

El rompecabezas de la inversión en Asia

Inspección de un rascacielos en construcción en Corea.

Charles Kramer

A pesar de la recuperación económica, la continua incertidumbre parece frenar la inversión en Asia

EN VISTA de los cuantiosos superávits en cuenta corriente acumulados en Asia desde la crisis financiera de 1997-98, la atención se ha centrado en las causas de estos desequilibrios. Dos tesis están ganando el respaldo de los economistas: a) la región está inundando la economía mundial con su excedente de ahorro, lo cual reduce las tasas mundiales de interés a niveles artificialmente bajos y fomenta el déficit externo en Estados Unidos (tesis del exceso de ahorro), y b) la inversión ha perdido impulso desde la crisis asiática (tesis de la caída de la inversión). Los dos enfoques son importantes, dadas sus discrepancias en materia de política.

En este artículo se examina la posibilidad de que la actual situación pueda deberse, en gran parte, a un descenso de la inversión en las economías emergentes de Asia. Excluida China, el

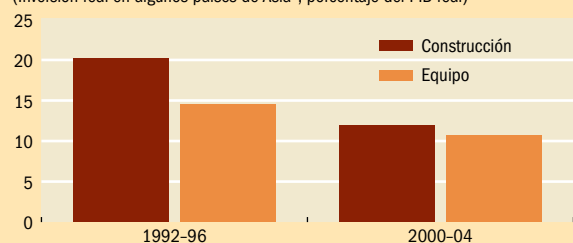
nivel de ahorro agregado ha sido relativamente estable durante los últimos 10 ó 15 años y, según estudios del FMI, en general se ha ajustado a los parámetros fundamentales (FMI, 2005). En cambio, la inversión agregada se redujo marcadamente durante el período de la crisis, su recuperación ha sido parcial y parece ser

Gráfico 1

Descenso generalizado de la inversión

La inversión en construcción y equipo ha disminuido desde la crisis.

(Inversión real en algunos países de Asia¹; porcentaje del PIB real)



Fuentes: CEIC Data Company Ltd. y base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI.

¹Corea, Filipinas, provincia china de Taiwan, Singapur y Tailandia.



baja en relación con sus parámetros fundamentales. Sin duda, la situación subyacente es más compleja; en particular, la composición del ahorro (público, de los hogares y de las empresas) ha evolucionado gradualmente, y el alcance y las características del descenso de la inversión, así como sus causas, son diferentes en cada país. No obstante, dada la contracción generalizada de la inversión en relación con el PIB, se justifica tratar de encontrar una explicación a nivel regional.

Contracción persistente de la inversión

El descenso de la inversión en las economías emergentes de Asia —Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia— ha sido prolongado, considerable y generalizado, y ha evidenciado una caída de la inversión privada (FMI, 2006a). Por ejemplo, entre el período de 1992–96 y el de 2000–04, la inversión privada se redujo entre 5 y 18 puntos porcentuales del PIB en la RAE de Hong Kong, Corea, Singapur, Malasia y Tailandia (la inversión pública ha sido comparativamente estable). El descenso de la inversión ha sido agudo en comparación con otras regiones durante los últimos 15 años, aunque similar al registrado en América Latina durante la crisis de la deuda de los años ochenta.

Esta contracción es atribuible al desplome de la inversión en bienes raíces y equipo tras un período de auge (véase el gráfico 1). En varios países surgieron indicios de un recalentamiento en el sector de la construcción a mediados de los años noventa: disminución de las tasas de arriendo y rápida expansión del financiamiento para la compra de bienes raíces, aunque los precios de la propiedad siguieron siendo elevados. Sin embargo, a partir de 1997, la construcción se redujo marcadamente (por ejemplo, en 10 puntos porcentuales del PIB en Tailandia). El precio de los inmuebles también se desplomó al contraerse el financiamiento. Por su parte, el descenso de la inversión en equipo alentó tanto la contracción durante la crisis como la atonía que la siguió. En Tailandia, la baja inversión en equipo y construcción provocó una caída de la inversión total tras la crisis. En Corea, la inversión en equipo de transporte y maquinaria se redujo a la mitad, tras alcanzar un nivel máximo de 14% del PIB en 1996, y en los últimos años ha seguido siendo baja, aunque la construcción acaba de registrar una ligera recuperación.

