

## Las economías emergentes ante la desaceleración mundial

Alicia García Herrero\*

### 1. Introducción

La difícil situación que enfrentan los países desarrollados, y en especial EE.UU., tuvo su origen –como en muchas otras ocasiones– en el sector financiero. El detonante de la crisis fue el fuerte aumento de los impagos de préstamos hipotecarios en el sector de mayor riesgo en EE.UU. (el *subprime*), que es el que ha dado nombre a la crisis, lo que no significa que sea el único factor, ni siquiera el más importante.

De hecho, tras el verano, los problemas se han extendido hacia una gran variedad de agentes, activos y mercados. Así, a día de hoy siguen sin mitigarse las tensiones en los mercados monetarios, a pesar de las medidas adoptadas por los principales bancos centrales. La Reserva Federal ha sido, sin duda, el más activo con un agresivo recorte de tipos oficiales, incremento de inyecciones de liquidez a las entidades financieras mediante varios programas de préstamo y su intervención en la reciente compra de Bear Stearns por parte de JP Morgan. El BCE, con una estrategia diferente, ha tratado de alargar los plazos, en lugar de incrementar la liquidez del sistema. El último en incorporarse a esta sucesión de medidas ha sido el Banco de Inglaterra, con el anuncio de una nueva facilidad de liquidez, que amplía los colaterales aceptados y prolonga de forma significativa los plazos de la misma.

\* Economista Jefe para Mercados Emergentes del Servicio de Estudios del BBVA.

<sup>1</sup> Se agradece la colaboración de José Ramón Perea y Yalan Liu en la provisión de datos y comentarios. Los errores son, obviamente, de la autora.

Los problemas de financiación bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios. Las primas de riesgo de crédito continúan elevadas y los problemas de emisiones a nivel global persisten. De hecho, la leve apertura de los mercados primarios se está produciendo a costes muy elevados. Además, se han visto afectados otros agentes, como las aseguradoras de bonos. Igualmente, se han registrado pérdidas sustanciales en otras clases de activos más allá de los residenciales, incluyendo los bonos municipales y los préstamos apalancados, especialmente en EE.UU. En este difícil contexto, las entidades financieras se han visto obligadas a reconocer importantes pérdidas derivadas de la merma de valor de sus carteras de activos, que superan ya los 200 mil millones de dólares.

En parte, como consecuencia de los problemas en el sector financiero, se ha producido una fuerte desaceleración de la economía norteamericana y, en menor medida, de Europa y Japón.

En EE.UU., el mercado inmobiliario continúa sin estabilizarse y contribuyendo negativamente al crecimiento, a la vez que el consumo se debilita progresivamente, como consecuencia del deterioro de la confianza del consumidor y del empeoramiento del mercado laboral. Aunque las autoridades monetarias y fiscales han tomado medidas rápidas para frenar la desaceleración, la situación sigue siendo difícil.

Por su parte, la desaceleración de la economía europea está siendo mucho más gradual y moderada, gracias a la fortaleza mostrada por la economía alemana, que se está viendo favorecida por la mayor diversificación de sus exportaciones, especialmente hacia Asia, que esta aguantando muy bien la desaceleración en EE.UU. Sin embargo, a la vista de que las tensiones financieras en Europa son similares a las de EE.UU.

y que algunos países miembros ya están haciendo frente a una desaceleración cíclica (especialmente España e Irlanda), cabe esperar que las actuales turbulencias, el deterioro de la economía estadounidense y una excesiva fortaleza del euro terminen impactando a la zona euro.

Ante esta difícil situación parece sorprendente que las economías emergentes no se hayan visto apenas afectadas en su crecimiento. De hecho, en anteriores ocasiones cuando el mundo desarrollado sufría una fuerte desaceleración, las economías emergentes solían sufrir aún más y, en algunos casos, podían acabar en una crisis financiera de tamaño considerable. En otras palabras, estas economías solían amplificar los ciclos de los países desarrollados. El motivo de dicha amplificación venía claramente por el canal financiero puesto que las restricciones de crédito en las economías emergentes eran tan importantes que cualquier aumento del coste de capital o reducción del acceso a la financiación externa les ponía en grave dificultad. Además, la denominación de pasivos en moneda fuerte aumentaba el riesgo asociado a una depreciación de la moneda local que solía ocurrir cuando el capital extranjero se retiraba de un determinado país.

