



Mercados emergentes: Latinoamérica

Miguel Sebastián(*)

La búsqueda de oportunidades de inversión ha situado a los mercados emergentes en el punto de mira. La región latinoamericana, por su especial vinculación con nuestro país, ha centrado inicialmente el interés de los inversores españoles. El propósito de este artículo es analizar las razones económicas que han impulsado la expansión de la actividad hacia esta región, sin olvidar hacer referencia, aunque sea en términos comparativos, al resto de las áreas económicas en expansión que se engloban dentro del calificativo de "mercados emergentes".

El artículo se divide en cinco apartados. En el primero se sitúa a los mercados emergentes en el contexto global de aumento del ahorro y de diversificación de las inversiones. En este sentido, en el segundo apartado, se analizan los factores que convierten a Latinoamérica en una zona de atractivo especial para los inversores. Se defiende que dentro de esta región se engloban economías con distintas características, por lo que se impone la necesidad de diferenciar entre ellas, lo que se pone de manifiesto en el tercer apartado. La inversión en estos países no está, sin embargo, exenta de riesgos. A ellos se dedica el cuarto apartado. Por último, se señalan las principales conclusiones de este análisis.

I. EL ENTORNO GLOBAL

La globalización, ligada al desarrollo tecnológico y a la liberalización de los mercados de capitales, y la caída del sistema político de los países del Este de Europa han sido algunos de los factores clave en el análisis económico de los últimos años. Pero, sin duda, el acontecimiento económico de los años noventa ha sido la reducción de la inflación, tanto en sus niveles como en su variabilidad.

Desde 1993, los países industriales han estabilizado su tasa de inflación en torno al 2 por 100. Esta baja volatilidad de la inflación se ha traducido en casi todos los países emergentes en la consecución, por primera vez en su historia reciente, de unas tasas de inflación por debajo de los dos dígitos. En este contexto de mayor estabilidad nominal, los inversores, tratando de conseguir mayores rentabilidades, se muestran dispuestos a asumir más riesgos. Esto no significa que se hayan vuelto menos aversos al riesgo, sino simplemente que, manteniendo sus preferencias, se desplazan a lo largo de su curva de indiferencia hacia un punto en el que están dispuestos a asumir mayor riesgo a cambio de obtener una mayor rentabilidad.

Simultáneamente a la reducción de la inflación, se ha producido un aumento del ahorro mundial, tanto del ahorro privado (derivado del cambio demográfico, que se traduce en un envejecimiento de la población en los países desarrollados) como del ahorro público (resultado de las políticas de consolidación fiscal). Adicionalmente, el aumento de la propensión al ahorro de los agentes privados ha sido consecuencia de las dudas acerca de la viabilidad futura de los sistemas de protección social y de una mayor liberalización del mercado de trabajo, que han aumentado la incertidumbre sobre la renta futura. Por el lado de la oferta de ahorro, las privatizaciones y, en general, la reducción del papel del sector público, el avance tecnológico y la globalización han abierto nuevas oportunidades de inversión.

En economías con libre movilidad de capitales, es el equilibrio entre el volumen global de la oferta de fondos financieros, o ahorro, y de la demanda de capital, o inversión, el que determina el nivel de los tipos de interés reales. Un aumento del ahorro mundial supone, por tanto, una presión a la baja de las rentabilidades reales, y desplaza a los inversores hacia aquellos productos o mercados que ofrecen mayor rentabilidad, aunque incorporen mayor riesgo.

En el caso específico de la Unión Europea, cuyos países se hayan inmersos en un proceso de convergencia nominal, la notable reducción de la volatilidad cambiaria y la previsión de estabilidad de los diferenciales de tipos de interés entre los países de la futura Unión Económica y Monetaria (UEM) hacen que se busquen nuevas zonas para diversificar las inversiones. En esta búsqueda, América Latina se muestra como un candidato interesante.

Una aproximación inmediata al potencial para diversificar las inversiones se puede obtener analizando la correlación entre los rendimientos de diferentes activos de las distintas regiones del mundo (1). En particular, se han utilizado datos diarios de los últimos dos años de los índices de las bolsas de Nueva York, Francfort, Londres y Madrid (como representantes de los países industriales), y de los índices de las bolsas de México, Argentina y Brasil (como muestra representativa de Latinoamérica). A ellos se añaden los índices de las bolsas de Tokio y Hong Kong como representantes de la región asiática. Como se observa en el cuadro núm. 1, los índices bursátiles de países de una misma región tienen una correlación elevada y positiva. Sin embargo, las correlaciones entre los mercados de valores de los países industriales y los de Latinoamérica son inferiores al 12 por 100, lo que muestra la posibilidad de diversificar las inversiones.

Pero, ¿cuáles son las razones económicas que convierten a Latinoamérica en una zona de interés para los inversores?

II. LOS ATRACTIVOS DE LATINOAMÉRICA

Aunque la región latinoamericana ha sufrido los efectos de la crisis asiática en los últimos meses de

1997, su atractivo para los inversores, en especial para los inversores españoles, sigue siendo importante por distintas razones, que pueden dividirse en tres categorías: logros macroeconómicos, apertura al exterior y factores políticos. Para completar el análisis, deben examinarse las ventajas comparativas que presenta esta región frente a otros países emergentes.

