

Reforzar los vínculos financieros

Asia está procurando integrarse mejor en los mercados financieros regionales y mundiales

Agnès Belaisch y Alessandro Zanello

LA EXPECTATIVA de una mejor distribución del riesgo, una asignación más eficiente del capital, inversiones más productivas y, en última instancia, mejores condiciones de vida para todos, está impulsando los esfuerzos por reforzar los vínculos entre los sistemas financieros mundiales. Las economías de Asia, y en particular las de mercados emergentes, participan activamente en esta labor, tanto en el ámbito regional como mundial. Su integración en el sistema financiero internacional está bastante avanzada, aunque es más limitada en el contexto regional.

Pantallas de cotizaciones de la Bolsa de Valores de Tokio.



Tras la crisis financiera de 1997–98, los gobiernos de la región confirmaron su intención de promover la integración financiera regional a fin de reducir las vulnerabilidades y mejorar la asignación del ahorro. Se han puesto en marcha varias iniciativas destinadas a fomentar la autosuficiencia de la región, que van desde el intercambio de información hasta los mecanismos de financiamiento en divisas. Los gobiernos están adoptando medidas destinadas a profundizar los mercados regionales de bonos para reducir la dependencia del financiamiento bancario y proteger la economía regional de los posibles efectos de la volatilidad de los flujos de capital originados en otras partes del mundo.

No obstante, los mercados de capital de Asia están fragmentados. Frecuentemente, las empresas de las economías emergentes de Asia obtienen capital en los mercados de países industriales, no en la región, y la emisión de bonos denominados en monedas asiáticas es relativamente escasa. En otras palabras, los países de mercados emergentes de Asia no invierten en la región. En este artículo se examinan las numerosas dificultades que existen para impulsar un amplio programa de integración financiera que, no obstante, la región está bien preparada para llevar adelante.

La integración financiera en la actualidad

¿Qué avances ha logrado la región en materia de integración financiera, definida en este caso como un proceso gradual de aumento de los flujos transfronterizos, fortalecimiento de los mercados financieros y convergencia de los precios de los productos y la infraestructura de los mercados en base a normas comunes?

Un indicador de la integración financiera es el alcance geográfico, es decir, los vínculos regionales en comparación con los vínculos extrarregionales o mundiales. La integración de Asia en los mercados financieros mundiales está bastante avanzada. Por ejemplo, la región ha sido uno de los principales beneficiarios del repunte de los flujos netos de capital privado hacia los mercados emergentes, que en 2003 y 2004 recibieron la mitad de los flujos mundiales de capital (véase el gráfico 1). Además, gracias a sus cuantiosas reservas oficiales en divisas, muchos países de Asia son importantes tenedores de bonos soberanos de economías avanzadas.

Según otros indicadores, la situación es más compleja. Los pasivos externos totales en Asia —inversión extranjera directa (IED), empréstitos extranjeros y tenencias de capital social extranjero— equivalen a alrededor del 65% del PIB agregado, porcentaje inferior al de los mercados emergentes de América Latina

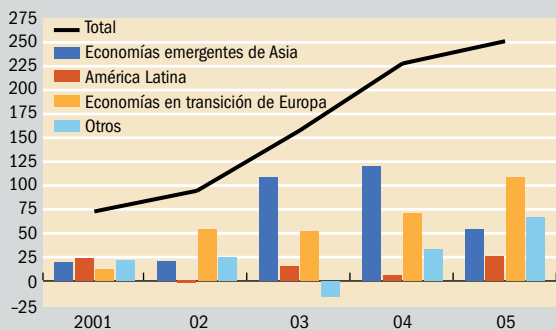


Gráfico 1

Flujos irregulares

Los mercados emergentes de Asia reciben una parte importante de los flujos netos totales de capital privado destinados a las economías de mercados emergentes mundiales.

(Flujos netos de capital privado hacia los mercados emergentes, en miles de millones de dólares)



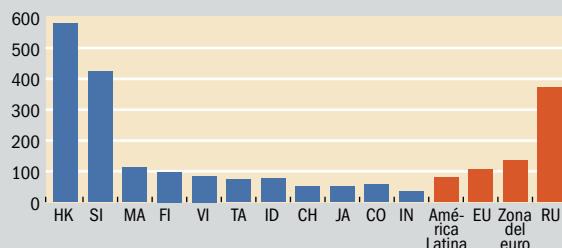
Fuente: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*; los datos se han ajustado a fin de tener en cuenta la recapitalización de los bancos de China.