La pregunta evidente es por qué el proceso ha de ser distinto en esta ocasión. La respuesta que ofrezco en este artículo es que las fortalezas de las economías emergentes son hoy mucho más evidentes que hace uno años, en parte gracias a las lecciones extraídas de las crisis anteriores. En la sección siguiente haré repaso de dichas fortalezas. Para ello me concentraré en dos regiones: Asia y América del Sur dada la importancia sistémica de la primera y la relevancia para la economía española de la segunda.

Una vez analizadas las fortalezas, me concentraré –en la sección tres– en las debilidades aún presentes en estas economías, o en algunas de ellas, lo que nos debería permitir identificar mejor los riesgos a futuro.

## 2. Por qué un impacto limitado de la crisis: fortalezas

Muchas cosas han cambiado en Asia Emergente y América del Sur desde sus últimas crisis y la mayoría a mejor.

En primer lugar, ambas regiones son mucho más ricas. De hecho, la renta per cápita (medida como capacidad de poder adquisitivo) se ha más que duplicado en Asia y aumentado un 60% en América del Sur (ver cuadro 1, fila 1)

Más allá de las ventajas generales derivadas de una mayor riqueza, otra muy importante es que sirve de base para una

mayor contribución de la demanda interna al crecimiento, especialmente en lo que se refiere al consumo privado que ha aumentado su aportación al crecimiento sustancialmente en ambas regiones, más aún en Asia (cuadro 1, fila 3).

Por otro lado, la inversión también ha aumentado sustancialmente su aportación al crecimiento en América del Sur (cuadro 1, fila 4), lo que ha permitido aumentar la ratio de inversión sobre PIB a niveles comparables a los de la OECD (cuadro 1, fila 5). Asimismo, en Asia la contribución de la inversión al crecimiento se ha recuperado después de una fuerte caída tras la crisis asiática. De la misma manera, la inversión como porcentaje del PIB casi ha alcanzado ya los niveles que tenía antes de la crisis, aunque es cierto que esta evolución tan favorable se debe en una parte sustancial a los enormes esfuerzos de inversión de China.

La fortaleza de la demanda interna es uno de los puntos clave para valorar la resistencia de estas economías a un *shock* externo como el actual. Más allá de la mayor aportación al crecimiento del consumo e inversión, sería importante valorar si su soporte continuaría ante un desplome de la demanda. Para ello, una pregunta clave es qué parte de la inversión externa va dirigida a la demanda externa y qué parte a la interna.

Aunque la pregunta es difícil de responder con las estadísticas de las que disponemos, una primera aproximación muestra que la inversión en infraestructuras es cada vez más importante, no sólo en China, sino en una buena parte de América Latina. El resto de Asia emergente también se ha embarcado recientemente en una mejora de sus infraestructuras (India es quizás el caso más evidente,

Cuadro 1

	América del Sur			Asia		
	Actual	2000	1995	Actual	2000	1995
Renta per cápita	11.420	8.185	7.253	9.980	5.932	4.580
Aportación demanda interna	7.1	2.8	5.3	8.9	7.3	10.5
Consumo	3.4	0.6	0.8	4.05	1.7	3.6
Inversión	2.3	-0.1	0.3	4.8	2.5	4.3
Ratio Inversión PIB	22.10	17.70	20.40	36.4	31	37.3

Fuente: BBVA a partir de FMI y fuentes nacionales.

Cuadro 2

	América del Sur			Asia		
	Actual	2000	1995	Actual	2000	1995
Saldo público/ PIB	0.1	-2.8	-4.4	1.08	-2.1	-1.2
Saldo cc./PIB	1.7	-1.7	-2.4	6.3	2.04	-1.98
Reservas/PIB	15.00	9.80	9.70	42	21.8	14.6*

\* No incluye Hong Kong en 1995.

aunque es un proceso bastante generalizado), que debería depender relativamente poco del ciclo exportador.

Otra fortaleza importante es la tendencia a superávit gemelos –en las cuentas externas y fiscales– que eran desconocidos hace pocos años en ambas regiones.

