

Resumen

La actual crisis financiera internacional adquirió una dimensión global, extendiéndose de forma rápida a las economías emergentes, las cuales, pese a su relativo asilamiento de los mercados desarrollados, se han visto afectadas de forma diferencialmente favorable por ella. Este artículo revisa el posicionamiento de los países emergentes ante una crisis financiera internacional sin precedentes, así como también el impacto de ésta sobre dichos países. Del análisis de las variables financieras y de la información referente a la economía real de las economías emergentes, así como del estudio de las perspectivas a corto y medio plazo, puede deducirse que, mientras las economías occidentales se están viendo seriamente afectadas por la crisis, las emergentes obtienen mayor peso a escala internacional.

Palabras clave: crisis financiera internacional, economías emergentes, mercados desarrollados.

Abstract

The present international financial crisis acquired global dimension extending swiftly to the emergent economies, which despite their isolation from the developed markets, have been affected in a differentially favorable way. This article reviews the positioning of emergent countries as regards a financial crisis without precedents, as well as its impact on them. From the analysis of financial variables and real economy information from emergent economies, as well as the study of short and mid-term perspectives, it can be deduced that, while occidental economies are being seriously affected by the crisis, emergent ones obtain more weight at the international level.

Key words: international financial crisis, emergent economies, developed markets.

JEL classification: G00, G15.

EFFECTOS Y LECCIONES DE LA CRISIS CREDITICIA PARA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Alicia GARCÍA HERRERO
Sonsoles CASTILLO DELGADO

Servicio de Estudios BBVA

I. INTRODUCCIÓN

CON el colapso de Lehman Brothers, la crisis financiera internacional terminó adquiriendo una dimensión global, y el pánico financiero que generó se extendió a las economías emergentes de manera inmediata, a pesar de que, hasta ese momento, se habían mantenido prácticamente aisladas de los problemas de los mercados desarrollados.

El contagio, por tanto, terminó produciéndose en el momento en que la crisis entró en la fase más severa. Aunque empezó afectando a las variables financieras, se trasladó a la economía real rápidamente a través de un parón en el comercio internacional y un desplome de la confianza de empresas y consumidores.

La globalización financiera ha favorecido la transmisión de las tensiones financieras de los mercados desarrollados hacia los emergentes, incluso cuando la exposición de estos a activos tóxicos era muy limitada. Así, los mercados de renta variable y de renta fija experimentaron serias correcciones, las primas de riesgo país repuntaron y los tipos de cambio de las divisas emergentes sufrieron presiones depreciatorias importantes como resultado de la huida de los inversores hacia los denominados activos refugio. También las materias primas reforzaron su caída con el *shock*. La escasez de liquidez en los mercados internacionales se hizo evidente en

los mercados emergentes por la escasez de dólares, provocando problemas de financiación. En definitiva, la hasta entonces abundante liquidez en los mercados desapareció, distorsionando el funcionamiento de los mercados.

Más importante que el canal financiero, en esta crisis el impacto más negativo se ha producido, sin lugar a dudas, en el canal real. El desplome de la demanda mundial y el colapso del comercio mundial en el último trimestre de 2008 fueron de una magnitud sin precedentes desde la Gran Depresión. Con el hundimiento del consumidor americano y, en menor medida, también el europeo, las economías más abiertas y dependientes de las ventas en el exterior (fundamentalmente las asiáticas) ajustaron su ritmo de crecimiento. Asociado a ello, y en paralelo, los precios de las materias primas cayeron drásticamente por la combinación de una menor demanda y el fin de la especulación que se había producido en los meses inmediatamente anteriores, en los que los precios de las materias primas alcanzaron máximos históricos. Obviamente, este canal operó de forma especialmente negativa para las economías exportadoras de materias primas, fundamentalmente América Latina y los países del Golfo.

