



**CENTRO
DEL SUR**

Documento
de
investigación
Octubre de 2017

80

**LA SINCRONIZACIÓN DE LOS
MERCADOS FINANCIEROS Y DE
PRODUCTOS BÁSICOS:
DOBLE AUGE, DOBLE PROBLEMA**

Yılmaz Akyüz



DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN

80

LA SINCRONIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE PRODUCTOS BÁSICOS: DOBLE AUGE, DOBLE PROBLEMA

Yilmaz Akyüz¹

CENTRO DEL SUR

OCTUBRE DE 2017

¹ Economista jefe del Centro del Sur y ex director de la División de Globalización y Estrategias de Desarrollo de la UNCTAD en Ginebra.

CENTRO DEL SUR

En agosto de 1995 se estableció el Centro del Sur como una organización intergubernamental permanente de países en desarrollo. El Centro del Sur goza de plena independencia intelectual en la consecución de sus objetivos de fomentar la solidaridad y la cooperación entre los países del Sur y de lograr una participación coordinada de los países en desarrollo en los foros internacionales. El Centro del Sur elabora, publica y distribuye información, análisis estratégicos y recomendaciones sobre asuntos económicos, políticos y sociales que interesan al Sur.

El Centro del Sur cuenta con el apoyo y la cooperación de los Gobiernos de los países del Sur, colabora frecuentemente con el Grupo de los 77 y China, y el Movimiento de los Países No Alineados (MNOAL). En la elaboración de sus estudios y publicaciones, el Centro del Sur se beneficia de las capacidades técnicas e intelectuales que existen en los gobiernos e instituciones del Sur y entre los individuos de esta región. Se estudian los problemas comunes que el Sur debe afrontar, y se comparten experiencia y conocimientos a través de reuniones de grupos de trabajo y consultas, que incluyen expertos de diferentes regiones del Sur y a veces del Norte.

ADVERTENCIA

Se autoriza la citación o reproducción del contenido del presente documento para uso personal siempre que se indique claramente la fuente. Se agradecerá el envío al Centro del Sur de una copia de la publicación en la que aparece dicha citación o reproducción.

Las opiniones expresadas en este documento son las opiniones personales del autor y no necesariamente representan las opiniones del Centro del Sur o de sus Estados miembros. Cualquier error u omisión en este documento es de la exclusiva responsabilidad del autor.

Centro del Sur
Ch. du Champ d'Anier 17
POB 228, 1211 Ginebra 19
Suiza
Tel. (41) 022 791 80 50
Fax (41) 022 798 85 31
south@southcentre.int
www.southcentre.int

RESUMEN

La sincronización cada vez mayor entre los precios internacionales de los productos básicos y las entradas de capital a los países en desarrollo somete a las economías que dependen de los productos básicos a dobles ciclos de auge y caída. Por una parte, existen varios factores monetarios comunes y en particular, las tasas de interés internacionales y el tipo de cambio del dólar, que inciden en la misma dirección en los precios de los productos básicos y en las entradas de capital. Por otra parte, los precios de los productos básicos y las entradas de capital se refuerzan entre sí mediante su influencia en la actividad comercial de los países en desarrollo. Las entradas de capital fluctúan de forma procíclica con los precios de los productos básicos y acentúan las perturbaciones comerciales externas tanto positivas como negativas. La sincronización ha aumentado considerablemente la exposición de las economías dependientes de los productos básicos a los ciclos mundiales de auge y caída.

Palabras clave: precios de los productos básicos, corrientes de capital, ciclos de auge y caída

LA SINCRONIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE PRODUCTOS

BÁSICOS: DOBLE AUGE, DOBLE PROBLEMA

Tras varias décadas intentando industrializarse, la suerte de la gran mayoría de las economías emergentes y en desarrollo (EED) sigue dependiendo de los productos primarios. Entre estas economías se encuentran no solo las de países de bajos ingresos, sino también de países semiindustrializados y economías emergentes, salvo contadas excepciones como China, la India, México y Turquía. De hecho, hoy en día las economías emergentes son mucho más dependientes de los productos básicos que antes debido a su *desindustrialización prematura*. Esta desindustrialización prematura comenzó en la década de los noventa y continuó en el nuevo milenio debido a la abundancia de divisas generada por el doble auge de los precios de los productos básicos y las corrientes de capital (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD)), Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2003; Akyüz, 2017). Los productos primarios también predominan en las exportaciones de muchas economías emergentes que participan en las redes internacionales de producción de manufacturas en términos de valor añadido ya que sus exportaciones de manufacturas suelen tener bajo valor añadido interno y alto contenido extranjero en partes y componentes importados de economías más avanzadas. Este es el caso en particular en economías emergentes de Asia Sudoriental.

Si bien tradicionalmente las EED se han visto afectadas por la dependencia de los productos básicos, las condiciones financieras mundiales y las corrientes internacionales de capital tienen cada vez más influencia. La razón principal es la mayor integración de estas economías en el sistema financiero internacional, en particular en el nuevo milenio (Akyüz, 2017). Sin embargo, también se debe a la creciente influencia de las condiciones financieras mundiales en los mercados de productos básicos y a la financierización de estos productos; en otras palabras, a la integración de los mercados financieros y comerciales de productos básicos provocada por la entrada de importantes actores financieros. Además, existen fuertes impulsos mutuamente reforzados entre las corrientes de capital y los precios de los productos básicos que acentúan sus efectos expansivos y contractivos en las EED.