Comparando ambas regiones, América del Sur ha hecho un esfuerzo mayor en el ámbito fiscal (cuadro 2, fila 1) mientras que Asia lo ha hecho, aun en mayor medida, en el ámbito externo (cuadro 2, fila 2). Esto ha permitido una enorme acumulación de reservas internacionales, especialmente en Asia (cuadro 2, fila 3).

Más allá de la mejora en las cuentas externas, la estructura de los flujos de capital hacia las regiones emergentes también se ha vuelto más estable. Por un lado, la inversión directa extranjera ha ido aumentando en los últimos años hasta niveles del 3% del PIB, en media, en América

del Sur y de un 2% del PIB en Asia emergente. Además las remesas de los emigrantes se han disparado en los últimos años. Este es el caso claro de Filipinas, donde las remesas alcanzaron 16% del PIB en 2006 (gráfico 1) y de Vietnam (8% del PIB). En América del Sur, Colombia y Perú reciben 3% y 2% del PIB, respectivamente.

La mejora de las cuentas externas así como la mayor estabilidad de los flujos de capital hacia los países emergentes han permitido reducir la dependencia del capital extranjero. Con ello, se ha hecho mucho más difícil la amplificación del *shock* externo que están experimentando estas economías emergentes por el canal financiero.

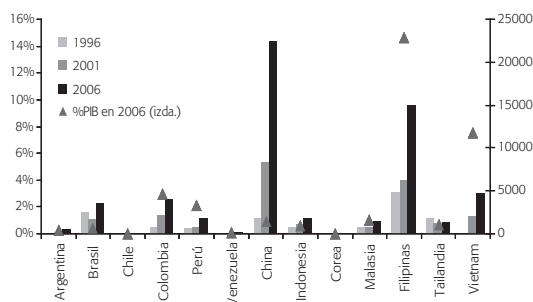
Otra fortaleza muy importante respecto al pasado es la reducción del endeudamiento en ambas regiones, tras el fuerte aumento que se produjo durante la segunda mitad de los noventa. Ese empeoramiento se debió no sólo al mayor gasto fiscal sino también a la depreciación de las monedas locales que llevó a un fuerte aumento de la deuda en dólares (cuadro 3). En ambas regiones, la reciente reducción del endeudamiento es más evidente en la deuda externa y, en menor medida, en la deuda pública.

El endeudamiento del sector corporativo es muy moderado en América del Sur, con la excepción de Chile. En Asia, el endeudamiento de empresas se ha desacelerado, excepto en Corea. Las familias, por su parte, han aumentado sustancialmente en los últimos años su endeudamiento respecto a su renta disponible, aunque los niveles son aún muy moderados cuando se les compara con las economías desarrolladas. Un caso preocupante, de nuevo, es el de Corea que es también el que está teniendo más problemas en la actual crisis. De hecho, el fuerte endeudamiento en moneda extranjera está llevando al won a una fuerte depreciación.

Otra fortaleza importante es que la distribución geográfica de las exportaciones de América del Sur y Asia emergente se ha equilibrado más. Como muestran los gráficos 2 y 3, América del Sur y Asia Emergente son mucho menos dependientes de las importaciones de EE.UU. En el caso de América del Sur, las exportaciones se están concentrando cada vez más en Asia y también dentro de la propia región. El fuerte aumento de exportaciones a Asia se explica por la fuerte demanda de materias primas en esa región. En el caso de Asia, el cambio en el patrón geográfico de las exportaciones se explica en buena medida por la llamada “cadena de producción asiática” por la que varios países asiáticos se involucran en la producción de un solo bien aumentado sustancialmente los intercambios comerciales entre dichos países. La pregunta clave, en este caso, es cuanto de la demanda final se encuentra aún en occidente.

Gráfico 1

Remesas (millones USD)



Fuente: Banco Mundial.