Según estudios recientes, el nivel de inversión es demasiado bajo. Chinn e Ito (2005) observan que en las economías emergentes de Asia, excluida China, es mucho más bajo que lo previsto por su modelo empírico, sobre todo en los últimos años. Eichengreen (2006) observa que los cambios en los factores fundamentales no explican la fuerte caída de la inversión, y un estudio reciente del FMI indica que las tasas de inversión en Asia son inferiores al nivel histórico (FMI, 2005).

Por otro lado, es indudable que en muchos países la explosión de la burbuja de precios de los inmuebles y el recorte de la sobreinversión han reducido la inversión a niveles más prudentes. La caída de los precios relativos de los bienes de inversión y el aumento de su eficiencia podrían reducir la inversión de capital; no obstante, el descenso de los deflatores de la inversión no ha sido marcado en relación con el deflactor del PIB, y los coeficientes de inversión real también han disminuido. Además, aunque la tasa regional de inversión es menor que

antes de la crisis, se ha mantenido por encima de la registrada en otras regiones.

La relación entre la inversión y las variables macroeconómicas fundamentales parece haberse alterado. Por ejemplo, la correlación entre la razón inversión/PIB y el crecimiento diferido del PIB —una simple relación de “acelerador”— se redujo notablemente tras la crisis, y la relación entre exportación e inversión, y entre utilidades e inversión, parece haberse deteriorado.

¿Qué factores obstaculizan la inversión?

Las posibles causas incluyen los efectos de la reestructuración de los sectores financiero y empresarial, la competencia de China y la percepción de un aumento de los riesgos para la inversión. El aumento del riesgo percibido parece estar generalizado, mientras que los otros factores están más relacionados con países específicos.

Reestructuración de los sectores financiero y empresarial.

Las dificultades y ulterior reestructuración de estos sectores exacerbaron la caída de la inversión tras la crisis financiera, aunque aparentemente estos factores ya no obstaculizan la inversión. En el sector financiero, el fuerte deterioro de la solvencia

Un contexto macroeconómico y microeconómico de mayor riesgo, además de desalentar la inversión, puede haber empujado a las empresas y los hogares a aumentar el ahorro precautorio.

y liquidez bancarias tras la crisis obligó a los bancos a reducir el crédito, lo cual afectó considerablemente la inversión. Estas repercusiones fueron especialmente graves pues los mercados de bonos empresariales (un respaldo importante del financiamiento bancario en períodos de dificultad financiera) estaban poco desarrollados. En los últimos años, los indicadores del sistema bancario han mejorado mucho: se han reducido los coeficientes de préstamos improductivos (aunque en general son mayores que en los países desarrollados), han aumentado los coeficientes de capital regulatorio y ha mejorado la rentabilidad de los activos. En algunos países, la recuperación del precio de los inmuebles ha ayudado a reducir la presión sobre el balance de los bancos. El crédito al sector privado como proporción del PIB no ha variado desde la crisis, aunque esto parece deberse más a la escasa demanda de financiamiento por parte de las empresas que a las dificultades del sector bancario, dado que las tasas de los préstamos se han venido reduciendo. De hecho, en los últimos años se ha registrado un fuerte incremento del crédito de consumo.

Los balances y utilidades del sector empresarial han mejorado considerablemente. La razón deuda/capital aumentó de forma pronunciada durante la crisis (en parte debido a una depreciación monetaria que incrementó el valor en moneda nacional