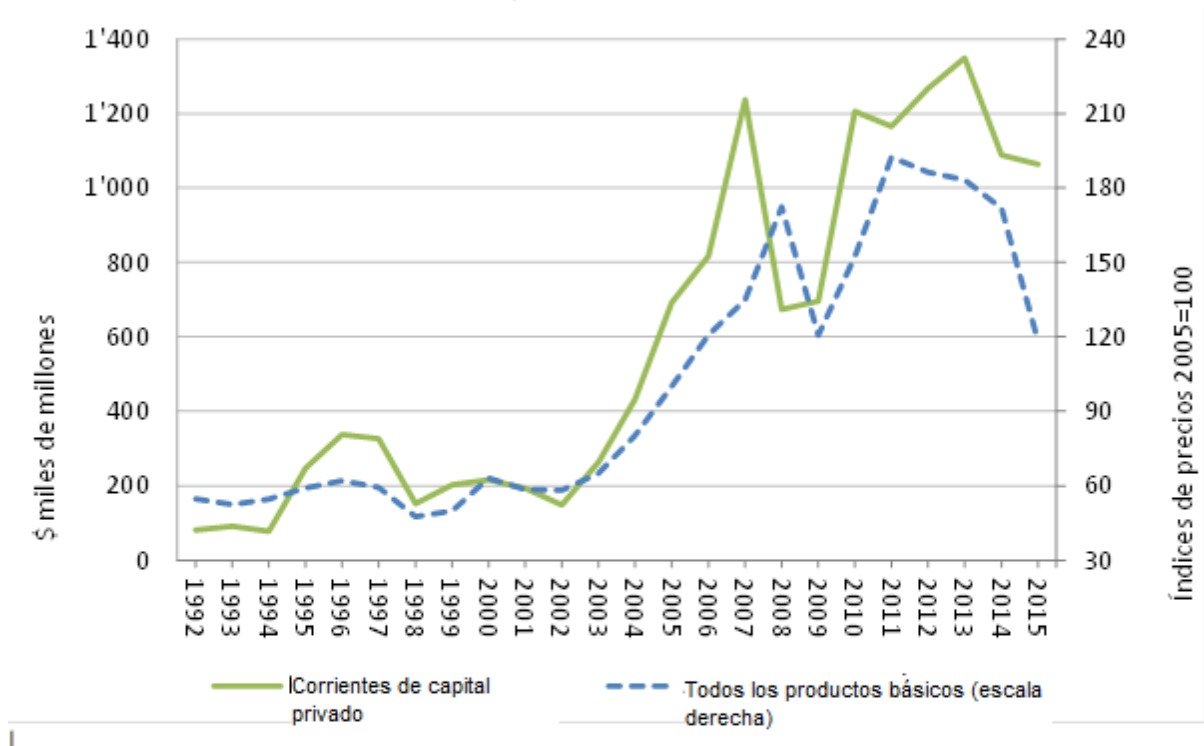
Por todas estas razones ha habido un solapamiento significativo entre los ciclos de los precios de los productos básicos y las entradas de capital de no residentes en el nuevo milenio (Gráfico 1). Tanto los precios de los productos básicos como las entradas de capital de no residente a las EED comenzaron a aumentar rápidamente a principios de la década de 2000. Ambos auges se vieron interrumpidos brevemente por la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y la recuperación fue rápida en ambos casos. Los precios de los productos básicos comenzaron a bajar en 2011 y luego se desplomaron, mientras que las entradas de capital continuaron hasta 2014 cuando empezaron a disminuir primero de forma moderada y luego bruscamente, generando corrientes netas de capital negativas por primera vez desde finales de la década de los ochenta.

Las expansiones impulsadas por el endeudamiento en los Estados Unidos y en Europa que culminaron con la crisis mundial y el sólido crecimiento de China desempeñaron un papel fundamental en la emergencia de un doble auge de las entradas de capital y los precios

de los productos básicos a comienzos de la década de 2000 que les permitieron recuperarse de los bajos niveles que registraban. Simultáneamente el crecimiento en las EED repuntó y superó el crecimiento de las economías avanzadas por un margen sin precedentes. El desplome de los precios de los productos básicos y de las entradas de capital ante la quiebra de Lehman Brothers en 2008 provocó una fuerte desaceleración en las EED. Las políticas de gran expansión monetaria adoptadas en los Estados Unidos y en Europa para afrontar la crisis y el aumento de la demanda china de muchos productos básicos, impulsada por el enorme paquete de medidas de estímulo de la inversión, fueron fundamentales para la rápida recuperación de los precios de los productos básicos, las entradas de capital y el crecimiento en las EED. Con la disminución de los precios de los productos básicos y de las entradas de capital en 2011 comenzó a estabilizarse el crecimiento de las EED. El desplome de los precios de los productos básicos llevó a la recesión a algunos países dependientes de los productos básicos como el Brasil, incluso aunque las corrientes de capital netas

Gráfico 1: Entradas netas de capital privado a las economías emergentes y precios de los productos básicos

Fuente: Datos de corrientes de capital, Instituto de Finanzas Internacionales (IFI) y datos de precios de los productos básicos, FM



si bien habían disminuido, permanecían en niveles positivos. Después de 2014 el crecimiento promedio de las EED apenas alcanzó la mitad del nivel registrado durante los auges de las entradas de capital y de los precios de los productos básicos anteriores a la crisis.

No es la primera vez que hay un solapamiento de los ciclos de auge y caída de los mercados financieros y de los precios de los productos básicos como el que se observó a principios de la década de 2000. En las décadas de los setenta y de los ochenta hubo un ciclo similar en ambos mercados que generó vicisitudes en la actividad económica de muchas EED. Durante ese ciclo los precios de los productos básicos llegaron a su nivel máximo en 1979 y las entradas de capital, en 1981. Ambos auges terminaron a comienzos de los ochenta

con la recesión y el alza de las tasas de interés en los Estados Unidos, que provocaron una grave crisis de la deuda en América Latina (UNCTAD, Informe sobre el comercio y el desarrollo, 1985: Parte 2).

La existencia de un marcado solapamiento entre los ciclos de auge y caída de las corrientes de capital, los precios de los productos básicos y el impago de la deuda soberana también se demuestra en un contexto histórico más amplio desde 1815 (Reinhart y otros, 2016). Se ha visto que cuatro de cada seis máximos alcanzados en impagos a nivel mundial ocurrieron después de caídas dobles de las entradas de capital y de los mercados de productos básicos. El estudio sitúa el punto mínimo alcanzado en el ciclo más reciente tanto de los precios de los productos básicos como de las corrientes de capital en 1999 y el máximo, en 2011. El auge de los precios de los productos básicos fue el segundo auge más largo desde finales del siglo XVIII y el de las corrientes de capital uno de los más largos desde 1815.

Aunque existen factores determinantes específicos e independientes en los ciclos de los precios de los productos básicos y de los mercados financieros, estos ciclos tienden a actuar conjuntamente y a reforzarse mutuamente por numerosas razones. En primer lugar, existe una serie de factores macroeconómicos mundiales comunes que inciden en la misma dirección tanto en las corrientes de capital como en los precios de los productos básicos. En segundo lugar, los precios de los productos básicos y las entradas de capital también se refuerzan mutuamente en gran medida. En otras palabras, el aumento (la disminución) de los precios internacionales de los productos básicos estimula (desalienta) las entradas de capital a las EED que dependen de los productos básicos mientras que el aumento (la disminución) de las entradas de capital tiende a aumentar (disminuir) la demanda de productos básicos y los precios de los productos básicos.