En primer lugar, el interés por la región latinoamericana radica en sus recientes desarrollos macroeconómicos. La estabilización, fruto de unas políticas económicas adecuadas, aunque de ritmo lento en algunos casos, junto al potencial de crecimiento, han supuesto un cambio económico significativo y duradero. En efecto, superada la "década perdida" de los años ochenta, la tasa de crecimiento de Latinoamérica ha sido, como muestra el gráfico 1, muy superior a la del conjunto de los países industriales durante los años noventa (con excepción del año 1995, en el que se produjo la crisis mejicana).

La tasa de inflación también se ha reducido notablemente. Para hacer un análisis global, se han agregado (2) los datos de los siete principales países de América Latina (lo que se denominará Latam 7): Brasil, México, Argentina, Colombia, Perú, Chile y Venezuela. La tasa de inflación de esta región, que era del 500 por 100 en el año 1992, terminará en 1997 por debajo del 8 por 100. Exceptuando la economía brasileña, el resto de los países sólo mostraron repuntes de la inflación en 1996. A este panorama hay que añadir un dato más significativo: en el año 1992 solamente dos de estos países tenían una inflación por debajo de los dos dígitos; en 1997, son ya cuatro los países que lo han conseguido.

En segundo lugar, se ha producido una notable apertura al exterior. La manifestada voluntad de apertura y los resultados concretos conseguidos

CUADRO NÚM. 1
CORRELACIÓN ENTRE ÍNDICES BURSÁTILES
(Datos diarios, en porcentaje. Período 1996.1-1997.11)

	Argentina	México	Brasil	Hong Kong	Japón	EE.UU.	España	Alemania	Reino Unido
Argentina . .	100	44	64	35	5	8	6	9	-3
México		100	43	36	6	12	0	8	-4
Brasil			100	28	9	12	7	11	1
Hong Kong.				100	8	5	10	5	10
Japón					100	25	-17	24	17
Nueva York.						100	31	26	35
España							100	48	54
Alemania . .								100	48
Londres . . .									100

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO DEL PIB

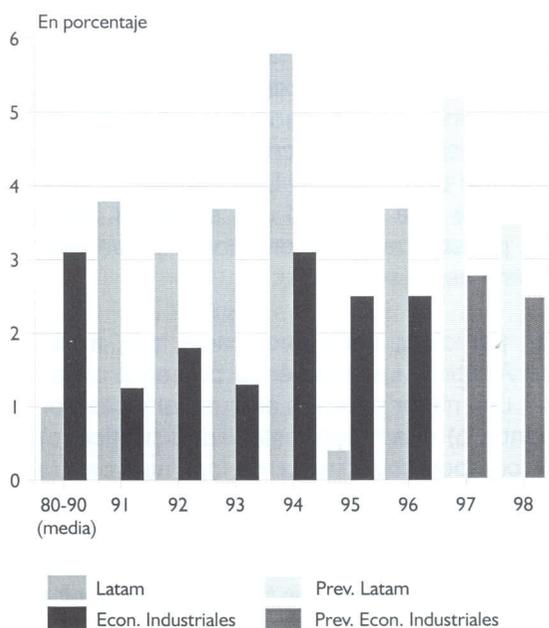
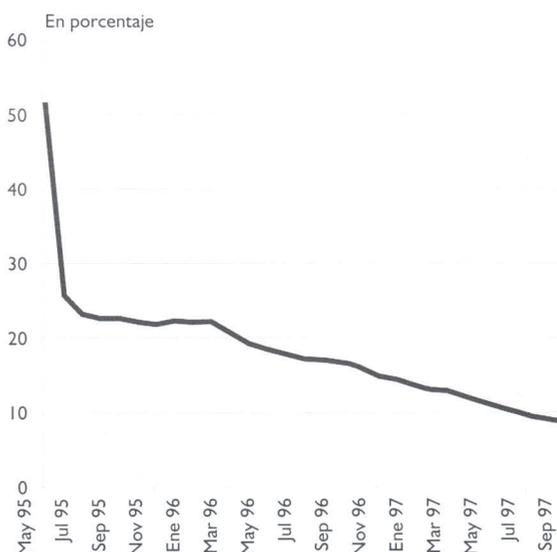


GRÁFICO 2
LATINOAMÉRICA: INFLACIÓN (*)
Años 1995 - 1997



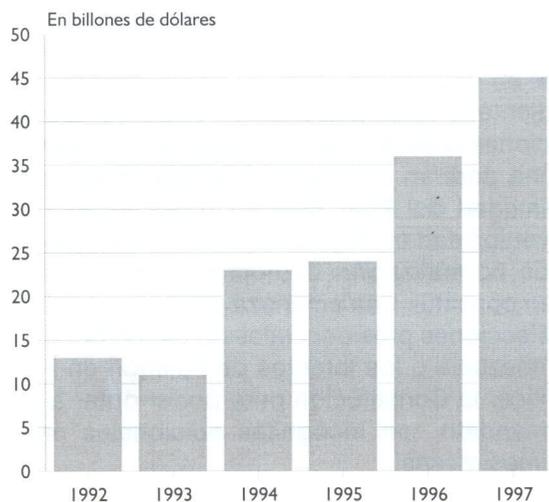
(*) Inflación en Latam 7: Brasil, México, Argentina, Colombia, Perú, Chile y Venezuela.

diferencian a estos países de otras economías emergentes. En este sentido destacan: a) el proceso de liberalización de su comercio y, especialmente, de su sector financiero, b) la política de privatizaciones, y c) las bases para un rápido desarrollo de los mercados financieros, tanto en el mercado de bonos como el avance en la financiación en moneda local, lo que generará un importante mercado de divisas.

