.6	4.9	5.6	6.8	5.8	7.3	5.7	11.2
Inversión de Cartera Neta	7.7	2.0	0.7	-0.9	-12.1	-4.4	-9.7	-4.2	1.8
Otros Flujos de Capital Privado	4.2	-0.5	6.2	17.7	17.2	-2.4	-23.6	-35.5	-14.7
Flujo Oficial Neto	3.1	4.3	6.5	4.3	1.9	1.4	1.5	8.8	-4.6
<i>AMÉRICA LATINA Y CARIBE</i>									
Flujo Neto de Capital Privado	42.4	41.6	63.8	68.3	72.7	44.6	36.7	39.0	57.8
Inversión Directa Neta	23.2	24.9	40.5	56.5	60.8	63.4	62.8	67.2	54.5
Inversión de Cartera Neta	63.7	3.4	39.7	25.4	17.7	10.8	5.1	6.7	11.8
Otros Flujos de Capital Privado	-44.4	13.2	-16.4	-13.6	-5.8	-29.6	-31.2	-34.9	-8.5
Flujo Oficial Neto	7.8	17.8	5.8	16.0	15.1	7.0	8.1	11.2	6.2
<i>PAISES EN TRANSICIÓN</i>									
Flujo Neto de Capital Privado	5.7	52.1	22.3	3.2	20.7	13.6	2.0	5.1	6.4
Inversión Directa Neta	5.3	13.1	12.4	15.6	21.6	23.6	22.7	26.9	31.3
Inversión de Cartera Neta	17.1	14.6	13.4	8.0	4.0	2.8	4.3	5.0	4.3
Otros Flujos de Capital Privado	-16.8	24.5	-3.6	-20.3	-4.9	-12.8	-25.0	-26.7	-29.1
Flujo Oficial Neto	-12.2	-7.1	2.6	32.9	17.2	0.5	-0.4	1.3	3.1

*Nota: El flujo neto de capital comprende los siguientes conceptos: inversión directa neta, inversión de cartera neta y otros flujos netos de inversión de corto y largo plazos, incluidos préstamos oficiales y privados.*

*1/ Incluye a Corea, Singapur y Taiwán.*

*2/ Incluye a Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.*

*3/ Incluye a Israel.*

*e/ Cifras estimadas.*

*Fuente: World Economic Outlook, International Monetary Fund, Octubre de 2001.*

## CUADRO 2: PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

	1999	2000	Pronóstico Actual		Diferencias con respecto al pronóstico de Mayo de 2001	
			2001	2002	2001	2002
<i>PRODUCCION MUNDIAL</i>	3.6	4.7	2.6	3.5	-0.6	-0.4
<i>Principales Economías Avanzadas</i>	3.0	3.4	1.1	1.8	-0.5	-0.6
Estados Unidos	4.1	4.1	1.3	2.2	-0.2	-0.3
Japón	0.8	1.5	-0.5	0.2	-1.1	-1.3
Alemania	1.8	3.0	0.8	1.8	-1.1	-0.8
Francia	3.0	3.4	2.0	2.1	-0.6	-0.5
Italia	1.6	2.9	1.8	2.0	-0.2	-0.5
Reino Unido	2.3	3.1	2.0	2.4	-0.6	-0.4
Canadá	5.1	4.4	2.0	2.2	-0.3	-0.2
<i>Area del Euro</i>	2.7	3.5	1.8	2.2	-0.6	-0.6
<i>Economías Asiáticas de Reciente Industrialización</i>	7.9	8.2	1.0	4.3	-2.8	-1.2
<i>Países en Desarrollo</i>	3.9	5.8	4.3	5.3	-0.7	-0.3
Africa	2.5	2.8	3.8	4.4	-0.4	--
Asia	6.1	6.8	5.8	6.2	-0.1	-0.1
-China	7.1	8.0	7.5	7.1	0.5	--
-India	6.8	6.0	4.5	5.7	-1.1	-0.4
-ASEAN-4 1/	2.8	5.0	2.4	4.1	-1.0	-0.6
Medio Oriente, Malta y Turquía	1.0	6.0	2.3	4.8	-0.6	0.2
América Latina y Caribe	0.2	4.2	1.7	3.6	-2.0	-0.8
<i>Países en Transición</i>	3.6	6.3	4.0	4.1	--	-0.1

1/ Incluye a Malasia, Indonesia, Filipinas y Tailandia.