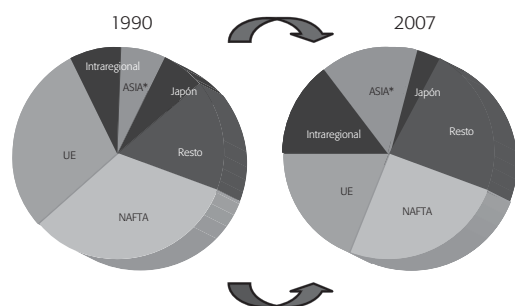
Cuadro 3

	América del Sur			Asia		
	Actual	2000	1995	Actual	2000	1995
Ratio deuda pública/PIB	37.3	40.4	30.4	37	40.1	30
Deuda externa/PIB	21.4	35.5	27.2	17.4	29.3	30.9
Servicio Deuda externa/PIB	3.3	7.6	3.8	1.9	4.1	3.5
Deuda externa denominada en USD sobre externa denominada en moneda extranjera	75.21	74.10	74.24	71.1	72.2	64.8

Fuente: BBVA a partir de fuentes nacionales.

Gráfico 2

### DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EXPORTACIONES DE AMÉRICA DEL SUR



\* Bangladesh, Bhutan, Cambodia, China, Fiji, India, Indonesia, Kiribati, Lao People's Democratic Republic, Malaysia, Maldives, Myanmar, Nepal, Pakistan, Papua New Guinea, Philippines, Samoa, Solomon Islands, Sri Lanka, Thailand, Tonga, Vanuatu, Vietnam.

Fuente: DOTS y BBVA.

Por último, una fortaleza importante es el mayor tamaño alcanzado por el sector financiero en ambas regiones. El mercado bursátil cada vez está adquiriendo mayor dimensión y no a costa del sector bancario puesto que el crédito bancario como porcentaje del PIB sigue aumentando año tras año (gráficos 4-7). El tamaño del sector financiero en su conjunto es especialmente grande en Asia puesto que se equipara en muchos casos con los países industrializados.

El mayor peso del sector financiero es otra de las maneras de reducir la dependencia del capital extranjero en la medida en la que el ahorro interno se pueda intermediar de manera eficiente para financiar inversión productiva.

Gráfico 3

### DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EXPORTACIONES DE ASIA EMERGENTE

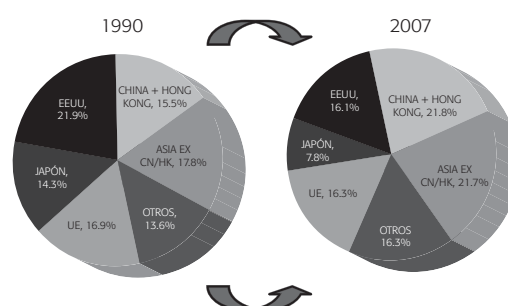
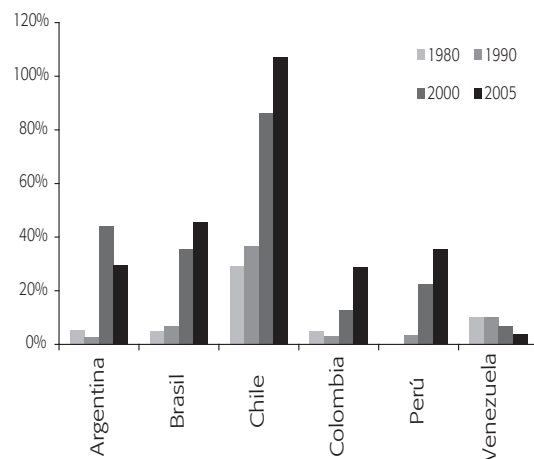


Gráfico 4

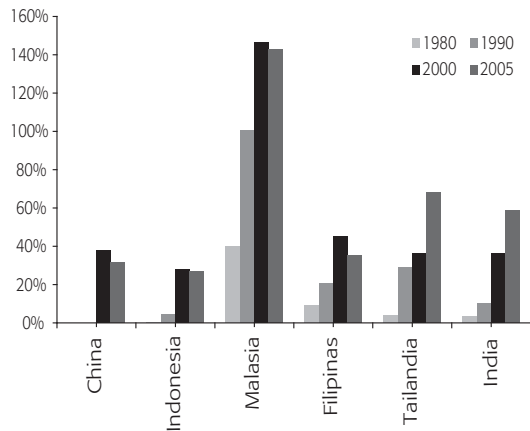
### CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL (% DEL PIB)