La apertura al exterior resulta evidente si se observa que hoy cerca de un 60 por 100 de las entradas netas de capital en América Latina son inversión directa extranjera (63,6 por 100 en 1996), lo que supone una clara diferencia entre esta región y los países asiáticos. Además, la tendencia creciente que ha mostrado la inversión directa extranjera en la región latinoamericana no es previsible que vaya a quebrarse como resultado de las turbulencias en los mercados financieros provocadas por la reciente crisis asiática. De hecho, en el conjunto del año 1997, la inversión directa extranjera en Latinoamérica alcanzó un nuevo máximo, aumentando un 25 por 100 respecto a la de 1996.

Tras las emisiones de bonos Brady, cuyo origen se remonta a los años ochenta, en 1989 comenzaron a surgir otros productos financieros como eurobonos, obligaciones domésticas etc., algunos en divisa local, que han supuesto la base del desarrollo de los

GRÁFICO 3
INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA
EN LATINOAMÉRICA



mercados financieros en estos países. En los últimos años se ha iniciado el proceso de amortización de los bonos Brady, cuya estructura compleja dificultaba su expansión. El reto para estos países está en un rápido desarrollo de sus mercados en moneda local y en la emisión de activos de renta fija en distintos horizontes temporales, dando liquidez y profundidad a sus mercados. Una condición necesaria para que

esto ocurra se ha cumplido ya: la estabilización de la inflación en casi todos los países.

Sin embargo, la crisis de los países asiáticos ha recordado que hay un elemento de riesgo. Así, al contrario de lo que ha ocurrido en los bonos americanos o europeos, los bonos latinoamericanos han experimentado a finales de 1997 notables aumentos de sus primas de riesgo.

En tercer y último lugar, los factores políticos y sociológicos han aumentado el atractivo de la región latinoamericana. Para el inversor español, los lazos culturales, sociológicos y políticos facilitan no sólo la comunicación y las relaciones económicas, sino también la exportación de las "capacidades" que se han desarrollado en estos años en nuestro país.

La estabilidad política, pese a algunos problemas puntuales, ha avanzado notablemente en los últimos años. La pluralidad política en algunos países, y el mayor avance de la democracia en casi todos, ha facilitado el camino a las necesarias reformas estructurales. El creciente apoyo social a estas reformas es la mejor garantía para el logro de los programas de estabilidad. Un ejemplo del avance democrático es el caso de México, país en el que la pérdida de la mayoría en la Cámara Baja por parte del PRI ha obligado a negociar los Presupuestos para 1998 por primera vez en setenta años. Dentro de este panorama general, las elecciones presidenciales en octubre de 1998 en Brasil (con su correspondiente toma de posesión en enero de 1999) y las elecciones presidenciales de agosto de 1999 en Argentina podrían introducir incertidumbres sobre la continuidad del Plan Real en Brasil y del Plan de Convertibilidad en Argentina, si bien el contexto global de normalización democrática implica que no deben constituir una amenaza para su consecución. Las elecciones presidenciales de diciembre de 1998 en Venezuela o los intentos de Fujimori en Perú de modificar la Constitución para poder optar a un tercer mandato son incógnitas adicionales para los próximos meses.

El análisis de los atractivos de la región latinoamericana permanece incompleto si no se analizan las ventajas que presenta esta región respecto a otros países emergentes, en especial, con la Europa del Este y con el Sudeste Asiático. La principal diferencia con los antiguos países ligados a la Unión Soviética es el grado de centralización y apertura de sus economías. Mientras que los países de la Europa del Este pugnan por ser economías de mercado, los países latinoamericanos ya disfrutaban de ese *status*, y su mayor

apertura al exterior les ha permitido un mayor desarrollo de los mercados de capitales.

Las diferencias con el Sudeste Asiático se han puesto de manifiesto en la reciente crisis asiática. El temor a que la crisis se extendiera a Latinoamérica se fue reduciendo con el paso del tiempo. Al contrario de lo que se especulaba, la crisis de Asia no ha sido precursora de una crisis en Latinoamérica, sino que es Asia la que está viviendo una situación que América Latina padeció en años anteriores y que quedó casi completamente superada.