El canal puramente crediticio no ha operado en las economías emergentes con la misma virulencia que en el mundo desarrollado, ni tam-

poco como en episodios de crisis anteriores. Las razones para ello hay que buscarlas en varios frentes. Así, muchas de estas economías, especialmente las asiáticas y de América Latina, han pasado no hace tanto sus propias crisis bancarias, que posteriormente han dado lugar a reformas tendentes a fortalecer sus sistemas financieros. Además, es también claro que el grado de desarrollo financiero de estas economías es, en promedio, bajo si se compara con el mundo desarrollado. Tampoco es comparable el apalancamiento financiero de estas economías con la de los países desarrollados. De hecho, el mundo emergente ha transitado en los últimos años hacia una situación de reducción del endeudamiento del sector público, y el del sector privado, aunque ha aumentado, no se sitúa en niveles preocupantes. Finalmente, la intervención del sector público en la provisión de crédito ha jugado un papel muy destacado, especialmente en algunas de las economías emergentes más importantes

Aunque puede resultar todavía prematuro evaluar el verdadero impacto de la crisis financiera internacional en las economías emergentes —no en vano apenas si se están comenzando a vislumbrar los primeros indicios de que la economía mundial habría tocado fondo, y el balance de riesgos sigue estando a la baja—, sí es cierto que, tras dos años de crisis, se puede hacer un primer balance y extraer algunas lecciones para estas economías. Ninguna de ellas ha sido inmune a esta crisis, pero, mirando hacia adelante, en este artículo se defiende la tesis de que cuanto mejor preparadas estuvieran las economías, mayor habrá sido el margen para gestionar la crisis y menor será su impacto.

La gran pregunta que se plantea aquí es por qué las economías

emergentes se han visto afectadas de forma diferencialmente favorable por esta crisis y qué cabe esperar en los próximos años en cuanto a su contribución al crecimiento mundial. ¿Serán capaces de compensar el bajo crecimiento un mundo desarrollado que afronta un proceso de desapalancamiento? Para dar respuesta a estas preguntas, este artículo se estructura de la siguiente manera. En primer lugar, se establece un marco que permite evaluar la posición de partida de las economías emergentes antes de la crisis, esto es, su grado de vulnerabilidad. En segundo lugar, se evalúa el impacto de la crisis en las economías emergentes, tanto en lo relativo a las variables financieras como a la economía real. En tercer lugar, se analiza el margen de maniobra con el que han contado las distintas economías para gestionar la crisis y amortiguar su impacto. Y, por último, se presentan las perspectivas y los riesgos para las economías emergentes en un horizonte de corto y medio plazo no sólo en términos de crecimiento, sino también del papel que pueden jugar en el nuevo entorno internacional que emergerá tras esta crisis.

II. POSICIÓN DE PARTIDA DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES ANTE LA CRISIS: MAPA DE RIESGOS

El último ciclo expansivo, hasta el desencadenamiento de la crisis, estuvo dominado por un notable dinamismo de las economías emergentes. En esos años, el entorno externo, caracterizado por unos tipos de interés internacionales en niveles muy bajos, abundante liquidez en los mercados, apetito por el riesgo y un *boom* del comercio sin precedentes, fue especialmente favorable para los

mercados emergentes. Así, la tasa de crecimiento promedio en los cinco años previos a la crisis superó el 7 por 100, casi triplicando el registrado por las economías avanzadas.

Las condiciones externas favorables han sido comunes a todos los emergentes, pero no así el modelo de crecimiento subyacente. Así, el *boom* económico ha venido aparejado en algunos de estos países a la acumulación de fuertes desequilibrios macroeconómicos, como resultado de modelos de crecimiento, basados en liquidez y crédito abundantes, que han soportado elevados niveles de gasto y creciente endeudamiento.

En este sentido, se pueden identificar de forma rápida varios indicadores para aproximar el grado de vulnerabilidad/fortaleza de las distintas economías emergentes.

Por un lado, estarían los desequilibrios externos y fiscales, ya que conllevan necesidades de financiación en buena parte de los casos externa, aunque el desarrollo de los mercados internos de bonos ha permitido reducir dicha dependencia. En los años previos a la crisis, algunas economías emergentes, la mayoría de ellas ubicadas en el Este de Europa, han profundizado en la acumulación de desequilibrios (déficits gemelos) a pesar de los años de bonanza económica. Mientras tanto, buena parte de los países asiáticos y de América Latina han hecho compatible la expansión con una mejora de sus fundamentales.