Los factores comunes que afectan tanto a los precios de los productos básicos como a las entradas de capital en las EED tienen origen principalmente en políticas monetarias en las economías avanzadas. La política monetaria de los Estados Unidos juega un papel fundamental porque los precios de la mayoría de los productos básicos se calculan en dólares y la mayoría de los contratos de productos básicos se fijan en dólares. Las políticas monetarias expansivas (contractivas), las tasas de interés altas (bajas) y el dólar débil (fuerte) tienden a alentar (desalentar) las entradas de capital a las economías emergentes destinadas a obtener beneficios de las operaciones de arbitraje y plusvalías rápidas. A través de varios canales también hay un aumento (una disminución) de los precios de los productos básicos².

En primer lugar, las tasas de interés inciden en los precios de los productos básicos mediante su influencia en la tasa de explotación de recursos no renovables como el petróleo y los minerales. Cuando bajan las tasas de interés los productores prefieren dejar los recursos bajo tierra para explotarlos después, que aumentar la producción e invertir los ingresos en activos que generen intereses. Por tanto, las tasas de interés más bajas tienden a provocar una disminución de la oferta de productos básicos y un aumento de los precios. Naturalmente, este efecto también depende de la tasa de rentabilidad de otros activos como bienes inmuebles y acciones en los que pueden invertirse los ingresos generados por los productos básicos. Además, esta relación no implica que las tasas de interés altas siempre vayan de la mano con unas tasas altas de explotación de los recursos naturales y bajos precios de los productos básicos. Si se espera que los precios aumenten considerablemente en el futuro,

² Para leer sobre las influencias financieras en los mercados de productos básicos y pruebas empíricas véase Frankel (2006 y 2014 a) y Bastourre y otros (2013).

puede que los productores sigan prefiriendo mantener las reservas bajo tierra aunque la tasa de interés sea alta.

En segundo lugar, como la mayoría de los productos básicos pueden almacenarse, las tasas de interés también pueden influir considerablemente en la demanda de inventarios. Dada la expectativa que generan las perspectivas de los precios en el futuro, las tasas de interés bajas estimulan la demanda de inventarios de los usuarios de productos básicos al reducir los gastos de intereses y almacenamiento lo que hace provoca un aumento de los precios. El aumento de las tasas de interés tendría el efecto contrario y disminuiría la demanda de productos básicos almacenables. Como se ha dicho, esto no quiere decir que unas tasas de interés bajas siempre vayan de la mano de una alta demanda de inventarios y de precios altos de los productos básicos puesto que si se prevé que los precios disminuyan considerablemente la demanda de inventarios podría ser escasa aunque las tasas de interés sean bajas.

Por lo tanto, en lo que se refiere a los productos básicos almacenables, los efectos de las tasas de interés sobre la oferta y la demanda se refuerzan mutuamente y orientan los precios en la misma dirección. En igualdad de condiciones, el aumento (la disminución) de la tasa de interés disminuiría (aumentaría) la demanda de inventarios y aumentaría (disminuiría) la tasa de explotación de las reservas de petróleo y minerales presionando así sus precios a la baja (al alza). En ambas decisiones relativas a la extracción y a la acumulación de inventarios, las expectativas de la evolución de los precios desempeñan un papel importante. Esta es la razón por la cual dichas decisiones suelen considerarse especulativas (Knittel y Pindyck, 2013).

En tercer lugar, las tasas de interés también influyen considerablemente en los precios de los productos básicos a través del comercio de derivados de productos básicos. Esta ha adquirido importancia particularmente en el nuevo milenio ya que los mercados de productos básicos se asemejan cada vez más a los mercados financieros y muchos productos básicos empiezan a ser tratados como una clase distinta de activos comparable con los valores y los bienes inmuebles y atraen cantidades de dinero cada vez mayores de operadores de índices de productos básicos que buscan obtener beneficios de las fluctuaciones de los precios. Estos operadores de índices son diferentes de los especuladores convencionales quienes proporcionan liquidez a los mercados y les permiten a los coberturistas (*commercial hedgers*), tanto productores como consumidores, transferir el riesgo del precio (Masters, 2008). Mientras que históricamente los coberturistas representaban un gran segmento de la mayoría de los mercados de productos básicos, ahora el porcentaje de especuladores ha aumentado considerablemente, lo que ha generado aumentos significativos en el volumen de comercio de derivados de productos básicos.

La reducción de las tasas de interés impulsa a los especuladores a decantarse por los derivados de productos básicos, en particular cuando los precios tienden a aumentar, lo que contribuye a reforzar aún más esta tendencia al alza. Este fue un factor importante en los altos precios de los productos básicos antes de la crisis de 2008. Sin embargo, cuando se pierde la confianza del mercado respecto de los movimientos futuros de los precios de los productos básicos o de las tasas de interés, la financierización también puede dar lugar a disminuciones rápidas y autoprovocadas. Esto quedó patente a comienzos de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en 2008 cuando el índice general de los precios de los productos básicos aumentó un 35 % en el primer semestre y en el segundo, cayó un 55 % (Akyüz, 2011). También se ha demostrado que la dinámica de los precios de los mercados de futuros

de productos básicos más comercializados como el maíz, el aceite, la soja, el azúcar y el trigo está más determinada por mecanismos que se refuerzan mutuamente (endogeneidad a corto plazo) que por información nueva sobre los factores que afectan la oferta y las condiciones de la demanda. Se ha comprobado que la endogeneidad aumentó en los años 2000 y que entre un 60 % y un 70 % de las variaciones de precios se deben ahora a actividades autogeneradas (Filimonov y otros, 2013).