En particular, debe destacarse que, frente al Sudeste Asiático, Latinoamérica presenta claras ventajas: a) una mejor posición en sus balances por cuenta corriente; b) una mayor estabilidad política; c) no sufre la competencia directa de los "nuevos dragones" (China, India o Vietnam), como les ocurre a Malasia, Tailandia, Corea etc.; d) un sistema financiero más sólido, que ya ha superado su propia crisis bancaria, y e) una menor relación con la economía japonesa, que sufre importantes dificultades económicas y financieras, y unos mayores lazos con la economía norteamericana, que presenta un sólido crecimiento económico.

III. LATINOAMÉRICA. UNA REGIÓN HETEROGÉNEA

Aunque los atractivos de la zona son claros, uno de los mayores riesgos radica precisamente en considerar a Latinoamérica como una región homogénea.

Es preciso analizar las diversas economías que integran este área. Un dato inicial es la diferencia de tamaño. Así, mientras Brasil representa más del 40 por 100 del producto latinoamericano, Argentina supone el 20 por 100 y México el 14 por 100. Es decir, estas tres naciones suponen el 75 por 100 del PIB latinoamericano (3). Frente a estos países, el resto son economías pequeñas. Por ejemplo, pese a su interés económico y financiero, la economía chilena apenas representa un 4 por 100 del conjunto latinoamericano.

El análisis de la divergente evolución a largo plazo de estos países puede hacerse utilizando el comportamiento de la renta per cápita. Usando datos homogéneos (4) desde 1950 (véase el gráfico 4), se observa que aunque Venezuela es hoy el país con mayor renta per cápita de este área, no ha avanzado prácticamente nada con respecto a su nivel de renta del año 1956. Esto es, el crecimiento económico medio

GRÁFICO 4
PIB PER CÁPITA

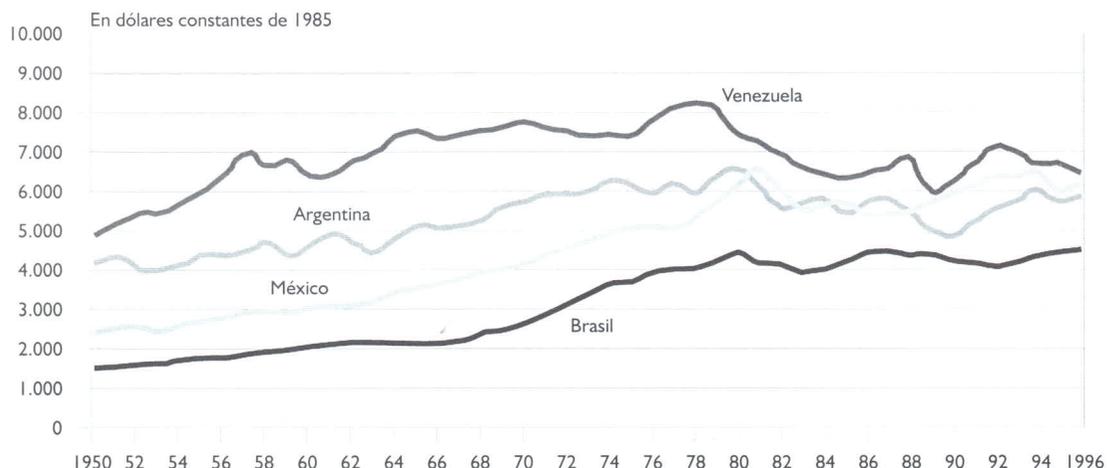
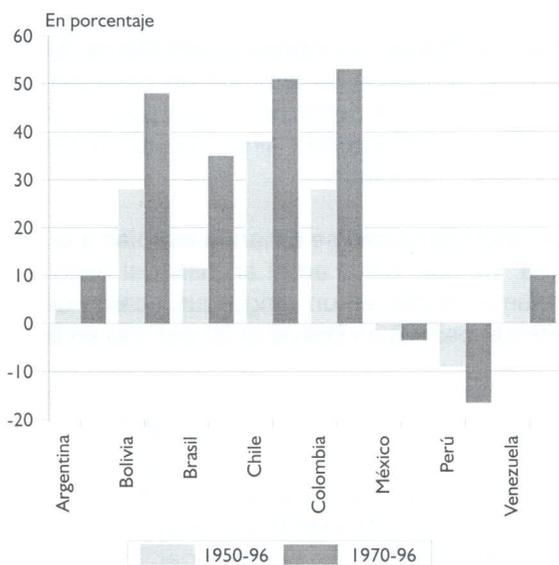


GRÁFICO 5
CORRELACIÓN CONTEMPORÁNEA ENTRE
LOS COMPONENTES CÍCLICOS DEL PIB
DE EE.UU. Y DE PAÍSES LATINOAMERICANOS



de Venezuela ha sido igual al crecimiento de su población durante estos cuarenta años.