En Europa del Este, la acumulación del déficit ha dado lugar a un elevado nivel de endeudamiento con el exterior que, de nuevo, enfrenta a muchos de estos países a vencimientos de deuda difíciles de renovar en un contexto en el que la liquidez no fluye en los mer-

cados y la aversión al riesgo se dispara. Más concretamente, al inicio de la crisis Europa del Este presentaba un nivel de deuda externa cercano al 40 por 100 del PIB, duplicando prácticamente los niveles de Asia y América Latina. Igualmente, los déficits externos en la región superaban, en media, el 7 por 100 del PIB, frente a superávits primarios en Asia y déficits mucho más exigüos, o incluso superávits en algunos de los países de América Latina. Por último, los vencimientos de deuda a corto plazo en Europa del Este superaban en más del 60 por 100 el nivel de reservas, mientras en América Latina, y sobre todo en Asia, las reservas más que cubren los vencimientos de deuda a corto plazo.

Basado en estos indicadores, construimos un indicador de vulnerabilidad externa (gráfico 1) que permite hacer una primera valoración cuantitativa de las fortalezas relativas de cada región emergente (1). A partir de este primer indicador, se comprueba que el

grado de vulnerabilidad de las economías emergentes se sitúa en rangos relativamente acotados, si bien hay una fuerte heterogeneidad por regiones. Resulta interesante, especialmente si se tiene en cuenta la historia plagada de crisis de América Latina, que esta sea la región que presenta menor riesgo, fundamentalmente por su bajo nivel de endeudamiento, frente a los países de Europa del Este, donde la combinación de alto endeudamiento y, sobre todo, fuertes desequilibrios externos y fiscales se traduce en un mayor nivel de riesgo (gráfico 2).

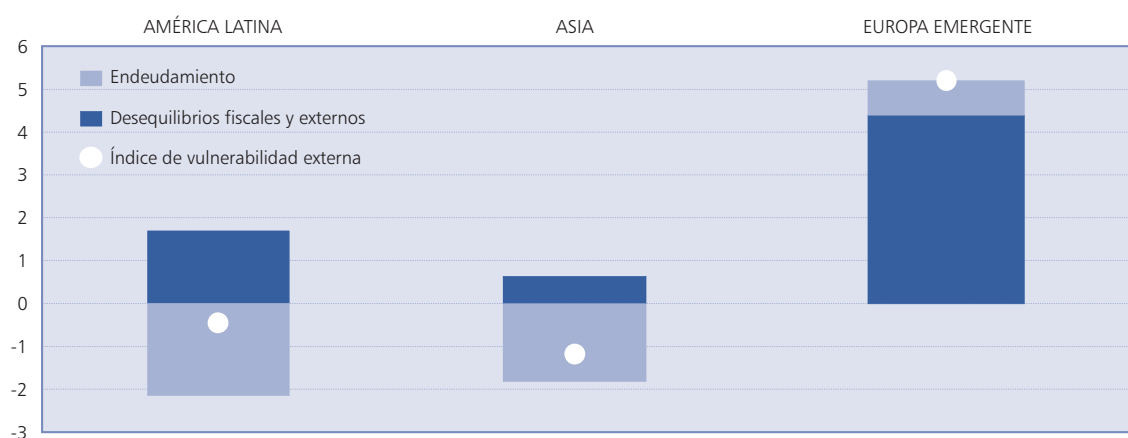
Junto a los desequilibrios macroeconómicos, el carácter financiero de la crisis actual justifica sobradamente poner un foco en otro tipo de factores: los estrictamente vinculados al crédito y al sistema bancario. En este punto, conviene recordar que las crisis económicas sufridas por las economías emergentes en el pasado se han visto en muchos casos amplificadas por las debilidades

de sus sistemas financieros (marcos regulatorios laxos o inexistentes, malas prácticas bancarias).

En este sentido, cabe decir que, por un lado, el punto de partida para muchos de estos países ha mejorado sustancialmente respecto al pasado. Se han producido numerosas y profundas reformas en los sistemas, propiciadas por profundas crisis bancarias, en muchas de las economías emergentes con mayor peso en la esfera internacional, desde el ámbito puramente de reestructuración financiera (casos más llamativos, como los de China y Turquía) hasta la mejora de los sistemas de regulación y supervisión bancaria (muchos de los países de América Latina han hecho avances muy notables en este terreno para situarse muy cerca de los estándares internacionales).