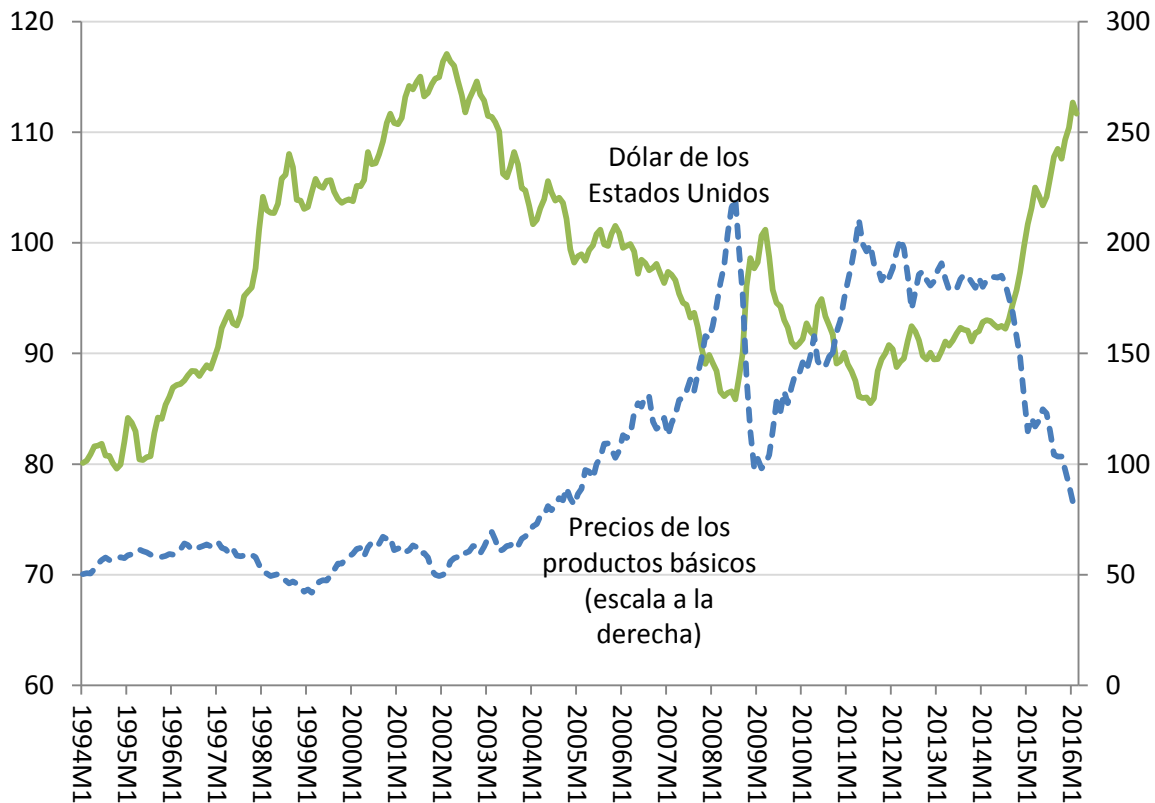
Por último, la política monetaria de los Estados Unidos también influye en los precios de los productos básicos por sus efectos en el tipo de cambio del dólar. Las tasas de interés bajas en los Estados Unidos con relación a otras monedas de reserva y un dólar débil suelen asociarse con unos altos precios de los productos básicos. Habida cuenta de que los precios de una gran proporción de productos básicos se calculan en dólares, las variaciones del tipo de cambio del dólar alteran el precio de los productos básicos en otras monedas, lo que afecta la demanda general. En efecto, ha habido una notable correlación inversa entre el tipo de cambio efectivo nominal del dólar y los precios de los productos básicos en los últimos dos decenios (Gráfico 2).

Una apreciación (depreciación) del dólar frente al euro aumentaría (disminuiría) el precio de los productos básicos en euros y por lo tanto, reduciría (aumentaría) la demanda en Europa y por consiguiente, disminuiría (aumentaría) el precio en dólares. De hecho, los precios de los productos básicos en dólares y en euros han tomado direcciones opuestas en varias ocasiones. Por ejemplo, entre marzo de 2014 y marzo de 2015 cuando el dólar se apreció frente al euro casi un 30 %, el índice de precios del Fondo Monetario Internacional (FMI) en dólares cayó un 16 % mientras que el índice de precios de productos básicos en euros aumentó un 9 %. El contraste entre los precios en euros y los precios en dólares durante ese período fue aún más notorio en el caso de los productos básicos no relacionados con la energía (Gráfico 3)³. En general, cuando los precios en dólares de los productos básicos iban en aumento, los precios en euros aumentaban menos que los precios en dólares cuando el euro se apreciaba frente al dólar y más que los precios en dólares cuando el euro se depreciaba frente al dólar. Por ejemplo, entre mediados de 2001 y mediados de 2008 cuando el euro se apreció considerablemente frente al dólar, los precios de los productos básicos en dólares aumentaron más del doble mientras que en euros aumentaron solo un 10 %.

Además de los factores monetarios mundiales que influyen en los precios de los productos básicos y en las corrientes de capital a las EED, las tendencias de estos dos mercados también se influyen y se refuerza mutuamente. De hecho, los impulsos mutuamente reforzados parecerían ser al menos tan importantes como la influencia de los factores monetarios mundiales comunes en el solapamiento de los ciclos de los precios de los productos básicos y de las corrientes de capital.

³ Véase también Frankel (2014b) quien señala que durante ese período el índice de precios de productos básicos en euros de *The Economist* en realidad aumentó mientras que el índice en dólares bajó.

Gráfico 2: Precios de los productos básicos y el dólar de los Estados Unidos
(Número índice, 2005=100)



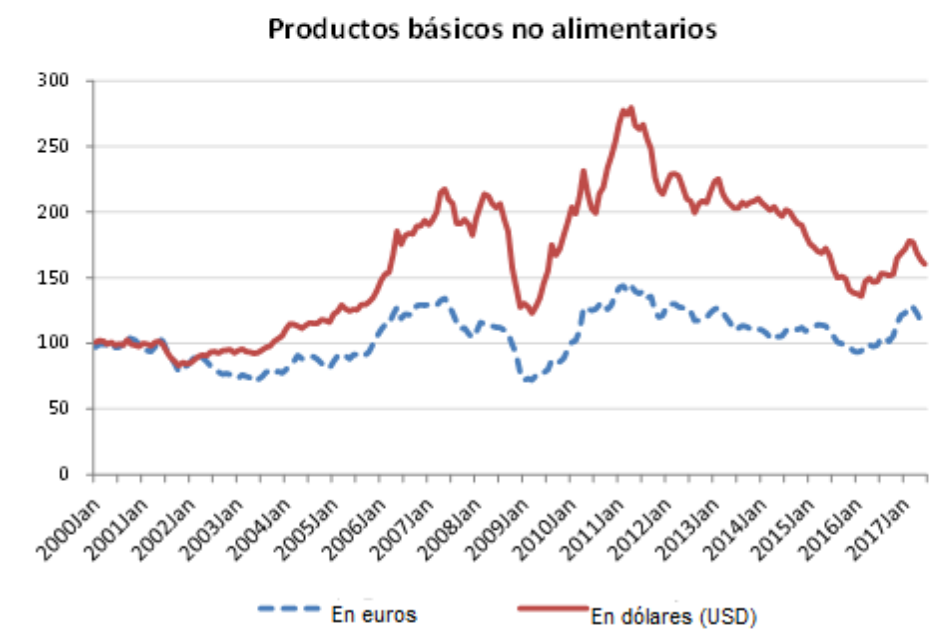
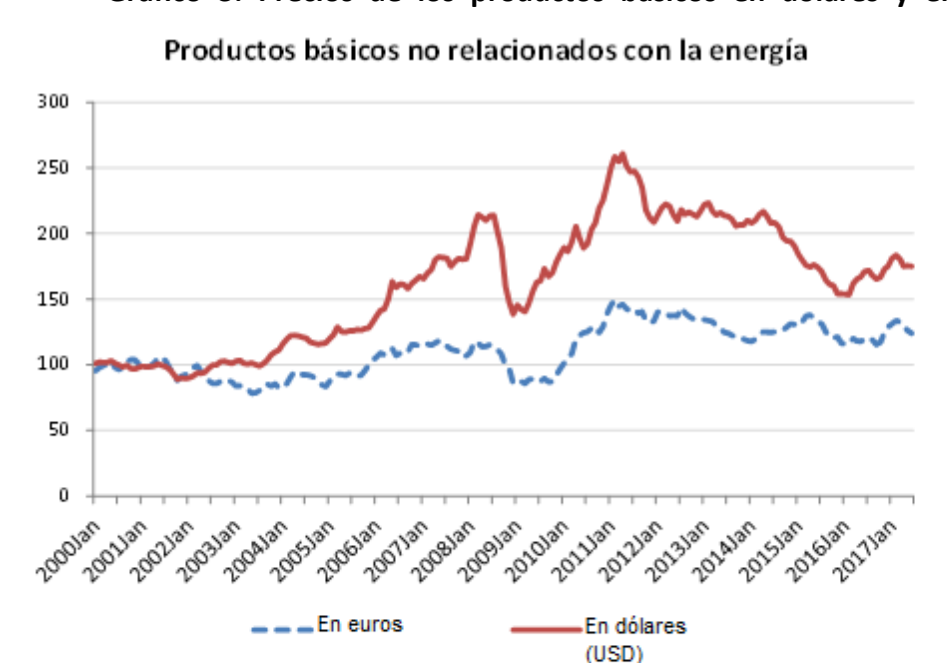
Fuente: Conjunto de datos sobre el tipo de cambio efectivo nominal, BPI y conjunto de datos sobre los precios de los productos básicos, FMI.