También en Argentina el aumento de la renta per cápita retrocedió en los años ochenta, de forma que la recuperación de los años noventa apenas consigue devolver a este país a los niveles de renta con los que inició la década anterior. La situación de México es completamente diferente: desde unos nive-

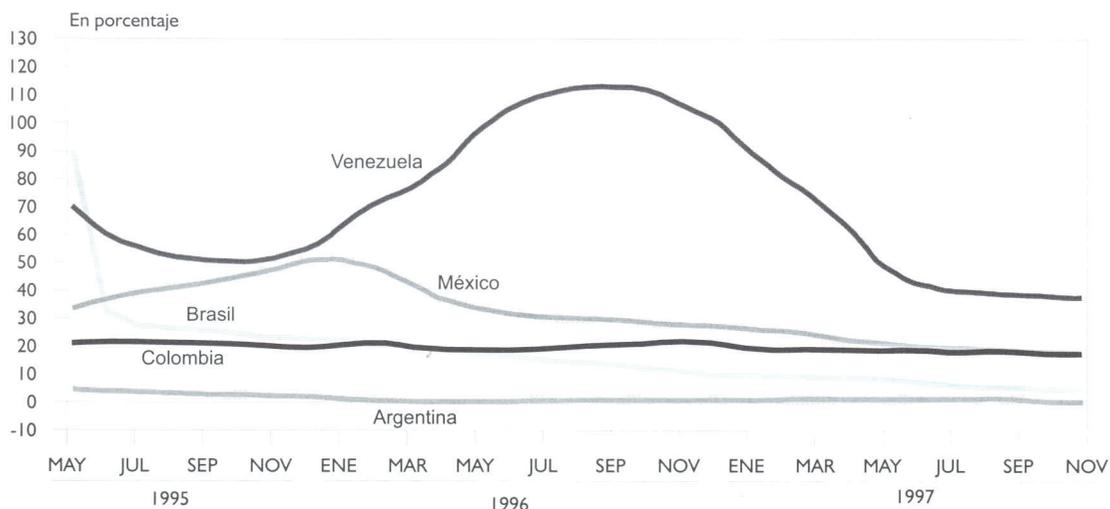
les de renta per cápita de 2.000 dólares en el año 1950, ha experimentado un proceso de crecimiento espectacular, adelantando incluso a Argentina y situándose en la actualidad inmediatamente detrás de Venezuela.

Se pone así de manifiesto la heterogeneidad en el comportamiento a largo plazo de estos países: mientras que países como México han experimentado un rápido crecimiento de la renta per cápita, otros, como Venezuela, no han avanzado con respecto a su nivel de los años cincuenta.

A corto plazo, las diferencias entre los países de esta región se ponen de manifiesto al analizar la correlación entre sus ciclos económicos y, en particular, la correlación con el ciclo de Estados Unidos. Un hecho sorprendente es la baja correlación contemporánea, incluso negativa, entre México y EE.UU., pese al Tratado de NAFTA y a su proximidad geográfica. Sólo cuando se toma un desfase anual la correlación aumenta significativamente. Otros países muestran, sin embargo, una mayor correlación contemporánea con Estados Unidos. Esta es, sin duda, otra fuente de heterogeneidad: no se puede esperar que todas las economías de la región reaccionen de la misma forma a un choque de la economía norteamericana.

También en el análisis de la inflación se encuentran elementos diferenciales. Mientras Argentina está en deflación (tasa de inflación negativa), Venezuela tiene la situación inflacionista más importante. Este país lucha por tener una tasa de inflación por debajo del 40 por 100, en medio de un problema de exceso de liqui-

GRÁFICO 6
INFLACIÓN EN LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS



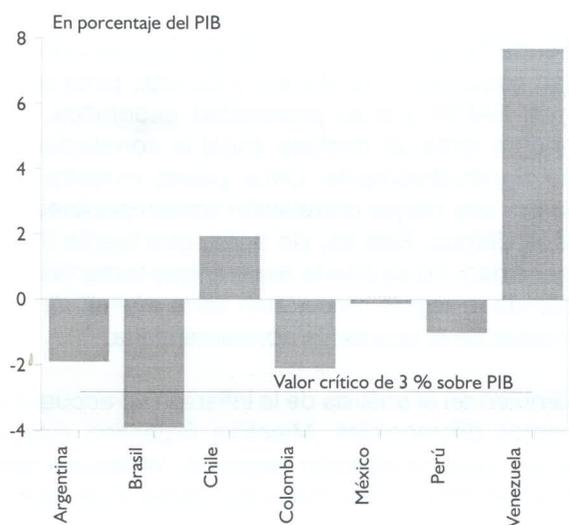
dez. La evolución temporal de la inflación en los países también ha sido distinta, destacando el caso de Brasil que ha reducido espectacularmente su inflación desde una media del 2.950 por 100 en 1994 hasta alcanzar hoy un 5 por 100, o el más modesto de México, que no ha tenido inflación de tres dígitos desde finales de los años ochenta, y que terminará 1997 en torno al 16 por 100 de aumento de precios.

Aunque es cierto que, respecto al déficit público, todos los países, salvo Brasil, cumplirían el Tratado de Maastricht, la situación dista de ser homogénea. Así,

el peor comportamiento corresponde a la economía brasileña, que tiene un déficit del 4 por 100 del PIB, lo que, dado el tamaño de la economía, supone un importante problema de financiación. En el extremo opuesto se encuentra Venezuela, con un notable superávit, cuyo análisis debe matizarse teniendo en cuenta que incluye los ingresos petrolíferos. El déficit público de Argentina es también un caso particular: dada la situación de deflación de este país, no debería evaluarse negativamente, sino que probablemente sea un déficit necesario.