de los pasivos), y se produjo una fuerte caída de la cobertura de intereses (la relación entre utilidades antes de intereses e impuestos y el gasto por concepto de intereses) y la rentabilidad del capital social. Posteriormente, las empresas redujeron sus inversiones a medida que reconstituían sus balances y reestructuraban sus operaciones. Sin embargo, en los últimos años la razón deuda/capital y las utilidades se han vuelto a situar en niveles similares a los existentes antes de la crisis, y la cobertura de intereses alcanzó su nivel más alto en 10 años. Esto parece indicar que las empresas de las economías emergentes de Asia han adoptado una postura financiera bastante prudente, quizá debido a que percibieron un aumento del riesgo. De hecho, el ahorro de las empresas ha aumentado en los países del Grupo de los Siete, en parte por motivos similares (FMI, 2006b). Esta postura podría también ser reflejo de la gestión empresarial; es decir, una baja razón deuda/capital y un alto nivel de liquidez podrían anticipar la recompra de acciones u otras medidas para eludir absorciones. Por consiguiente, dado que hoy el balance de las empresas es, al menos, tan sólido como a principios de los años noventa, es improbable que la falta de inversión en la región se deba a la atonía del sector empresarial.

No obstante, existen deficiencias en dicho sector. Los datos analizados solo incluyen a las empresas cuyas acciones se

cotizan en bolsa y, en consecuencia, quedan fuera muchas pequeñas y medianas empresas (PYME), cuyas deficiencias han creado fuertes obstáculos para la inversión en algunos países, especialmente en Corea (véase el recuadro). Además, el estallido de la burbuja mundial de la tecnología de la información a comienzos de la década tuvo un fuerte efecto negativo en las empresas del área cuando afrontaban un aumento de la competencia mundial.

La competencia de China. En vista del considerable éxito de China en sus esfuerzos por atraer inversión extranjera directa (IED) se ha planteado la pregunta de si ello ha ocurrido a expensas de otros países. Los flujos de inversión directa hacia China se han multiplicado por 10 desde comienzos de los años noventa, transformando a ese país en uno de los principales destinatarios de IED. Sin embargo, el crecimiento del mercado interno y las exportaciones ha generado demanda de productos extranjeros y, en consecuencia, nuevas oportunidades para el comercio y la inversión, que incluyen la posibilidad para otros países de invertir en China y participar en su creciente cadena de producción.

En algunos países e industrias se ha observado una desviación de las inversiones. Por ejemplo, en Corea la inversión neta en el exterior registró un aumento anual del 42% entre 2002 y 2004;

en ese período, casi el 43% de la inversión en el extranjero se destinó a China. Alrededor del 40% de la inversión en el exterior es atribuible a las PYME, el doble de la proporción registrada a comienzos de los años noventa. En general, estas empresas reducen su inversión interna tras invertir en el extranjero, mientras que las empresas grandes aumentan ambos tipos de inversión al mismo tiempo. Dada la creciente participación de las PYME en la inversión externa, el aumento de las inversiones de empresas coreanas en China podría haber desplazado parte de la inversión interna. La inversión en fábricas de artículos electrónicos ha aumentado marcadamente en China, pero ha registrado una fuerte contracción en Asia sudoriental.

Los recientes estudios oficiales no han permitido confirmar sistemáticamente que China desvíe IED desde otros países de Asia (Chantasawat *et al.*, 2004; Mercereau, 2005, y Eichengreen y Tong, 2005). De hecho, al tomar en cuenta otros factores, se observa que, al parecer, existe una relación *positiva* entre las entradas de IED en la mayoría de los países de Asia y los flujos destinados a China, lo cual apunta a una relación de complementariedad. Esta convergencia de efectos positivos y negativos podría explicar, en parte, la falta de datos que confirmen la desviación.

Riesgo de inversión. Los riesgos macroeconómicos y microeconómicos percibidos son mayores que en el período anterior a la crisis. Por ejemplo, han aumentado los riesgos en torno a las perspectivas. Al comparar las proyecciones del período 1996–98 con las de los

Los problemas de inversión: El caso de Corea

En Corea, la inversión en equipo de transporte y maquinaria ha seguido siendo precaria desde la crisis, en gran medida debido a las deficiencias de las pequeñas y medianas empresas (PYME). Por ejemplo, en 2003–04 la fuerte caída de la inversión en instalaciones por parte de las PYME anuló el rápido crecimiento de esas inversiones en las grandes empresas (véase el gráfico). Esto podría deberse a que las condiciones de estas últimas son relativamente mejores y a las dificultades operativas que afrontan las PYME como resultado de la globalización y la atonía de la economía nacional.