Varios estudios demuestran que los precios de los productos básicos tienen importantes efectos sistemáticos en los ciclos de las corrientes de capital mundiales (Reinhart y Reinhart, 2008; Byrne y Fiess, 2015). Los precios de los productos básicos influyen en las entradas de capital a EED dependientes de los productos básicos, principalmente por sus efectos en el perfil de la relación riesgo-rentabilidad de estas economías. Unos precios elevados de los productos básicos mejoran su posición financiera exterior y reducen el riesgo sobre los préstamos y las inversiones. Se ha demostrado que existe una fuerte correlación negativa entre los precios de los productos básicos y el diferencial de rentabilidad de la deuda soberana de las economías dependientes de los productos básicos (Bastourre y otros, 2013). Como se ha dicho, un auge de los precios de los productos básicos aumenta la rentabilidad crediticia y de inversiones en las economías que dependen de productos básicos al generar un rápido crecimiento y auges de los mercados de activos y de divisas. En consecuencia, las monedas se aprecian y aumentan las perspectivas de ganancias de capital sobre los préstamos y las inversiones. El aumento de las entradas de capital impulsado por el incremento de los precios de los productos básicos agrava el efecto del síndrome holandés y debilita la industria particularmente en los países que adoptan un enfoque de no interferencia en relación con las corrientes internacionales de capital.

Estos factores explican la estrecha relación entre el aumento de los precios de los productos básicos y el incremento de los préstamos internacionales a las economías y sectores dependientes de los productos básicos en el reciente repunte cíclico. Por ejemplo, se

estima que en 2015 la deuda total mundial del sector del gas y del petróleo se situó en alrededor de 2,5 billones de dólares, dos veces y media de lo que era a finales de 2006. Una parte sustancial del mayor endeudamiento se dio en grandes empresas petroleras públicas integradas de EED. Entre 2006 y 2014 la deuda pendiente, incluidos los préstamos sindicados y los títulos de deuda creció a una tasa anual del 13 %.

Gráfico 3: Precios de los productos básicos en dólares y en euros (2000=100)



Fuente: Índice de precios en euros de Statistical Data Warehouse del BCE; Índice de precios en dólares de la base de datos del FMI sobre precios de los productos básicos. Datos mensuales adaptados a 2000.

El porcentaje fue de un 25 % para las empresas brasileñas y un 31 % para las empresas chinas (Domanski y otros, 2015). Del mismo modo, muchas economías de bajos ingresos dependientes de los productos básicos (conocidas como mercados fronterizos) que tradicionalmente han dependido de los préstamos oficiales y han sido excluidas de los mercados internacionales de capital como Bolivia, el Ecuador, Etiopía, el Gabón, Ghana, Nigeria, Rwanda, el Senegal, la República Unida de Tanzania y Zambia, pudieron aprovechar la mayor propensión al riesgo y las tasas de interés bajas y emitieron bonos soberanos en dólares por primera vez.

La combinación del aumento de los precios del petróleo, expansión de la liquidez internacional y créditos baratos dio lugar a la inversión excesiva en el sector de la energía que requiere una gran cantidad de capital, como en el petróleo de esquisto en los Estados Unidos. La inversión mundial en actividades petroleras (exploración y producción) se duplicó entre 2003 y 2008, cuando empezó a disminuir con el inicio de la crisis. Después de 2009 se recuperó rápidamente y continuó en ascenso hasta 2014. La capacidad de oferta generada por la inversión se hizo efectiva justo cuando la demanda de las DEE estaba disminuyendo. Aún así, los productores continuaron extrayendo petróleo para evitar la suspensión de pagos, lo que acentuó la presión a la baja sobre los precios. La inversión disminuyó considerablemente entre 2015 y 2016 a casi la mitad del nivel alcanzado en 2014 y registró apenas una ligera recuperación en 2017 (IEA, 2017).

Lo que quizás es menos conocido es el efecto de las entradas de capital a las EED sobre los precios de los productos básicos. Un aumento generalizado en las corrientes de capital propulsado por factores macroeconómicos mundiales suele dar lugar a un crecimiento rápido en estas economías generando burbujas del crédito, de activos y de gasto. Lo anterior tiene importantes repercusiones en los precios de los productos básicos ya que el contenido de productos básicos del gasto en las EED es bastante alto, en particular en comparación con las economías avanzadas. Las EED se han vuelto las principales impulsoras de los mercados internacionales de productos básicos ya que su participación en el consumo mundial de productos básicos ha aumentado considerablemente en el nuevo milenio. La demanda de petróleo en las EED aumentó a niveles tan altos como los de las economías avanzadas al importar China tanto como la zona del euro y el doble del Japón. China también ha llegado a representar casi la mitad del consumo mundial de metales. Sin embargo, la creciente importancia de las EED como usuarios de productos básicos no solo se debe a China y a otros grandes importadores de EED. Las EED exportadoras de productos básicos también constituyen mercados importantes entre sí. Muchas economías exportadoras de petróleo importan productos básicos agrícolas y muchas EED dependientes de la producción de alimentos y materiales agrícolas importan energía y metales. En consecuencia, el FMI (2013: 25) concluye que existe una fuerte correlación entre el aumento de los precios de los productos básicos y el aumento de la actividad económica en los mercados emergentes y que la desaceleración de la actividad económica en los mercados emergentes es una causa importante de la disminución de los precios de los productos básicos.