La heterogeneidad se extiende también a la deuda externa, variable clave en el análisis del riesgo-país. Su volumen oscila en un rango que abarca desde el 70 por 100 del PIB en Bolivia al 20 por 100 en Brasil.

GRÁFICO 7
SALDO DEL SECTOR PÚBLICO EN 1996



IV. LOS RIESGOS DE LATINOAMÉRICA

La rentabilidad potencial que ofrece la región latinoamericana no está exenta de riesgos. Pueden distinguirse tres fuentes. En primer lugar, los riesgos externos a la región, en particular los que pueden proceder de un aumento de los tipos de interés en Estados Unidos, de cambios en la evolución de la divisa a la que están vinculadas sus monedas, el dólar, o a factores reales derivados de una hipotética situación de recesión en la economía norteamericana (o del resto de los países industrializados).

En segundo lugar, destacan los riesgos internos a la región, que pueden tener un doble origen: 1) comunes a todos los países, como resultado de una relaja-

ción generalizada de las políticas fiscales, de problemas derivados de la situación de balanza por cuenta corriente o del endeudamiento externo, o 2) específicos de cada país, como consecuencia de la existencia de divisas sobrevaloradas en muchos países, o de problemas monetarios, fiscales o reales concretos. Entre ellos destacan los déficit gemelos de Brasil, la deflación de Argentina, la lentitud de la reforma fiscal en Venezuela, el riesgo político en Colombia, o los efectos de "El Niño" en Perú.

Finalmente, en tercer lugar, debe señalarse el riesgo de no diferenciación, es decir, de suponer que no hay diferencias con otras economías emergentes, y de no diferenciar entre los países de esta región.

Estos riesgos deben analizarse con mayor detalle. Así, entre los riesgos externos, un factor de incertidumbre es el comportamiento de los tipos de interés americanos. La probabilidad de un inminente aumento de estos tipos, que sería el problema para esta región, es relativamente baja. Ello se debe a que el repunte esperado y anunciado de la inflación no parece que vaya a producirse, y a que la inflación de activos se ha visto limitada tras la evolución de la Bolsa como resultado de la crisis asiática. La brusca reducción de los precios de los activos de renta variable ha tenido también otro efecto: un aumento de la volatilidad en dichos precios, factor clave para amortiguar el efecto riqueza y reducir las posibilidades de que se produzca una fuerte expansión del consumo que genere tensiones inflacionistas.

Parece difícil que, en este contexto, suban los tipos de interés de intervención de la Reserva Federal. Además, en términos reales —esto es, descontando el efecto de la inflación—, los tipos de interés a diez años en EE.UU. muestran una media del 3,7 por 100. En los años sesenta dicha media se encontraba en el 2,3 por 100. Si la economía está volviendo a una situación similar a la de esos años (en términos de inflación, déficit público,...), los tipos actuales parecen demasiado altos. Aunque esto no implica que vayan a volver a la situación de los años sesenta, sí pone de relieve que los tipos a largo plazo americanos tienen en la actualidad un importante soporte.

La apreciación del dólar es otro de los riesgos externos que pueden afectar a estos países. Muchas de sus divisas están vinculadas al dólar, aunque su grado de relación es muy variado. Así, el peso argentino mantiene una relación 1 a 1 con el dólar, por medio de una caja de conversión, mientras que en los casos de las divisas de Brasil, Colombia o Chile existen bandas más

GRÁFICO 8
VOLATILIDAD CAMBIARIA

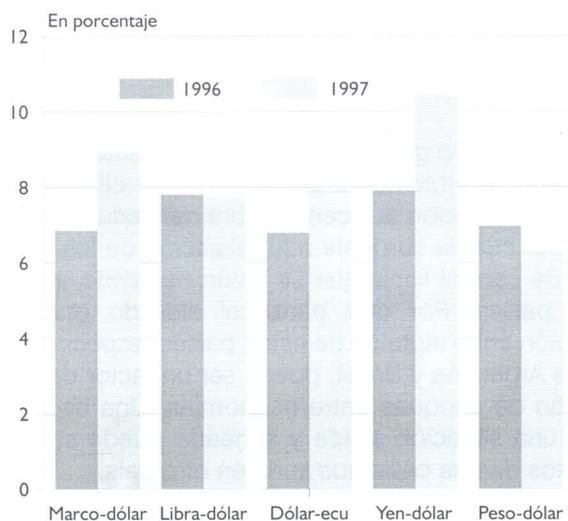
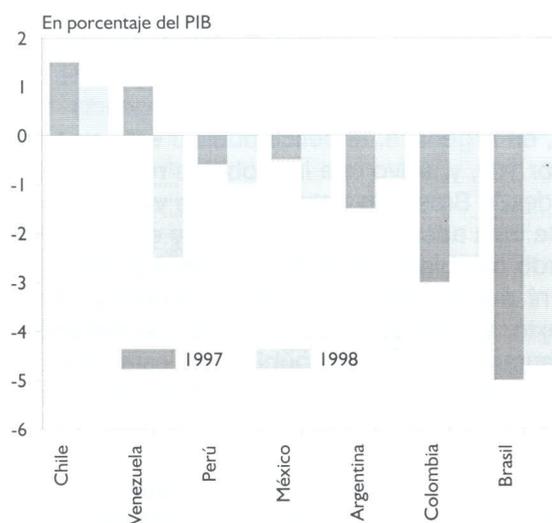


GRÁFICO 9
PREVISIONES DE DÉFICIT PÚBLICO



o menos explícitas. En cualquier caso, una apreciación significativa de la divisa estadounidense, aunque no es previsible en los próximos meses, resultaría negativa para estas economías, tanto desde el punto de vista de la balanza comercial como desde la perspectiva de una desaceleración de la actividad económica.