Por otro lado, hay que considerar que en estas economías el grado de profundización financiera y de bancarización no alcanza

GRÁFICO 1
ÍNDICE DE VULNERABILIDAD EXTERNA BBVA

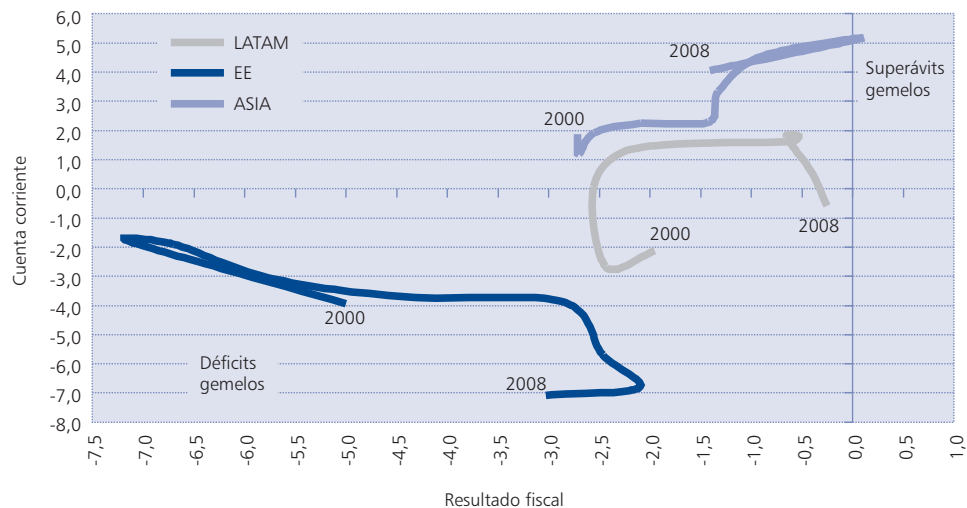


Nota: **Índice de vulnerabilidad externa BBVA** incluye: 1) **Endeudamiento**, a) Deuda como porcentaje del PIB, b) Crecimiento de la deuda y c) Deuda a corto plazo como porcentaje de las reservas, 2) **Desequilibrios fiscales y externos**, a) Cuenta corriente como porcentaje del PIB, b) Saldo fiscal como porcentaje del PIB y c) Crecimiento de las exportaciones. Última actualización Dic-08.

El rango del índice se encuentra entre -10 y 10, mayores valores reflejan mayor vulnerabilidad.

Fuentes: IMF, BIS, IFS y BBVA.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE Y RESULTADO FISCAL 2000-2010
(En porcentajes del PIB)



Fuentes: WEO, IIF, BBVA. LATAM 7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México y Venezuela. EE: Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria, Rumania, Turquía, Ucrania. ASIA: China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Filipinas, Singapur, Taiwan, Tailandia.

los niveles de las economías desarrolladas (2), y que la exposición a activos tóxicos ha sido muy modesta. Esto se ha traducido en que, en términos agregados, los sistemas bancarios de las economías emergentes han presentado un menor nivel de riesgo.

Sin embargo, todo ello no significa que no exista la probabilidad de que los sistemas bancarios y el crédito en estas economías presenten riesgos latentes que eventualmente pudieran generar problemas.

A continuación, se plantean algunas características asociadas al sistema bancario y a la propia dinámica de crecimiento del crédito que permiten identificar el mayor o menor grado de vulnerabilidad de los sistemas financieros.