Por lo tanto, no solo las condiciones favorables en los mercados financieros y de productos básicos generan un crecimiento más rápido en la mayoría de las EED, sino que el crecimiento rápido también contribuye al aumento de los precios de los productos básicos al aumentar la demanda y a generar mayores entradas de capital al incrementar las oportunidades de obtener beneficios para inversores y prestamistas internacionales. Durante los períodos de desaceleración económica este nexo productos básicos-finanzas opera en la dirección opuesta. Cuando se invierten las tendencias de los precios de los productos básicos

y las corrientes de capital puede generarse un círculo vicioso en el que la disminución del crecimiento en las EED de lugar a la reducción de los precios de los productos básicos y de las entradas de capital lo que a su vez debilita aún más el crecimiento. En este proceso, los impulsos mutuamente reforzados entre los mercados financieros y de productos básicos también contribuyen a acentuar la contracción económica: la disminución de los precios de los productos básicos aumenta la prima de riesgo y desestimula el crédito y la inversión en las EED, lo que a su vez reduce el crecimiento y la demanda de productos básicos y los precios de estos productos.

Factores monetarios, unas tasas de interés históricamente bajas y un dólar débil, así como un alto crecimiento en China, desempeñaron sin duda un papel importante en la emergencia de un doble auge de las entradas de capital y de los precios de los productos básicos durante los primeros años del nuevo milenio. El auge de los precios de los productos básicos terminó antes que el auge de las entradas de capital y los precios de los productos básicos experimentaron un declive excepcionalmente pronunciado desde 2012. El papel de los factores monetarios en este período de desaceleración no siempre es evidente. Los precios cayeron sin que hubiera un aumento significativo en las tasas de interés, incluso aunque se ha indicado que puede haberlos afectado la actitud de los especuladores que dejaban de especular con productos básicos anticipando unas tasas de interés más altas en los Estados Unidos en el futuro (Frankel, 2014b). Lo que es seguro es que el declive pronunciado de los precios del dólar refleja en gran parte la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del dólar (Gráfico 2). De hecho, como se aprecia en el Gráfico 3, la disminución de los precios es mucho más moderada cuando se trata de euros.

Hay un amplio consenso en que pueden pasar varios años e incluso decenios antes de que la economía mundial pueda ser testigo de otro auge generalizado de los precios de los productos básicos impulsado por la demanda. Las perspectivas en el futuro inmediato para las EED dependientes de los productos básicos parecen sombrías por la posible influencia negativa de las condiciones macroeconómicas mundiales. De hecho, parecen estar entre la espada y la pared. Si los Estados Unidos y Europa mantienen unos niveles suficientes de crecimiento la política monetaria podría normalizarse a un ritmo mucho más rápido de lo que ha sido el caso, lo que daría lugar al aumento de las tasas de interés y a la contracción de la liquidez mundial. Las implicaciones financieras para las EED serían muy graves. El efecto sobre los precios de los productos básicos también podría ser perjudicial. No se puede esperar que el crecimiento en los Estados Unidos y Europa impulse demasiado los precios de los productos básicos incluso aunque esté en la tasa potencial, dado que esta última ha disminuido significativamente en los últimos diez años. Sin embargo, los aumentos de las tasas de interés y la notable reducción de las corrientes de capital podrían disminuir significativamente el ritmo de crecimiento en las EED ejerciendo una fuerte presión a la baja sobre los precios de los productos básicos mediante los canales examinados antes. Si, en cambio, las economías de los Estados Unidos y Europa se estancan, los responsables de la formulación de políticas disponen de otras herramientas para reactivar el crecimiento que las mismas políticas de siempre: una gran expansión monetaria, sosteniendo la acumulación de deuda y las burbujas especulativas de activos y sentando las bases para una nueva crisis con repercusiones mundiales.

BIBLIOGRAFÍA

- 📖 Akyüz, Y. (2011) Documento de Investigación, Centro del Sur «Las corrientes de capital hacia los países en desarrollo desde una perspectiva histórica: ¿terminará el auge actual en un colapso?». Documento de Investigación número 37 del Centro del Sur, Ginebra, marzo. También en Y. Akyüz (2013). *The Financial Crisis and the Global South A Development Perspective*. Pluto Press: Londres.
- 📖 _____ (2017). *Playing with Fire: Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*. Oxford University Press: Oxford, Reino Unido.
- 📖 Bastourre, D., J. Carrera, J. Ibarlucia, y M. Sardi (2013). «Common Drivers in Emerging Market Spreads and Commodity Prices». BPI (Banco de Pagos Internacionales). 15 de marzo. Disponible en: <http://www.bis.org/search/?q=bastourre> (consultado por última vez el 10 de septiembre de 2013).
- 📖 Byrne, J. P. y N. Fiess (2016). «International Capital Flows to Emerging and Developing Countries: National and Global Determinants». *Journal of International Money and Finance* número 61, marzo, págs. 82-100.
- 📖 Domanski, D., J. Kearns, M. Lombardi, y H.S. Shin (2015). Oil and debt. BPI, Informe trimestral, marzo.
- 📖 Filimonov, V., D. Bicchetti, N. Maystre, y D. Sornette (2013). Quantification of the High Level of Endogeneity and of Structural Regime Shifts in Commodity Markets. UNCTAD, Documento de debate número 212, noviembre.
- 📖 FMI (Fondo Monetario Internacional), Perspectivas de la economía mundial, octubre de 2013. Washington, D.C.
- 📖 Frankel, J. (2006). «The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices». NBER (National Bureau of Economic Research) Documento de trabajo 12713
- 📖 _____ (2014a). «The Effect of Speculation and Interest Rates in a “Carry Trade” model of Commodity Prices». *Journal of International Money and Finance* 42(C) abril, págs. 88-112.
- 📖 _____ (2014a). «Why so many commodity prices are down in the US, yet up in Europe». Vox, 24 de diciembre. Disponible en: <http://voxeu.org/article/commodity-prices-down-dollars-euros>.
- 📖 IEA (International Energy Agency) (2017). World Energy Investment 2017. París, Francia.
- 📖 Knittel, C.R., y R. S. Pindyck (2013). «The Simple Economics of Commodity Price Speculation». NBER, Documento de trabajo 18951

- 📖 Masters, M.W. (2008). Testimonio ante el Comité del Senado para la Seguridad Interior y los Asuntos Gubernamentales. Senado de los Estados Unidos de América, 20 de mayo, Washington, D.C. Disponible en: http://hsgac.senate.gov/public_files/052008Masters.pdf (consultado por última vez el 22 de enero de 2011).
- 📖 Reinhart, C.M. y V. Reinhart (2008). «Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present». NBER, Documento de trabajo 14321.
- 📖 Reinhart, C.M., V. Reinhart, y C. Trebesch (2016). «Global Cycles: «Capital Flows, Commodities, and Sovereign Defaults», 1815-2015. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 106(5), mayo, 574-580.
- 📖 UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo), Informe sobre el comercio y el desarrollo (varios números). Naciones Unidas: Ginebra.

DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN DEL CENTRO DEL SUR

No.	Fecha	Título	Autor
1	November 2005	Overview of the Sanitary and Phytosanitary Measures in QUAD Countries on Tropical Fruits and Vegetables Imported from Developing Countries	Ellen Pay
2	November 2005	Remunerating Commodity Producers in Developing Countries: Regulating Concentration in Commodity Markets	Samuel G. Asfaha
3	Noviembre de 2005	Medidas relativas a la oferta para incrementar los bajos precios a la salida de la explotación agrícola de los productos básicos para bebidas tropicales	Peter Robbins
4	November 2005	Potenciales repercusiones de las nanotecnologías en los mercados de productos básicos: Consecuencias para los países en desarrollo dependientes de productos básicos	ETC Group
5	March 2006	Rethinking Policy Options for Export Earnings	Jayant Parimal
6	April 2006	Considering Gender and the WTO Services Negotiations	Meg Jones
7	Julio de 2006	Reinventar la UNCTAD	Boutros Boutros-Ghæ
8	Agosto de 2006	Los derechos de propiedad intelectual en los tratados de inversión: Repercusiones de tipo ADPIC PLUS en la observancia y la protección del interés público	Ermias Tekeste Biad
9	Enero de 2007	Propuesta de Tratado de la OMPI para la protección de los organismos de radiodifusión y de difusión por cable: Análisis desde una perspectiva de desarrollo	Viviana Munoz T and Andrew C Waitara
10	November 2006	Market Power, Price Formation and Primary Commodities	Thomas Lines
11	March 2007	Development at Crossroads: The Economic Partnership Agreement Negotiations with Eastern and Southern African Countries on Trade in Services	Clare Akamanzi
12	June 2007	Changes in the Governance of Global Value Chains of Fresh Fruits and Vegetables: Opportunities and Challenges for Producers in Sub-Saharan Africa	Temu A.E and Marwa
13	August 2007	Towards a Digital Agenda for Developing Countries	Dalindyebo Shabalal
14	December 2007	Analysis of the Role of South-South Cooperation to Promote Governance on Intellectual Property Rights and Development	Ermias Tekeste Biad
15	Enero de 2008	Estructura cambiante y gobernanza de la	Ermias Tekeste Biad

		observancia de la propiedad intelectual	and Viviana Munoz Tellez
16	Enero de 2008	Liberalización del comercio de servicios de salud: equilibrar los intereses relativos al modo 4 con la obligación de conceder un acceso universal a los servicios básicos	Joy Kategekwa
17	July 2008	Unity in Diversity: Governance Adaptation in Multilateral Trade Institutions Through South-South Coalition-Building	Vicente Paolo B. Yu III
18	Diciembre de 2008	Recuento de patentes como indicadores de la geografía de las actividades de innovación: problemas y perspectivas	Xuan Li
19	Diciembre de 2008	Las normas SECURE de la OMA: Lecciones aprendidas del fracaso de la iniciativa para la observancia de la propiedad intelectual que trasciende las disposiciones del Acuerdo sobre los ADPIC	Xuan Li
20	May 2009	Industrialisation and Industrial Policy in Africa: Is it a Policy Priority?	Darlan F. Marti and Ivan Ssenkubuge
21	June 2009	IPR Misuse: The Core Issue in Standards and Patents	Xuan Li and Baisheng An
22	July 2009	Policy Space for Domestic Public Interest Measures Under TRIPS	Henning Grosse Ruse – Khan
23	June 2009	Developing Biotechnology Innovations Through Traditional Knowledge	Sufian Jusoh
24	Mayo de 2009	Medidas de respuesta a la crisis financiera mundial: asuntos clave para los países en desarrollo	Yılmaz Akyüz
25	October 2009	The Gap Between Commitments and Implementation: Assessing the Compliance by Annex I Parties with their Commitments Under the UNFCCC and its Kyoto Protocol	Vicente Paolo Yu III
26	Abril de 2010	Perspectivas económicas mundiales: es posible que la recesión haya pasado, pero ¿qué sigue ahora?	Yılmaz Akyüz
27	April 2010	Export Dependence and Sustainability of Growth in China and the East Asian Production Network	Yılmaz Akyüz
28	May 2010	The Impact of the Global Economic Crisis on Industrial Development of Least Developed Countries	Report Prepared by the South Centre
29	May 2010	The Climate and Trade Relation: Some Issues	Martin Khor
30	May 2010	Analysis of the Doha Negotiations and the Functioning of the World Trade Organization	Martin Khor
31	July 2010	Legal Analysis of Services and Investment in the CARIFORUM-EC EPA: Lessons for Other Developing Countries	Jane Kelsey
32	November 2010	Why the IMF and the International Monetary System Need More than	Yılmaz Akyüz