Al analizar el comportamiento de cada una de las divisas frente al dólar, merece la pena señalar la sorprendente estabilidad que ha mostrado el peso mexi-

cano, moneda con régimen de tipo de cambio flexible. Pese a la rápida depreciación del peso en la crisis del Sudeste Asiático, su volatilidad media anual en 1996 y 1997, superada la crisis del año 1995, ha sido incluso menor que la del marco, el yen o la libra con el dólar, y similar a la del ecu.

El segundo grupo de riesgos lo constituyen aquellos que son internos a la región. Entre ellos merece especial atención la incertidumbre derivada de los déficit por cuenta corriente o la relajación de los esfuerzos de control fiscal que se están haciendo en algunos países. Por otra parte, el elevado grado de relación entre algunos de estos países, especialmente entre Argentina y Brasil, puede ser un factor de transmisión de choques entre economías. Una economía con una situación sólida y saneada puede sufrir los efectos de una crisis que surja en otro país.

En relación con el déficit público, la valoración de los riesgos depende de la situación de cada país. Así, Venezuela muestra una posición presupuestaria muy volátil y dependiente de la evolución de los precios del petróleo. El superávit de 1997 es engañoso, y puede transformarse en un déficit del 2 por 100 del PIB en 1998, como resultado del descenso de los ingresos petrolíferos. El elevado déficit de Brasil, próximo al 5 por 100 en 1997, ha obligado ya a las autoridades a adoptar un Plan Fiscal de urgencia. Por su parte, en Argentina, el déficit público está en torno al 1,5 por 100, y, salvo una improbable recesión, importada desde Brasil, no parece que se vaya a profundizar. Se trata además de un caso muy especial. Por su acuerdo cambiario, Argentina no tiene política monetaria ni puede utilizar la política cambiaria. En este contexto, y dada su actual situación de deflación, un leve aumento del déficit público en este país puede ser necesario, y en ningún caso puede valorarse de la misma forma que en Brasil o en Venezuela.

El riesgo derivado de las posiciones por cuenta corriente es otro motivo de preocupación, especialmente en Brasil, por su magnitud y las necesidades de financiación que conlleva. Sin embargo, su valoración correcta debe realizarse atendiendo a las causas que generan el déficit, y a sus fuentes de financiación. El déficit por cuenta corriente en Argentina estará en torno al 3,5 por 100 en 1998, o algo menos si disminuye la actividad más de lo previsto, y en Brasil se situará cerca del 3 por 100. Aparte de su diferente dimensión, las causas que explican ambos déficit son distintas: el déficit por cuenta corriente brasileño es sobre todo estructural, derivado de la sobreapreciación del tipo de cambio y de su política fiscal, mientras que en Argentina es principalmente cíclico, como re-

GRÁFICO 10
PREVISIONES DE DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE

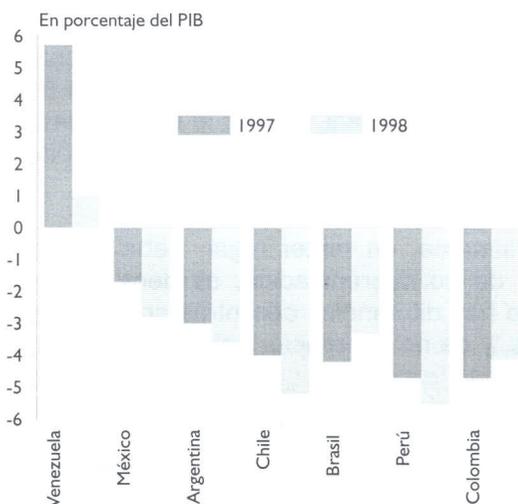
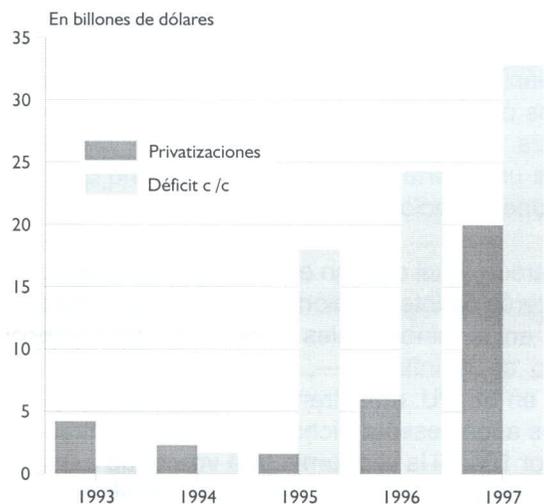


GRÁFICO 11
BRASIL: INGRESOS DE LAS PRIVATIZACIONES Y DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE



sultado del impulso a las importaciones provocado por el crecimiento de la economía. Pese a ello, ambos déficit están financiados con inversión extranjera directa, y, por tanto, con inversión estable, lo que limita el riesgo, al menos a corto plazo.