En los años previos a la crisis, un crecimiento intenso (excesivo) del crédito ha estado asociado a un mayor nivel de endeudamiento

de los agentes y a un mayor riesgo para la banca ante un cambio brusco de ciclo. La evolución del crédito en los años recientes ha venido indudablemente condicionada por el propio ciclo económico, que favorece la demanda de crédito; por unas condiciones de financiación muy favorables; el proceso de globalización financiera, que se ha traducido en una abundante liquidez internacional favoreciendo los flujos bancarios transfronterizos, y, en el caso concreto de las economías emergentes, por el propio proceso de convergencia hacia estándares más cercanos a los de los países desarrollados. Así, el impulso del proceso de bancarización, medido por ejemplo a través de la ratio de crédito sobre PIB, ha sido una constante en muchas de estas economías en los años recientes. Y ello ha ido en muchos casos en consonancia con el propio aumento de la renta per cápita de estos países, una mejora en la calidad del marco institucional y la reducción

del grado de informalidad en las economías. Como resultado del alineamiento de estas tres fuerzas —convergencia, ciclo económico expansivo y elevada liquidez mundial—, se ha observado en los últimos años un rápido crecimiento del crédito, aunque con notables diferencias dentro del mundo emergente, mucho más dinámico en el Este de Europa que en América Latina y que en Asia. En los países europeos, el proceso de integración en la Unión Europea y las perspectivas de acceso a la zona del euro son razones adicionales por las que el crédito ha crecido aún más rápidamente que en el resto de áreas.

Para evaluar si el crecimiento del crédito descrito es sostenible, es importante analizar el fondo del mismo; en concreto, si detrás de dicho crecimiento hay una amplia base de depósitos o si hay una elevada dependencia de financiación externa. Frente a ésta segunda opción, aquellos sistemas cuya finan-

ciación del crédito descansa fundamentalmente en una amplia base de depósitos han demostrado ser más estables que la financiación internacional (García Herrero y Martínez-Pería, 2007), lo cual es especialmente cierto durante una crisis internacional de liquidez como la que hemos experimentado.

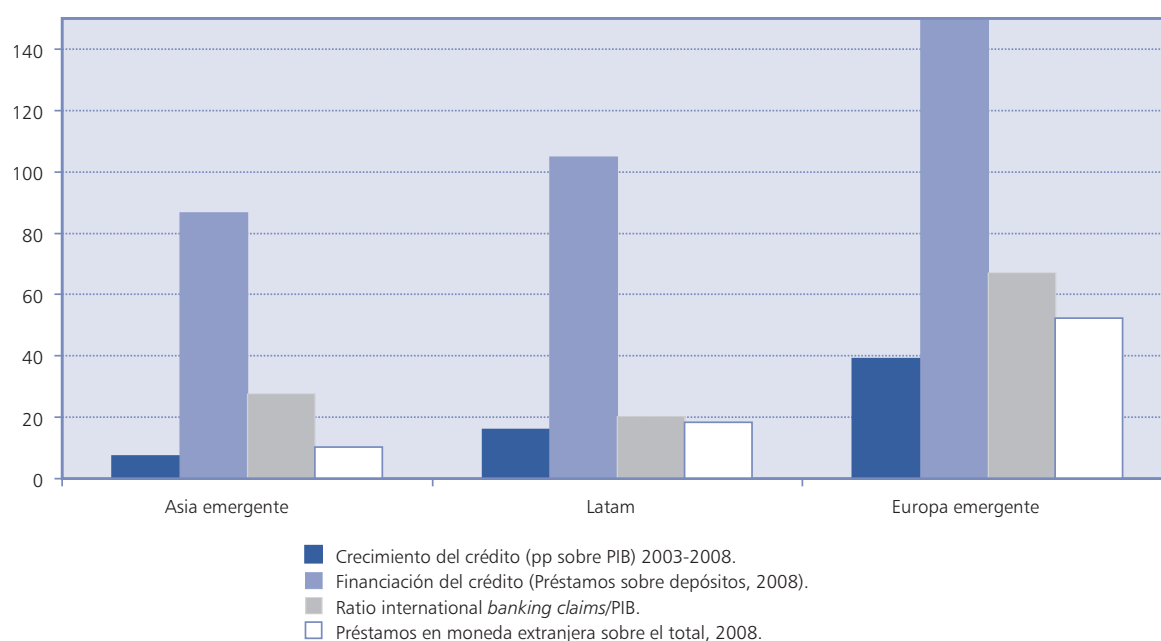
En este sentido, el porcentaje de créditos financiados por depósitos varía mucho entre zonas emergentes. La peor parada sigue siendo la Europa emergente, mientras que en América Latina se ha consolidado en la última década una menor dependencia de los préstamos transfronterizos, al tiempo que se ha profundizado en la financiación local no solo de la banca local, sino también de la banca extranjera que opera en la región de manera estable. En el caso de la Europa emergente, el peso de la banca extranjera, en su mayoría euro-