Gráfico 2

Tenencias externas

Las tenencias de pasivos externos de algunos países asiáticos son mucho mayores que las de otros; las de India y China son menores que la mayoría.

(Pasivos financieros frente a otros; porcentaje del PIB, 2004)



Fuente: Lane y Milesi-Ferretti, 2006.

Nota: HK= RAE de Hong Kong, SI = Singapur, MA = Malasia, FI = Filipinas, VI = Vietnam, TA = Tailandia, ID = Indonesia, CH = China, JA = Japón, CO = Corea, IN = India, EU = Estados Unidos, RU = Reino Unido.

(donde estos pasivos ascienden a cerca del 80%), y al de Estados Unidos y la zona del euro (donde superan el 100%). Además, las diferencias entre los países de la región son enormes. En algunos, como Filipinas, los ingentes pasivos financieros frente al exterior se derivan de los préstamos oficiales; en otros, como la RAE de Hong Kong y Singapur, los pasivos son reflejo de su función de centros financieros regionales y del alto grado de integración en los mercados financieros mundiales. En cambio, en India y China la relación relativamente baja entre los pasivos financieros externos y el PIB parece indicar que la integración de esas economías en el sistema financiero internacional no es muy profunda (véase el gráfico 2).

Dada la falta de datos, es difícil estimar el nivel de integración financiera regional. La información sobre flujos transfronterizos bilaterales de capital dentro de la región es escasa, por lo cual es difícil determinar qué parte de las inversiones externas en los mercados financieros de Asia tiene su origen en la región. No obstante, la baja correlación transfronteriza del aumento del consumo en los mercados emergentes de Asia indica que existe una capacidad de diversificación que aún no se aprovecha.

El segundo indicador de la integración guarda relación con los tipos de activos: los vínculos transfronterizos entre sistemas bancarios, mercados de acciones y mercados de bonos nacionales. Según este indicador, la integración financiera es desigual. En el sector bancario, los datos de 2004 indican que, en muchos casos, el principal prestamista externo es europeo o estadounidense. Los bancos japoneses se sitúan en tercer lugar, excepto en el caso de Tailandia, del cual son el principal prestamista. No obstante, las pruebas incidentales apuntan a un creciente interés en las adquisiciones en el exterior, especialmente por parte de bancos de Singapur, lo cual es coherente con el incremento de la IED en la región.

En los mercados de valores las cotizaciones externas son limitadas, y las de países de la región lo son aún más. La participación externa en algunos mercados de valores regionales es importante, aunque los participantes extranjeros de países vecinos son pocos (véase el cuadro 1). La proporción correspondiente a cotizaciones externas en los mercados asiáticos también se está reduciendo, pues los prestatarios prefieren emitir certificados de depósito en

Nueva York o Londres. Si bien ha aumentado la participación accionaria extranjera y la negociación de valores cotizados, los participantes no residentes que pertenecen a la región son pocos. Por ejemplo, la participación accionaria extranjera es importante en la RAE de Hong Kong, donde en 2004 representó más de la tercera parte del volumen total de transacciones. Sin embargo, solo la quinta parte de estas operaciones es atribuible a ciudadanos de países asiáticos.

La integración regional en los mercados de bonos también es limitada (véase el gráfico 3). En gran medida, la creciente emisión de bonos denominados en moneda extranjera por parte de prestatarios soberanos y empresariales se hace en dólares de EE.UU., y los bonos se venden fuera de la región (alrededor del 80% en Estados Unidos y Europa). Los datos disponibles indican que los inversionistas asiáticos en estos mercados absorben un gran volumen de las emisiones. No obstante, el alto grado de integración de los mercados de bonos denominados en moneda

Cuadro 1

La integración de los mercados de valores no es muy amplia

En muchas bolsas de valores de Asia se ofrecen pocas cotizaciones de empresas extranjeras. Los participantes provenientes del resto de Asia son aún más escasos.