Ello no evita considerar el caso de Brasil como especialmente preocupante, dada la presencia de los "déficit gemelos". Este país ha tenido una tradición de escasos conflictos sociales, basado en que ha desarrollado un sector público extremadamente protector

con los ciudadanos. Esto ha tenido un coste importante, no sólo en términos de una estructura política muy compleja y un gasto público explosivo, sino también en forma de trabas a las necesarias reformas estructurales, pese a la decidida voluntad política del Presidente de la República.

La existencia de divisas sobreapreciadas en algunos países es otro de los riesgos internos a estas economías. Para analizar el grado de sobreapreciación de las divisas, hemos hecho unas estimaciones basadas en la paridad de poder de compra para las principales monedas de los países de América Latina. De ellas se obtiene que la relación 1 a 1 entre el peso y el dólar parece sostenible, en ausencia de factores externos adicionales. De hecho, la reducción de la tasa de inflación en Argentina ha permitido compensar toda la sobreapreciación del peso que había tenido lugar en los años siguientes al Plan de Convertibilidad.

La situación del real brasileño es más problemática. Las estimaciones realizadas, tanto con el diferencial de inflación con sus principales socios comerciales como usando la información de la balanza por cuenta corriente, muestra una sobreapreciación aproximada del 20 por 100. Por tanto, no es descartable en algún momento una devaluación de esa magnitud, o incluso superior, en Brasil si no se adoptan las medidas adecuadas. Las autoridades económicas de este país, reconociendo el problema de sobreapreciación de su moneda, como uno de los resultados del Plan de Estabilización, confían en que una reducción de la tasa de inflación y una depreciación nominal del 7 por 100 en cuatro años permitan acomodar esa sobreapreciación. Las reformas estructurales (Administración, seguridad social), y en especial, el Plan Fiscal aprobado en diciembre, tratan de conseguir que esto sea posible. Además, reduciendo costes y aumentando ingresos, este Plan debe suponer un ahorro fiscal equivalente al 2,3 por 100 del Producto Interior Bruto.

En cuanto al resto de las divisas, el bolívar venezolano muestra una sobrevaloración en torno al 25 por 100, que se reduce si se excluyen los efectos del petróleo, y el peso mexicano ha ido corrigiendo la sobrevaloración derivada de una apreciación en términos nominales, combinada con una elevada tasa de inflación. Por su parte, el peso colombiano y el sol peruano están prácticamente en equilibrio.

El tercer factor de riesgo que se señalaba era el riesgo de no diferenciación. En efecto, como ya se ha mencionado, la situación de Latinoamérica no es comparable a la que hoy vive Asia. Incluso con unas mone-

das sobreapreciadas, o con riesgo de devaluación del real brasileño en 1998 o a principios de 1999, las perspectivas de estas economías a medio y largo plazo están lejos de las de los países asiáticos. Las diferencias económicas y la distinta situación de sus sistemas financieros han hecho que los mercados hayan diferenciado entre estos dos grupos de países. Mientras que las bolsas latinoamericanas han tenido ganancias netas en 1997, pese a la importante caída de los últimos meses, las asiáticas han mostrado pérdidas netas.

Pese a las mejores perspectivas para las economías latinoamericanas, el mayor riesgo viene de la falta de diferenciación con otros países emergentes, y en especial de una potencial liquidación de las posiciones de los inversores en Latinoamérica para compensar las pérdidas sufridas en Asia.

V. CONCLUSIONES

A modo de conclusión, los países latinoamericanos constituyen hoy una clara opción para diversificar las inversiones. La relación rentabilidad-riesgo es adecuada. El potencial de crecimiento y la estabilidad macroeconómica y política son sus principales activos, mientras que el mayor riesgo proviene del déficit por cuenta corriente, especialmente cuando éste es resultado de la sobreapreciación de sus divisas. Pese a sus problemas comunes, la falta de diferenciación, tanto con otros países emergentes como entre los países de Latinoamérica, es un factor de riesgo adicional de gran relevancia.

NOTAS

(*) Este artículo se escribió con datos y hechos de principios de noviembre de 1997.

(1) El limitado desarrollo de los mercados de deuda en moneda local en los países emergentes y las intervenciones en sus mercados de cambios obligan a usar los índices bursátiles como referencia.

(2) Para agregar estos datos, se ha utilizado como ponderación la proporción del PIB de cada país en el conjunto de las siete economías consideradas.

(3) De acuerdo con los datos del FMI para 1996, en su conjunto, las economías latinoamericanas representan aproximadamente el 8 por 100 del PIB mundial.

(4) Se usan los datos de Summers y Heston, proyectados para 1991-96 con datos de la CEPAL.