		Cosmetic Reform	
33	November 2010	The Equitable Sharing of Atmospheric and Development Space: Some Critical Aspects	Martin Khor
34	November 2010	Addressing Climate Change through Sustainable Development and the Promotion of Human Rights	Margreet Wewerinke and Vicente Paolo Yu III
35	Enero de 2011	El derecho a la salud y a los medicamentos: el caso de las recientes negociaciones sobre la estrategia mundial sobre la salud pública, la innovación y la propiedad intelectual	Germán Velásquez
36	March 2011	The Nagoya Protocol on Access and Benefit Sharing of Genetic Resources: Analysis and Implementation Options for Developing Countries	Gurdial Singh Nijar
37	March 2011	Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: Will the Current Boom End with a Bust?	Yilmaz Akyüz
38	Mayo de 2011	Los ODM después de 2015	Deepak Nayyar
39	May 2011	Operationalizing the UNFCCC Finance Mechanism	Matthew Stilwell
40	July 2011	Risks and Uses of the Green Economy Concept in the Context of Sustainable Development, Poverty and Equity	Martin Khor
41	Septiembre de 2011	Innovación farmacéutica, patentes incrementales y licencias obligatorias	Carlos M. Correa
42	Diciembre de 2011	Repensando la salud global: un tratado internacional sobre innovación y desarrollo de productos farmacéuticos	Germán Velásquez and Xavier Seuba
43	March 2012	Mechanisms for International Cooperation in Research and Development: Lessons for the Context of Climate Change	Carlos M. Correa
44	Marzo de 2012	¿Se puede hablar de un extraordinario auge del Sur?	Yilmaz Akyüz
45	Abril de 2012	¿Qué relación hay entre el cambio climático, la transferencia de tecnología y los derechos de propiedad intelectual y cuál es el estado actual de las negociaciones al respecto?	Martin Khor
46	July 2012	Asian Initiatives at Monetary and Financial Integration: A Critical Review	Mah-Hui (Michael) Lim and Joseph Anthony Y. Lim
47	May 2013	Access to Medicines and Intellectual Property: The Contribution of the World Health Organization	Germán Velásquez
48	Junio de 2013	Los países en desarrollo tras la crisis financiera: después de la tormenta no siempre viene la calma	Yilmaz Akyüz
49	January 2014	Public-Private Partnerships in Global Health: Putting Business Before Health?	Germán Velásquez
50	Febrero de 2014	Consecuencias de la mala gestión de la	Yilmaz Akyüz

		crisis en Europa y los Estados Unidos para los países en desarrollo	
51	Julio de 2014	Los obstáculos para el desarrollo en el sistema económico mundial	Manuel F. Montes
52	August 2014	Tackling the Proliferation of Patents: How to Avoid Undue Limitations to Competition and the Public Domain	Carlos M. Correa
53	September 2014	Regional Pooled Procurement of Medicines in the East African Community	Nirmalya Syam
54	Septiembre de 2014	Mecanismos innovadores de financiación: posibles fuentes de financiación del Convenio Marco de la OMS para el Control del Tabaco	Deborah Ko Sy, Nirmalya Syam and Germán Velásquez
55	October 2014	Patent Protection for Plants: Legal Options for Developing Countries	Carlos M. Correa
56	November 2014	The African Regional Intellectual Property Organization (ARIPO) Protocol on Patents: Implications for Access to Medicines	Sangeeta Shashikant
57	Noviembre de 2014	La relación entre la globalización, el crecimiento impulsado por las exportaciones y la desigualdad: el caso de Asia Oriental	Mah-Hui Lim
58	November 2014	Patent Examination and Legal Fictions: How Rights Are Created on Feet of Clay	Carlos M. Correa
59	Diciembre de 2014	El período de transición otorgado a los PMA para la aplicación del acuerdo sobre los ADPIC y sus efectos en la producción de medicamentos en la CAO	Nirmalya Syam
60	January 2015	Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies	Yilmaz Akyüz
61	Marzo de 2015	Pautas de patentabilidad y el acceso a medicamentos	Germán Velásquez
62	Septiembre de 2015	El acuerdo de asociación transpacífico: un acuerdo que amplía los derechos de propiedad intelectual en detrimento del acceso a los medicamentos	Carlos M. Correa
63	October 2015	Foreign Direct Investment, Investment Agreements and Economic Development: Myths and Realities	Yilmaz Akyüz
64	February 2016	Implementing Pro-Competitive Criteria for the Examination of Pharmaceutical Patents	Carlos M. Correa
65	Febrero de 2016	Reflexiones sobre el aumento de los casos de solución de controversias entre inversores y Estados en los sectores extractivos y los problemas que se plantean para los países africanos	Kinda Mohamadieh and Daniel Uribe
66	March 2016	The Bolar Exception: Legislative Models And Drafting Options	Carlos M. Correa
67	June 2016	Innovation and Global Intellectual Property Regulatory Regimes: The Tension between	Nirmalya Syam and Viviana Muñoz Tellez

		Protection and Access in Africa	
68	Junio de 2016	Protección de las inversiones internacionales: análisis comparativo entre el TPP y los nuevos modelos de tratados de inversión de los países en desarrollo	Kinda Mohamadih and Daniel Uribe
69	July 2016	Intellectual Property and Access to Science	Carlos M. Correa
70	August 2016	Innovation and the Global Expansion of Intellectual Property Rights: Unfulfilled Promises	Carlos M. Correa
71	Octubre de 2016	Recuperar la soberanía sobre los recursos naturales: los casos de Bolivia y el Ecuador	Humberto Campodónico
72	November 2016	Is the Right to use Trademarks Mandated by the TRIPS Agreement?	Carlos M. Correa
73	February 2017	Inequality, Financialization and Stagnation	Yılmaz Akyüz
74	February 2017	Mitigating The Regulatory Constraints Imposed By Intellectual Property Rules Under Free Trade Agreements	Carlos M. Correa
75	Marzo de 2017	El ejercicio de los derechos del agricultor relativos a las semillas	Carlos Correa
76	Mayo de 2017	Repercusiones de la crisis financiera en los países del Sur y perspectivas de crecimiento	Yılmaz Akyüz y Vicente Paolo Yu III
77	Mayo de 2017	El acceso a tratamientos para el virus de la hepatitis C: un problema mundial	Germán Velásquez
78	Julio de 2017	El tema de la propiedad intelectual, la salud pública y el acceso a medicamentos en las organizaciones internacionales	Germán Velásquez
79	Septiembre de 2017	Access to and Benefit-Sharing of Marine Genetic Resources beyond National Jurisdiction: Developing a New Legally Binding Instrument	Carlos M. Correa
81	Noviembre de 2017	Promoting Sustainable Development by addressing the impacts of climate change response measures on developing countries	Martin Khor, Manuel F. Montes, Mariama Williams y Vicente Paolo P. Yu III
82	Noviembre de 2017	El debate internacional sobre los medicamentos genéricos de origen biológico	Germán Velásquez
83	Noviembre de 2017	China's Debt Problem and Rising Systemic Risks: Impact of the global financial crisis and structural problems	Yuefen Li
84	Febrero de 2018	Playing with Financial Fire: A South Perspective on the International Financial	Andrew Cornford

System

85	Mayo de 2018	Acceso a medicamentos: experiencias con licencias obligatorias y uso gubernamental- el caso de la Hepatitis C	Carlos M. Correa y Germán Velásquez
----	--------------	---	-------------------------------------



CENTRO DEL SUR

**Chemin du Champ d'Anier 17
PO Box 228, 1211 Ginebra 19
Suiza**

Teléfono: (41 22) 791 8050

Fax: (41 22) 798 8531

Email: south@southcentre.int

Sitio Web:

<http://www.southcentre.int>