Nota: Los pronósticos no incorporan los efectos de los ataques terroristas del 11 de septiembre.

Fuente: World Economic Outlook, International Monetary Fund, Octubre de 2001.

la baja en los países en desarrollo de Asia, las nuevas previsiones económicas indican una tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real de 2.4 por ciento en 2001 para el bloque de países asiáticos conformado por Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia (*ASEAN-4*), es decir, un punto porcentual por debajo del pronóstico previo. Asimismo, la previsión de crecimiento para las economías asiáticas de reciente industrialización (*NICs*) en 2001 se redujo en casi tres puntos porcentuales.

Cabe destacar que el menor ritmo de expansión de las exportaciones intensivas en tecnología y la menor afluencia de capitales del exterior, serán

los factores que contribuirán a la desaceleración prevista del crecimiento de las economías emergentes de Asia.

En síntesis, las nuevas proyecciones de crecimiento económico para los países en desarrollo reflejan los siguientes elementos fundamentales:

- i) la probabilidad de una fase recesiva de la economía norteamericana;
- ii) el menor ritmo de expansión del volumen de comercio mundial;
- iii) la desaceleración de la economía global; y,
- iv) la reducción del financiamiento externo

voluntario como resultado de la aversión generalizada a los riesgos de los mercados financieros.

### ***Calificaciones de riesgo soberano a los principales mercados emergentes de América Latina***

Como resultado del complejo entorno económico internacional, algunas calificaciones de crédito asignadas a la deuda soberana de los mercados emergentes han sido revisadas a la baja.

Por ejemplo, como se puede observar en el cuadro 3, la calificador de valores *Standard and Poor's* revisó a la baja en varias ocasiones la calificación otorgada a la emisión soberana (en moneda extranjera a largo plazo) de Argentina de CCC+ con perspectiva negativa a CC con perspectiva negativa y SD (Incumplimiento Selectivo).

Tal evaluación refleja, fundamentalmente, la creciente incertidumbre en torno a la viabilidad de la meta presupuestal de “déficit cero” y el incumplimiento de algunas obligaciones financieras, en un contexto de caídas significativas de la recaudación fiscal, ausencia de un acuerdo definitivo en materia de transferencias intergubernamentales, restricción crediticia y corrección al baja de la expectativa de crecimiento de la economía argentina.

A su vez, *Moody's Investors Service* redujo la calificación de riesgo soberano de Argentina a Caa3, ante el deterioro de su posición financiera, el mayor riesgo de incumplimiento de pagos y las desfavorables perspectivas de crecimiento económico en el corto plazo.

Por otra parte, *Standard and Poor's* modificó la perspectiva de la calificación soberana de largo plazo en moneda extranjera de Brasil (BB-), de estable a negativa. Tal decisión refleja el riesgo de una prolongación de las presiones fiscales hasta el año 2002, dado el escenario de lento crecimiento de la economía global y la persistente volatilidad financiera en los mercados emergentes.

En opinión de *Moody's Investors Service*, la calificación de riesgo soberano Baa3 con perspectiva positiva de México (situada en el rango de grado de inversión) tiene la fortaleza necesaria para soportar la desaceleración de la actividad económica de los Estados Unidos.

La agencia calificador en cuestión destacó el ajuste ordenado de la economía mexicana ante los choques provenientes del exterior y su capacidad para evitar el contagio financiero del deterioro de la solvencia crediticia en Argentina.

La intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, como consecuencia de los ataques terroristas del pasado 11 de septiembre, provocó un deterioro de la percepción del riesgo país de las economías emergentes de América Latina.