Fuente: WB

Gráfico 5

**CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL (% DEL PIB)**



Fuente: WB

Gráfico 7

**ASIA: CRÉDITO BANCARIO**

En porcentaje del PIB

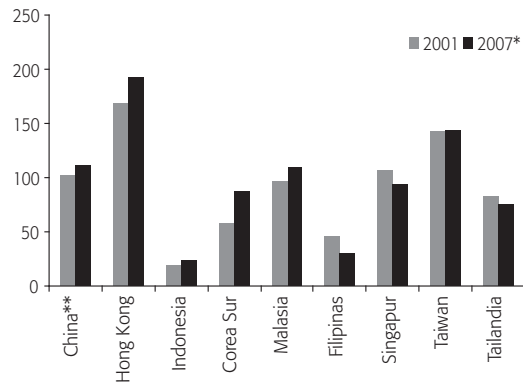
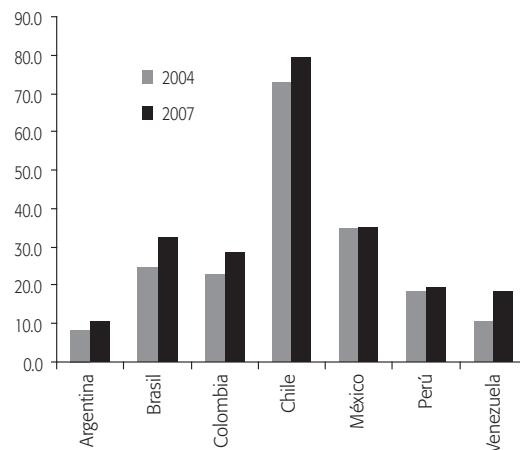


Gráfico 6

**AMÉRICA DEL SUR: CRÉDITO BANCARIO**

En porcentaje del PIB



Además, el ahorro interno debería ser menos volátil que los capitales extranjeros.

Finalmente, la solvencia del sistema bancario también ha aumentado en ambas regiones tras la crisis que en algunos casos se originó en el sistema bancario o bien lo arrasó. En cualquier caso, la mejora es mucho más evidente en América Latina que en Asia, como se refleja claramente en las tasas de mora en los principales países (gráfico 8). Los motivos de esta diferencia tan marcada pueden ser varios: desde la calidad de la regulación y supervisión al papel que