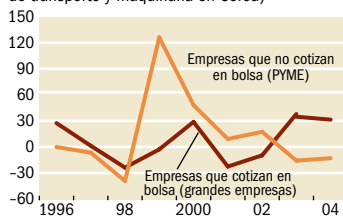
En vista de esa atonía, una de cada cuatro empresas, según estimaciones, ha sido incapaz de cubrir los gastos por concepto de intereses con las utilidades de explotación. También existen problemas estructurales: la creciente competencia de China ha aumentado la presión sobre las PYME con uso intensivo de mano de obra, especialmente en el área de manufacturas. Además, las PYME manufactureras parecen tener un exceso de capacidad; dicho exceso y la baja productividad del sector de servicios —en el cual funcionan muchas de estas empresas— también han frenado sus inversiones. Las rigideces persistentes del mercado laboral han hecho más difícil y costosa la administración del personal, debido a lo cual muchas han tratado de ampliar sus operaciones en el extranjero.

La rápida expansión de las garantías de crédito estatales para las PYME también puede haber frenado la inversión. Desde 1997, estas garantías se han triplicado, y actualmente equivalen al 6% del PIB. Puesto que favorecen principalmente a las PYME existentes, crean barreras para el ingreso (y la salida) y retrasan su reestructuración, lo que —junto con la reactivación del sector de servicios mediante una desreglamentación más a fondo y una reforma del sector financiero— será crucial para lograr una recuperación sostenible de la inversión en instalaciones.

Inversión contenida

El nivel de inversión de las PYME ha sido bajo desde la crisis.

(Porcentaje de crecimiento anual del equipo de transporte y maquinaria en Corea)



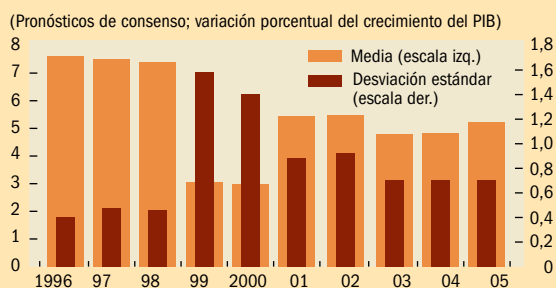
Fuente: Lim y Kim (2005).



Gráfico 2

Predicciones de riesgo menos favorables

La mayor dispersión en los pronósticos indica un aumento del riesgo percibido en Asia desde la crisis de 1997–98.

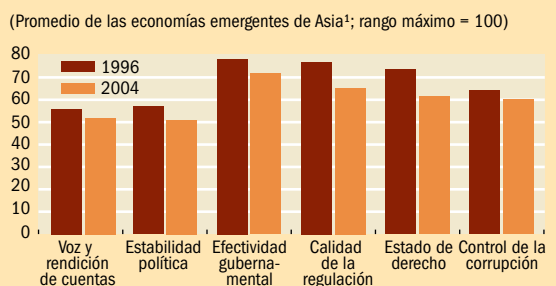


Fuente: Consensus Economics.
Nota: Promedio aritmético en el caso de Corea, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia.
Los pronósticos se elaboran en enero para el año siguiente (por ejemplo, "1996" corresponde al pronóstico de enero de 1995 sobre el crecimiento en 1996).

Gráfico 3

La región se está quedando atrás

La posición de Asia en la clasificación sobre gobernabilidad se ha deteriorado desde la crisis.



Fuente: Banco Mundial.
¹Excluida China.

últimos tres años, las encuestas de consenso indican un incremento del 60% de la dispersión en las proyecciones de crecimiento del PIB y una fuerte caída del crecimiento previsto (véase el gráfico 2). Es posible que el aumento de la incertidumbre y un pronóstico de crecimiento más bajo hayan reducido la inversión posterior a la crisis. La incertidumbre es un factor central de las teorías modernas sobre inversión: cuando la incertidumbre aumenta, la inversión se reduce. El aumento de la incertidumbre macroeconómica percibida puede tener varias causas. Por ejemplo, la crisis puede haber servido como advertencia para que los inversionistas tomen conciencia de los riesgos y vulnerabilidades, especialmente los asociados con los flujos de capital.