Así, en la segunda semana de septiembre la sobretasa del *EMBI+* (*Emerging Markets Bond Index*) aumentó 127 puntos base para Argentina y 85 puntos base para Brasil. En cambio, México experimentó un incremento de sólo 34 puntos base en la sobretasa del *EMBI+* durante el período de referencia.

Cabe destacar que el riesgo país de Argentina alcanzó niveles sin precedente al cierre de octubre y principios de noviembre del año en curso, cuando se acrecentó la incertidumbre prevaleciente en torno a la viabilidad del programa de “déficit cero”.

En efecto, la sobretasa del *EMBI+* para Argentina registró niveles del orden de 2,585 y 2,435 puntos base en las fechas del 2 y 5 de noviembre, respectivamente. Sobra decir que los participantes en los mercados internacionales de capital estarán muy atentos a los acontecimientos financieros en el país en cuestión.

### ***Consideraciones finales***

Con la instrumentación de importantes programas de estímulo fiscal y monetario en los Estados Unidos y otras economías avanzadas, se

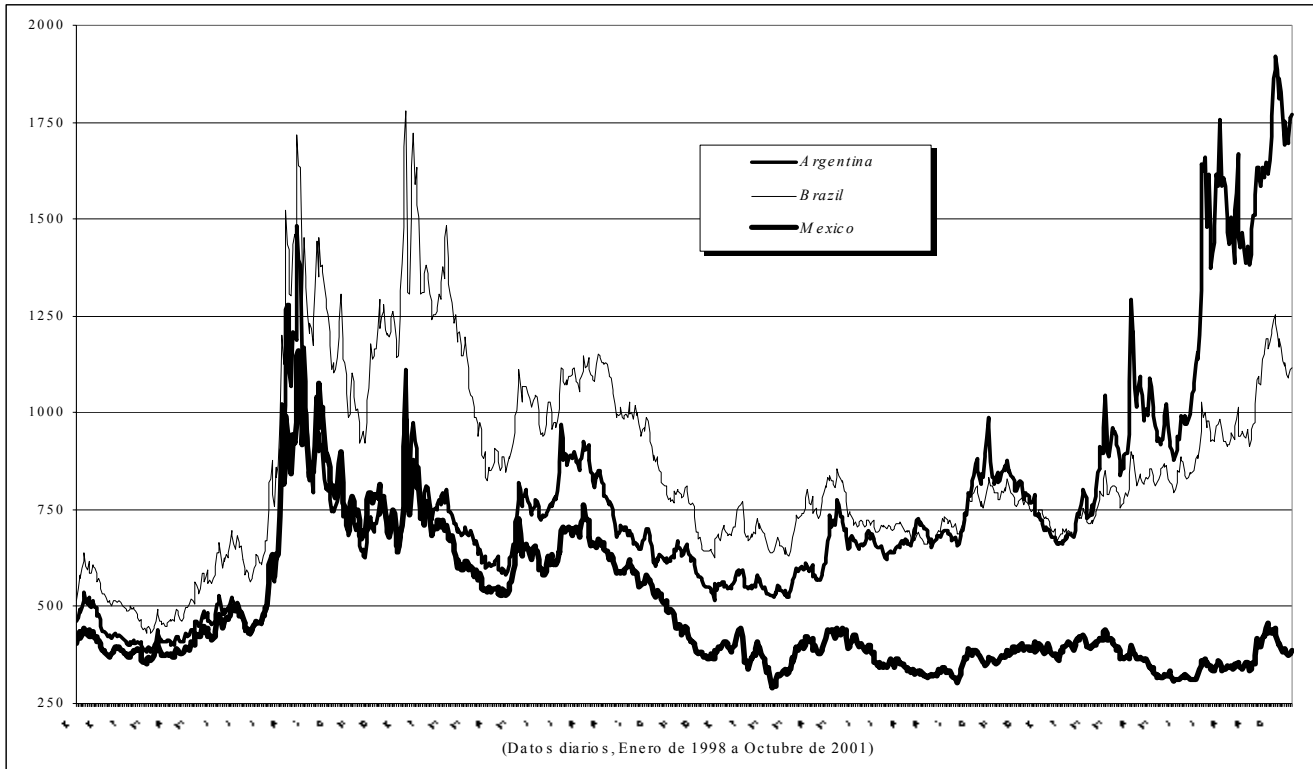
**CUADRO 3: CALIFICACIONES A EMISIONES SOBERANAS DE ECONOMÍAS EMERGENTES SELECCIONADAS  
(PARA EMISIONES DE LARGO PLAZO DENOMINADAS EN MONEDA EXTRANJERA)**