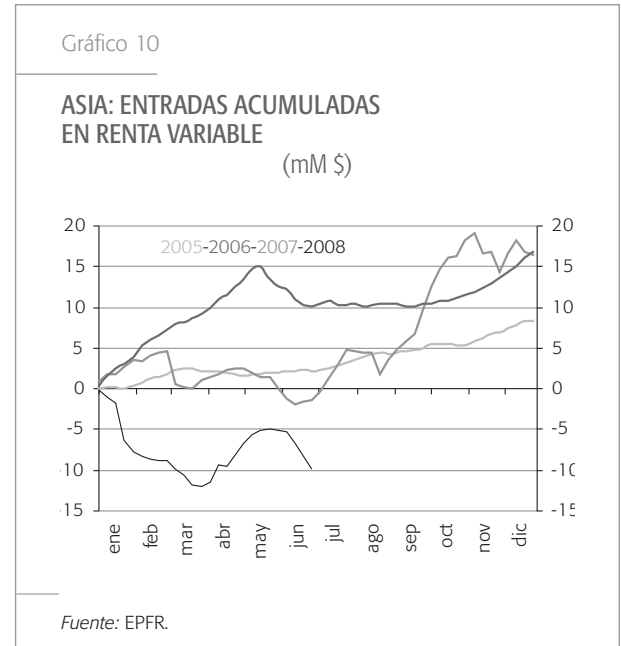
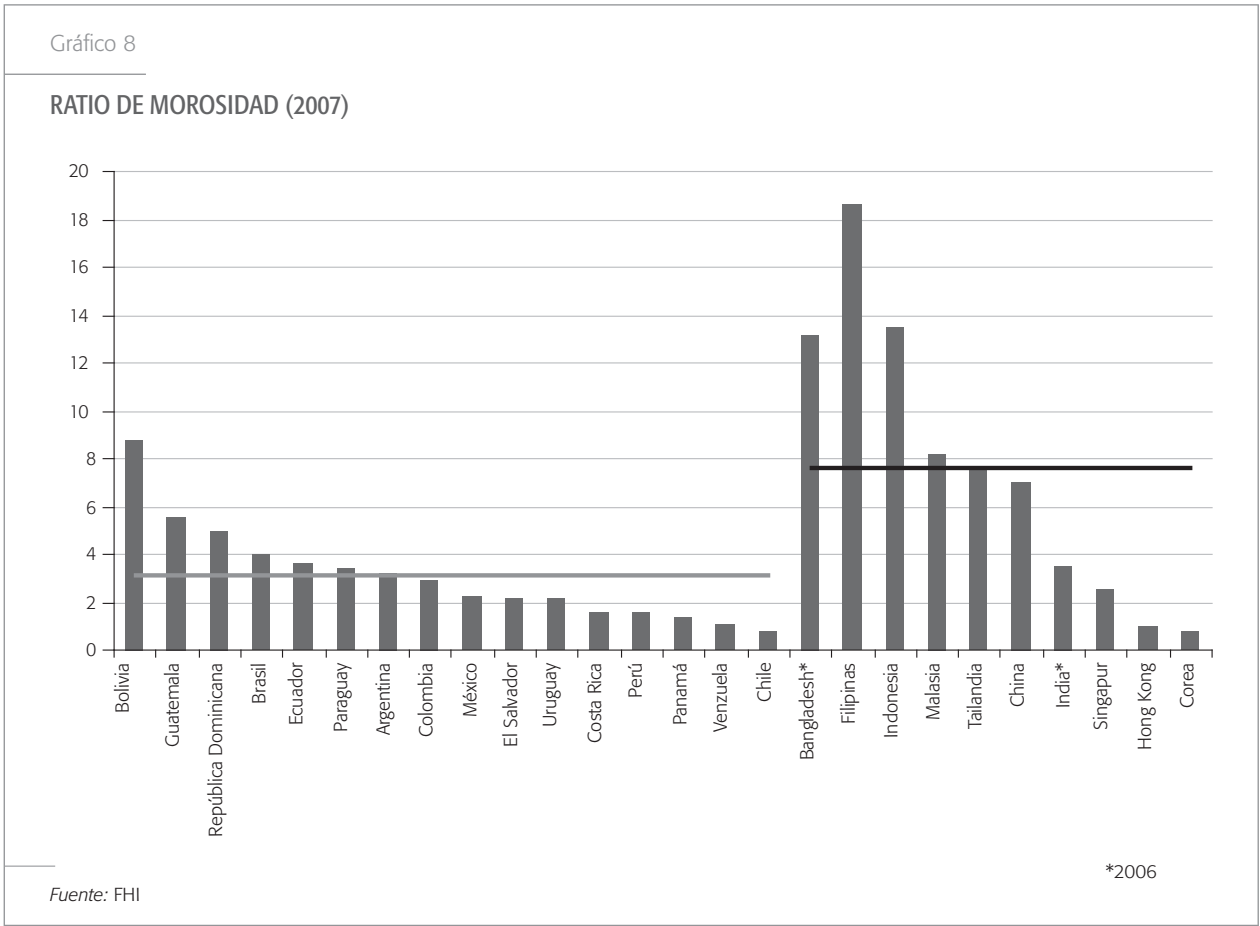
han podido jugar los bancos extranjeros –mucho más presentes en América Latina que en Asia– en mejorar las prácticas bancarias y la gestión del riesgo.

### 3. Debilidades que persisten

Aunque las fortalezas que han acumulado las economías emergentes son sin duda importantes, existen aun debilidades que las exponen a algunos riesgos en un entorno internacional desfavorable como el actual. Algunos riesgos atañen a ambas regiones y otros no.

Entre los primeros, cabe destacar la posibilidad de un cambio en el sentimiento del inversor que vuelva a percibir el universo emergente como muy arriesgado. Dada la elevada aversión al riesgo que reina en los mercados actualmente, esto podría llevar a importantes salidas de capital de estos países. En cualquier caso, y si nos atenemos a la entrada de flujos de cartera en el mercado bursátil, para los que hay datos más recientes, el riesgo de dichas salidas de flujos parece ser mucho menor en América Latina (ver gráficos 9 y 10).