Los riesgos microeconómicos para las empresas también han aumentado. Por ejemplo, en muchos casos se han eliminado (oportunamente) las garantías, incluidas las garantías estatales explícitas y las garantías cruzadas de los bancos y sus sucursales. Además, la percepción de la gobernabilidad es más negativa que antes de la crisis: en la clasificación según seis indicadores (voz y rendición de cuentas, estabilidad política, efectividad gubernamental, calidad regulatoria, estado de derecho y control de la corrupción) las economías emergentes de Asia obtuvieron un

rango más bajo en 2004 que en 1996 (véase el gráfico 3). Esto indica un cambio potencialmente importante del clima para la inversión, pues la gobernabilidad es un factor determinante de la IED (Mercereau, 2005). Además, puesto que las actividades manufactureras de menor valor agregado en sectores como los textiles se han exportado a China, algunos países de Asia deben competir por una participación en los mercados de productos electrónicos, donde la inversión es más riesgosa debido a los continuos cambios en la tecnología y las preferencias del consumidor.

La percepción de un mayor riesgo, no obstante las medidas adoptadas tras la crisis para reducir las vulnerabilidades, podría en parte ser reflejo de una postura más realista y de un cambio en la distribución del riesgo. Desde la crisis, se han flexibilizado los regímenes cambiarios, se han reforzado los sectores bancario y empresarial, y se han acumulado importantes reservas en divisas, todo lo cual ha reducido la vulnerabilidad de la región. Es probable que antes de la crisis los inversionistas hayan subestimado los riesgos; al eliminarse las garantías, están obligados a aceptar un mayor volumen del riesgo. Por lo tanto, en cierta medida las percepciones de los inversionistas podrían ser hoy más realistas que antes de la crisis. No obstante, la percepción de un mayor riesgo no solo es un dispositivo de la crisis; también puede evidenciar cambios en la estructura del comercio y la producción que podrían persistir en el futuro, a saber, una reorientación de la producción hacia los productos electrónicos, que es uno de los sectores más volátiles de la economía mundial.

Efectos en la inversión

Dados los mayores niveles de riesgo e incertidumbre, ¿qué resultados darán las futuras inversiones? Las perspectivas a mediano plazo varían considerablemente entre las subregiones de economías emergentes de Asia. Se prevé que en las economías recientemente industrializadas el coeficiente de inversión se mantendrá en un nivel fijo; en Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia, probablemente mejorará un poco, aunque seguirá por debajo del nivel anterior a la crisis, mientras que en India alcanzará niveles muy superiores a los registrados a mediados de los años noventa.

La contracción de la inversión tras la crisis se debió, en parte, al derrumbe de un mercado inmobiliario recalentado, que en algunos países fue reflejo de la caída global de la inversión. Por consiguiente, es improbable que se vuelva a los inflados niveles de inversión anteriores a la crisis. La innovación tecnológica puede reducir el coeficiente óptimo de inversión mediante la creación de bienes de capital más eficientes, aunque en general esos bienes se deprecian rápidamente, y el efecto probablemente sería leve. Por estas razones, entre otras, es imposible determinar con precisión un nivel "adecuado" de inversión.

La prioridad de una política depende de las circunstancias del país. Sin embargo, parece que es posible mejorar el clima para la inversión, lo cual puede hacerse de varias formas:

- **Mantener** (y, cuando sea posible, reforzar) *las políticas monetarias y fiscales prudentes que han contribuido a contener un aumento del riesgo macroeconómico percibido.*

- **Reforzar los aspectos estructurales de la inversión a nivel microeconómico, especialmente en materia de gestión**, lo que en ciertos casos ayudaría a combatir la incertidumbre,

aumentaría las tasas previstas de rentabilidad y mejoraría la competitividad en el contexto de la globalización. Esto supondría principalmente la liberalización del comercio, la desregulación y mejoras en infraestructura. (También deberán evitarse las subvenciones y garantías que distorsionan las decisiones sobre inversión).