	<i>Moody's</i>		<i>Standard and Poor's</i>	
	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva
<i>ASIA</i>				
China	A3	Estable	BBB	Estable
Hong Kong	A3	Positiva	A+	Estable
India	Ba2	Estable	BB	Negativa
Indonesia	B3	Estable	CCC+	Estable
Corea	Baa2	Estable	BBB	Positiva
Malasia	Baa2	Estable	BBB	Estable
Filipinas	Ba1	Negativa	BB+	Negativa
Singapur	Aa1	Estable	AAA	Estable
Taiwán	Aa3	Estable	AA	Negativa
Tailandia	Baa3	Estable	BBB-	Estable
<i>AMERICA LATINA</i>				
Argentina	Caa3	Estable	CC	Negativa
Brasil	B1	Estable	BB-	Negativa
Bolivia	B1	Estable	B+	Estable
Chile	Baa1	Estable	A-	Estable
Colombia	Ba2	Estable	BB	Negativa
Costa Rica	Ba1	Positiva	BB	Positiva
Ecuador	Caa2	Estable	CCC+	Negativa
México	Baa3	Positiva	BB+	Positiva
Paraguay	B2	Estable	B	Negativa
Perú	Ba3	Negativa	BB-	Estable
Uruguay	Baa3	Estable	BBB-	Estable
Venezuela	B2	Estable	B	Estable
<i>EUROPA</i>				
Bulgaria	B2	Estable	B+	Positiva
Croacia	Baa3	Negativa	BBB-	Estable
Chipre	A2	Estable	A	Estable
República Checa	Baa1	Estable	A-	Estable
Estonia	Baa1	Estable	BBB+	Positiva
Hungría	A3	Estable	A-	Estable
Malta	A3	Negativa	A	Estable
Polonia	Baa1	Estable	BBB+	Estable
Rumania	B3	Estable	B	Positiva
Rusia	B2	Positiva	B	Positiva
Turquía	B1	Negativa	B-	Negativa

Nota: Con información al 5 de noviembre (Moody's) y 1 de noviembre (Standard and Poor's) de 2001.  
Fuentes: Moody's Investors Service y Standard and Poor's.



**CUADRO 4: MARGEN DE LOS BONOS SOBERANOS EMBI+  
(PUNTOS BASE SOBRE BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS)**



busca acortar la actual fase del ciclo económico y evitar así el riesgo de una recesión mundial.

Además de estas acciones de política emprendidas por los países en cuestión, la baja en el precio internacional de petróleo también debería contribuir a una recuperación del crecimiento de las economías industriales en el segundo semestre de 2002.

No obstante que las perspectivas de crecimiento económico de los países en desarrollo dependen, en buena medida, del comportamiento de las principales economías industriales, subsisten ciertos elementos de riesgo en el escenario económico internacional:

- i) la condición financiera de algunos mercados emergentes de referencia continúa siendo frágil;
- ii) la inestabilidad financiera en Argentina, el deterioro de la clasificación crediticia y la menor propensión al riesgo por parte de los participantes en los mercados, podría redundar en una contracción de las corrientes de recursos

crediticios hacia las economías emergentes; y, iii) la menor disponibilidad de financiamiento externo y la caída de los precios internacionales de los productos primarios, podrían afectar negativamente las perspectivas de crecimiento de las economías en desarrollo.

Por último, ante el deterioro de la percepción de mercado en torno al desempeño de las economías emergentes, resultan imprescindibles tanto la instrumentación de políticas económicas sólidas, como el avance de la reforma estructural en dichos mercados.

#### Referencias

- International Monetary Fund, *IMF Survey*, varios números.
- International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, de 2001.