Otra debilidad común a ambas regiones es el rápido aumento de la inflación en los últimos meses. En Asia, la situación parece más controlada en la medida que son fundamentalmente la energía y los alimentos los que han empujado el índice general de precios al consumo al alza (gráfico 11). En América Latina, en cambio, la inflación subyacente alcanza niveles similares a la inflación general (gráfico 12). Lógicamente una parte de la explicación es la

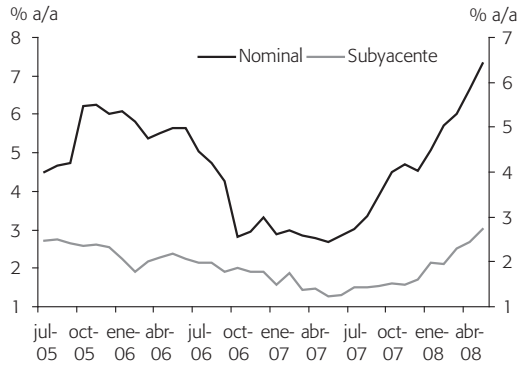


especial situación de Argentina y Venezuela por los cuellos de botella en la oferta y las negociaciones salariales. En cualquier caso, aún excluyendo a estos países, la inflación

subyacente sigue siendo mucho más cercana a la general en América Latina con lo que conlleva en términos de permanencia del *shock*.

Gráfico 11

ASIA-6\*: IPC NOMINAL VS. SUBYACENTE



Ponderado por PIB nominal 2000. Subyacente: Indonesia, Tailandia, Filipinas, Corea, Taiwan, India (WPI excombustible y prod. Básicos) y China (IPC ex-alimentos).

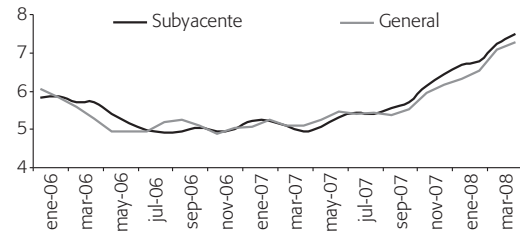
Finalmente, existe una debilidad importante para la región latinoamericana: la fuerte dependencia de las exportaciones de materias primas, que –paradójicamente– es la que ha permitido acumular hasta ahora superávit por cuenta corriente en muchos países. Los precios actuales son tan elevados que parece difícil pensar que se puedan mantener en un futuro, aunque también existan motivos estructurales –fundamentalmente la continuidad del crecimiento de China e India – para pensar que tampoco deberían desmoronarse.

#### 4. En conclusión

La crisis en los mercados financieros internacionales y la desaceleración en las principales economías, especialmente EE.UU., sin duda afectarán a las economías emergentes, como no podría ser de otro modo en un mundo globalizado. La novedad es que estas muy probablemente

Gráfico 12

AMÉRICA DEL SUR: INFLACIÓN GENERAL VS. SUBYACENTE (A/A)



Fuente: Datastream.

no amplificarán el impacto de ese *shock* negativo como ha venido ocurriendo en episodios pasados.

El motivo de este cambio estructural es que estos países han acumulado fortalezas importantes desde las últimas crisis que deberían protegerles de círculos viciosos como los experimentados con anterioridad. Dichas fortalezas estriban fundamentalmente en (i) una menor dependencia del capital externo gracias al menor endeudamiento y al superávit fiscal y exterior; (ii) la mayor diversificación geográfica de las exportaciones; y (iii) un sistema financiero mayor y más robusto.

Aunque las perspectivas son relativamente halagüeñas, no hay que olvidar que estas economías siguen teniendo problemas no resueltos. Quizás el más evidente sea la excesiva dependencia de las materias primas en el caso de América Latina. Por último, las presiones inflacionistas recientes son también motivo de preocupación, especialmente si no se consigue atajar el traslado del aumento de los precios de materia primas al resto de componentes del IPC.