• **Profundizar y ampliar los sistemas financieros**, sobre todo mediante un mayor desarrollo de los mercados de bonos empresariales, la creación de nuevos cauces para financiar la inversión y el apoyo al sistema bancario en caso de surgir dificultades. Además, un sistema financiero más desarrollado puede ayudar a las empresas a superar la incertidumbre al facilitar la gestión y diversificación de los riesgos de inversión del mercado financiero.

Finalmente, el ahorro es importante para el ajuste de los saldos en cuenta corriente. De hecho, un contexto macroeconómico y microeconómico de mayor riesgo, además de desalentar la inversión, puede haber alentado a las empresas y los hogares a aumentar el ahorro precautorio. De ser así, las medidas para reducir el riesgo percibido en los entornos macroeconómico y microeconómico pueden disminuir el ahorro y promover la inversión, y contribuir a mermar los desequilibrios en cuenta corriente en ambas áreas. ■

Charles Kramer es Subjefe de División del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

Referencias:

Chantasawat, Busakorn, K.C. Fung, Hitomi Iizaka y Alan Siu, 2004, "Foreign Direct Investment in China and East Asia", Stanford Center for

International Development Working Paper 233 (Stanford, California: Universidad de Stanford).

Chinn, Menzie D., e Hiro Ito, 2005, "Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World 'Savings Glut'", NBER Working Paper 11761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Eichengreen, Barry, 2006, "Global Imbalances: The Blind Men and the Elephant", *Issues in Economic Policy* No. 1 (Washington: Brookings Institution).

———, y Hui Tong, 2005, "Is China's FDI Coming at the Expense of Other Countries?" (mimeografía; Universidad de California, Berkeley, y Banco de Inglaterra).

Fondo Monetario Internacional, 2005, *Perspectivas de la economía mundial, Desequilibrios mundiales: Perspectiva del ahorro y la inversión*, septiembre de 2005, *Estudios económicos y financieros del FMI* (Washington), págs. 101–38.

———, 2006a, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, mayo, *Estudios económicos y financieros del FMI* (Washington).

———, 2006b, *Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2006, *Estudios económicos y financieros del FMI* (Washington).

Kramer, Charles, Reza Siregar, Giovanni Dell'Ariccia, Alain D'Hoore, Leif Eskesen, Roberto Guimaraes-Filho, Kenneth Kang y Olaf Unterroberdoerster, "Analyzing Asia's Investment Decline" (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).

Lim, Kyung-Mook, y Dong-Suk Kim, 2005, "Recent Facility Investment Trends", *Quarterly Economic Outlook*, julio (Seúl: Korea Development Institute).

Mercereau, Benoît, 2005, "FDI Flows to Asia: Did the Dragon Crowd Out the Tigers?", *IMF Working Paper* 05/189 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

■ REUNIONES ANUALES 2006 ■

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL ■ GRUPO DEL BANCO MUNDIAL

FECHA: 16–18 de septiembre de 2006

LUGAR: Pan-Pacific Hotel
Singapur

Para más información, dirijase a:
Annual Meetings Program of Seminars
IMF — World Bank Group
Washington, D.C. 20431 EE.UU.

Teléfono: [1](202) 473-3394
Fax: [1](202) 623-4100
Correo electrónico: seminars@worldbank.org
Internet: www.worldbank.org/pos

Asia en el mundo, el mundo en Asia

Un diálogo que llama a reflexionar —→
a decidir —→ a actuar

El Programa de Seminarios es un destacado foro mundial que reúne a influyentes ejecutivos del mundo entero, autoridades de 184 países y expertos en desarrollo y finanzas internacionales con el objetivo de fortalecer la red de cooperación de la economía mundial.

Temas del Programa de Seminarios 2006

- ◆ El surgimiento de Asia: Mitos y realidades
- ◆ Los mercados de capital y el sector financiero en los mercados emergentes
- ◆ Corrupción, gobernabilidad y crecimiento
- ◆ Una infraestructura para el siglo XXI
- ◆ Por qué importa el clima de inversión
- ◆ Comercio exterior e inversión
- ◆ Energía y seguridad
- ◆ Crecimiento y equidad
- ◆ Integración económica y financiera regional
- ◆ Innovación y tecnología

¿YA SE INSCRIBIO?