(Operaciones de accionistas extranjeros, porcentaje de las operaciones)

Bolsa de valores	1996	2004
Hong Kong, RAE de	31,0	36,0
(ciudadanos de otros países de Asia)	(8,1)	(7,2)
Bolsas japonesas	...	28,7
(ciudadanos de otros países de Asia)	...	(6,1)
Tailandia	...	30,0 ¹
Corea	6,02	22,5
India	...	20,7
Taiwan, provincia china de	...	11,3 ¹
China (Shenzhen)	...	2,7 ²

Fuente: Bolsas de valores.

Nota: ... indica que no hay datos disponibles.

¹Participación accionaria extranjera como porcentaje de la participación total.

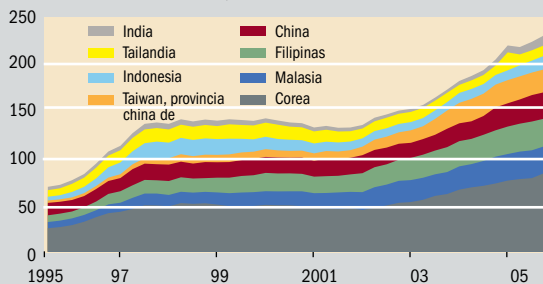
²Inversionistas extranjeros como porcentaje de la capitalización bursátil.

Gráfico 3

Mayor integración internacional

El volumen de bonos soberanos y empresariales denominados en dólares de EE.UU. emitidos en Asia ha experimentado un marcado aumento.

(Bonos internacionales en circulación emitidos en Asia, en miles de millones de dólares)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

extranjera no se observa en los mercados de bonos denominados en moneda nacional. La inversión en bonos por parte de ciudadanos de países de la región en sus economías vecinas también es limitada, a pesar de los esfuerzos realizados por promover las tenencias transfronterizas.

Posibles beneficios de la integración

Si bien los países emergentes de la región ya cosechan los beneficios de la diversificación a través de su participación en los mercados financieros mundiales, la creación de nuevos vínculos intrarregionales podría ofrecer ventajas adicionales:

- **Mejor acceso al capital.** La integración financiera regional podría reducir la necesidad de intermediar los ahorros fuera de la región y, de este modo, disminuir el riesgo frente a los cambios de sentido repentinos de los flujos de capital. Esta integración, al profundizar los mercados regionales de capital y crear nuevas fuentes de financiamiento, también podría reducir la dependencia de los bancos como fuente principal de financiamiento del sector privado y fortalecer el sector empresarial.

- **Menores costos de financiamiento y mayor inversión.** La integración aumenta los flujos de capital y la liquidez de los mercados financieros nacionales, y estimula la competencia entre instituciones financieras, como ha ocurrido en la zona del euro. Una competencia más vigorosa fomenta la transparencia y mejora la gestión de gobierno, lo que a su vez podría atraer más fondos a la región. Esto se traduce en primas por liquidez más bajas y un menor costo de financiamiento para los prestatarios, lo cual fomenta la inversión y alienta a los individuos a tomar riesgos.

- **Mayor disciplina de mercado en la política macroeconómica.** Una integración financiera más profunda podría imponer una mayor disciplina de mercado en la política macroeconómica y, como parte de un programa de política más amplio, fomentar la estabilidad regional.

En consecuencia, la existencia de mercados financieros más profundos y vinculados sería beneficiosa para la región. Sus sistemas financieros se basan principalmente en la banca, y los mercados de capital y bonos son, en general, más pequeños que en las economías desarrolladas (véase el cuadro 2). Malasia y Corea son dos excepciones, pues sus mercados de bonos empresariales,

como porcentaje del PIB, se situaron entre los más importantes del mundo tras la caída de los préstamos bancarios a fines de los años noventa. En general, los mercados de bonos nacionales de Asia han adquirido mayor profundidad, porque los gobiernos se transformaron en importantes emisores para financiar la reestructuración bancaria y los crecientes déficits fiscales generados tras la crisis financiera. Por otro lado, la actividad del mercado de valores se ha reducido desde la crisis, en parte debido al éxodo de las empresas solventes de la región hacia los mercados maduros.

Es probable que la evolución del comercio regional y una liquidez abundante permitan fortalecer los vínculos financieros en la región. El comercio intrarregional, que en los años ochenta correspondía a menos del 30% del comercio de Asia, representa hoy alrededor del 40%, y puede seguir creciendo. En la zona del euro el comercio intrarregional representa cerca del 70% del comercio total. El fortalecimiento de la demanda regional y el aumento del comercio estimularán los mercados de activos de Asia y reforzarán los vínculos en la región. Unos sistemas financieros mejor vinculados podrían proveer financiamiento e instrumentos de cobertura para promover el comercio en la región. En general, el creciente comercio intrarregional facilitará una mayor integración financiera, lo que a su vez estimulará el comercio.

Existe un exceso de liquidez debido al alto nivel de ahorro y al bajo nivel de inversión internos en gran parte de la región (véase “El rompecabezas de la inversión en Asia”, pág. 32), además del reciente aumento de las entradas de capital y la intervención (no esterilizada) que trae consigo. En consecuencia, Asia se ha transformado en un exportador neto de capital y ha contribuido a crear grandes desequilibrios mundiales en cuenta corriente. Una integración financiera intrarregional más profunda podría ayudar a distribuir esta liquidez dentro de la región, lo cual reactivaría la inversión interna y permitiría una reducción ordenada de los superávits externos.

Tomar la iniciativa

Las autoridades han puesto en marcha varias iniciativas destinadas a profundizar los mercados internos y establecer un sistema panasiático para los países que no pueden mantener mercados financieros líquidos. En muchos países, las restricciones de la cuenta de capital ya no obstaculizan los flujos transfronterizos. No obstante, será necesario fomentar el desarrollo de los sistemas financieros regionales. Para impulsar el desarrollo de los mercados de capital se necesitan reformas destinadas a fortalecer los organismos emisores, ampliar la base de inversionistas y crear infraestructuras de mercado (incluidos sistemas de compensación y liquidación y organismos de calificación crediticia). Las normas de supervisión y reglamentación bancaria deben ajustarse a las prácticas óptimas internacionales, y la consolidación transfronteriza debe hacerse en base a un marco de supervisión consolidada. Al igual que en la zona del euro, esto puede lograrse mediante la cooperación entre las autoridades nacionales de supervisión bancaria o la creación de una unidad de supervisión supranacional.

Bajo los auspicios de la ASEAN+3 (la agrupación de 10 naciones de Asia sudoriental, además de China, Corea y Japón) y otros foros, la atención se ha centrado principalmente en el fortalecimiento de los mercados de bonos en el contexto de la Iniciativa de los mercados de bonos asiáticos. Los gobiernos han adoptado medidas para ampliar la curva de rendimiento (especialmente en



Cuadro 2

Es necesario lograr un mayor equilibrio

Asia necesita desarrollar sus mercados de valores y bonos a fin de reducir su dependencia del crédito bancario.

(Porcentaje del PIB, 2004)

Economías	Sistema bancario ¹			Títulos de deuda interna en circulación, por emisor				Capitalización del mercado de valores ²
	Depósitos	Crédito		Total	Instituciones financieras			
		privado	Activos		Empresas	financieras	Sector público	
Economías emergentes de Asia								
China	177	141	223	27	1	9	17	27
Corea	70	89	108	72	22	28		
Filipinas	51	30	79	31	31	34
Hong Kong, RAE de	257	149	480	27	3	15	9	522
India	57	38	65	32	0	0	32	109
Indonesia	42	23	46	21	1	1	18	30
Malasia	102	105	128	91	38	14	38	154
Singapur	108	103	189	59	5	15	39	197
Tailandia	85	75	103	37	11	4	21	68
Economías avanzadas								
Estados Unidos	34	46	70	159	22	91	46	138
Japón	122	106	153	174	16	25	133	119
Zona del euro	87	115	315	120	12	40	68	84

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, supervisores bancarios y bancos centrales; Banco de Pagos Internacionales; Federación Mundial de Bolsas y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: ... Indica que no hay datos disponibles.

¹Exclusivamente bancos comerciales que captan depósitos.

²Las cifras sobre la capitalización de mercado no incluyen fondos de inversión, instrumentos financieros derivados, empresas extranjeras ni sociedades que tienen como único objetivo comercial la tenencia de acciones de otras sociedades cuyas acciones se cotizan en bolsa.

Malasia y Corea), propiciar mayores emisiones de bonos públicos de referencia (en Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Singapur) e impulsar una mayor oferta de valores respaldados por activos, bonos islámicos y bonos denominados en moneda nacional por parte de los bancos multilaterales de desarrollo y el Banco de Japón para la Cooperación Internacional. Se han creado dos exitosos fondos de bonos (para invertir en bonos denominados en dólares y moneda nacional emitidos por entidades asiáticas soberanas y cuasosoberanas). Los bonos panasiáticos fueron creados conjuntamente por Corea y Japón, y en Tailandia se establecieron los fundamentos legales para la emisión de un bono asiático en bahts tailandeses. También se está estudiando la posibilidad de crear un mecanismo de garantía regional y un sistema de compensación y liquidación. Finalmente, se está buscando la forma de reforzar la labor de los organismos nacionales de clasificación crediticia.

El aumento de los vínculos financieros crea beneficios, aunque también hace necesario adoptar políticas e instituciones eficientes y mecanismos para contener los nuevos riesgos que podrían derivarse de un sistema financiero más abierto. Los gobiernos de la región reconocen que la integración financiera podría magnificar los cauces de transmisión de perturbaciones entre los países o los mercados de activos dentro de un país, y han adoptado medidas para verificar las vulnerabilidades del sistema financiero y actuar con rapidez en caso de producirse una crisis. Por ejemplo, los países de la ASEAN+3 están reforzando los sistemas para compartir información a fin de controlar mejor los flujos de capital a corto plazo. También se han establecido grupos de supervisión para facilitar a los encargados de la política el intercambio de información y la colaboración en el área de la reglamentación. Los gobiernos de Asia han establecido importantes mecanismos de apoyo financiero en el contexto de la Iniciativa de Chiang Mai para afrontar los efectos perturbadores de los flujos de capital y mantener la estabilidad cambiaria.

¿Integración monetaria?

Para muchos observadores, los avances en materia de integración financiera y comercio intrarregional anticipan la futura adopción de una moneda común en la región y el establecimiento de una unión monetaria asiática basada en el modelo del euro. El caso de Europa demuestra que, dadas las exigencias en materia de coordinación de políticas y fortalecimiento institucional que impone la unión monetaria, en Asia podría ser necesaria una decidida voluntad política durante varias generaciones. Esta unión en torno a un objetivo común no existe aún en la región. Otros obstáculos incluyen también la falta de instituciones comunes y las marcadas diferencias en las estructuras económicas y de desarrollo.

Por ahora, lo más adecuado es un sistema cambiario con la flexibilidad necesaria para amortiguar shocks en un determinado país. Sin una moneda común podría ser imposible lograr ciertos aspectos de la integración financiera (por ejemplo, la transformación de los mercados nacionales en un mercado regional de gran alcance), aunque un sistema cambiario flexible puede facilitar los esfuerzos por estrechar los vínculos económicos en la región. Los resultados del Tratado de Libre Comercio de América del Norte ponen de relieve las ventajas de un tipo de cambio flexible y una política monetaria orientada a reducir la inflación, siempre que sea posible evitar un exceso de volatilidad.

Buen momento para una integración más profunda

La región ha hecho grandes avances en la apertura del sistema financiero y, evidentemente, se reconocen las ventajas de una mayor integración. Los mercados emergentes de Asia participan en el comercio mundial y reciben importantes flujos netos de capital privado. El desarrollo de los mercados de capital regionales ofrece beneficios considerables, sobre todo porque favorece una mejor integración en el sistema financiero mundial.

No obstante, persisten muchas dificultades, y el programa de política es extenso. En el futuro, las autoridades económicas tendrán que abordar problemas muy complejos, entre ellos, la secuencia más adecuada de las reformas, la búsqueda de un equilibrio entre las prioridades nacionales y regionales, las posibles ventajas y desventajas de una integración financiera regional o mundial, y el papel que deben desempeñar los gobiernos y mercados en este proceso. La existencia de condiciones económicas favorables y una voluntad firme de integración pueden crear un clima adecuado para el debate sobre políticas y el avance en la integración financiera en Asia. ■

Agnès Belaisch es Economista Principal en la Oficina del FMI en París, y Alessandro Zanello es Director Adjunto del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

Referencia:

Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004", IMF Working Paper 06/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).