pea, es muy elevado (en promedio, con un 70 por 100 de los activos locales, y en algunos casos concretos alcanzando el 90 por 100). Dichos bancos han seguido un modelo de negocio diferente al depender casi exclusivamente para su financiación de la matriz. En un contexto en el que prima la preferencia por la liquidez y el desapalancamiento, es claro que éste es un factor clave. Los problemas de solvencia de los bancos de las economías desarrolladas (europeos, en este caso) pueden trasladarse a los sistemas bancarios de los países emergentes (del Este de Europa, en este caso). De ahí que en los momentos más críticos se impulsaran, por parte de los propios bancos privados y con el respaldo de las instituciones europeas, acciones coordinadas (básicamente declaraciones de intenciones) para reafirmar el compromiso de las matrices de seguir apoyando la financiación de las filiales (3).

El tercer elemento tiene que ver con lo que se ha dado en denominar efecto hoja de balance, derivado del descalce moneda. Las experiencias históricas aquí son numerosas y revelan que, en situaciones de crisis en las que las divisas suelen experimentar intensas presiones depreciatorias, un porcentaje elevado de créditos denominados en moneda fuerte puede propiciar problemas muy serios en el sistema bancario. La intensidad y la duración de la actual crisis ha revelado que los problemas derivados de las depreciaciones cambiarias pueden alcanzar una dimensión muy preocupante, y no exclusivamente para el sistema bancario, sino también para otros agentes, como han sido grandes empresas multinacionales latinoamericanas que han enfrentado cuantiosas pérdidas por no tener cubiertas posiciones de depreciación fuertes de sus divisas. En el ámbito puramente ban-

GRÁFICO 3

INDICADORES DE VULNERABILIDAD: ASIA, LATAM Y EUROPA EMERGENTE



cario, los problemas derivados del ajuste de las divisas podrían cobrar un alcance importante en países como Letonia, Estonia, Bulgaria, Lituania y Hungría donde una parte muy significativa del *stock* de crédito está denominado en divisa fuerte (euro o franco suizo, que han experimentado una notable apreciación frente a las divisas flotantes de Europa del Este). El problema puede ser mucho más grave en países con tipo de cambio fijo y donde las tensiones cambiarias pueden propiciar una devaluación de la divisa, con el

consiguiente efecto sobre el endeudamiento de los tomadores de créditos en moneda extranjera y el deterioro de la calidad de los activos del sistema bancario (4).

En definitiva, los elementos previamente mencionados señalan que subyacen elementos diferenciales importantes entre las economías emergentes. Y se podría decir que las características que han acompañado al crecimiento del crédito en algunas de ellas, han generado dinámicas no sostenibles y, por tanto, escenarios adversos no

se pueden descartar en el corto o medio plazo (gráfico 3).

El mapa que se presenta en el gráfico 4, elaborado hace ahora un año, cuando se hizo más evidente que la crisis financiera internacional terminaría teniendo impacto en el mundo emergente, permite visualizar de forma muy gráfica el posicionamiento de una vasta representación de países emergentes ante dicha crisis. Ya por entonces, las alertas parecían estar encendidas para muchos países a tenor de sus fundamentales, de las caracte-

GRÁFICO 4

MAPA DE RIESGO DE INDICADORES MACROECONÓMICOS Y FINANCIEROS EN UNA SELECCIÓN DE ECONOMÍAS EMERGENTES



Notas: (1) Cuenta Corriente de 2008.

(2) Deuda a corto plazo + déficit por cuenta corriente como porcentaje de las reservas (2008).

(3) Posición externa neta vis-a-vis bancos que reportan al BIS (tabla 6A) como porcentaje del PIB. Diciembre 2008.

(4) Promedio del crecimiento del crédito real 2004-2008.

(5) Datos final de 2008.

(6) Ratio de préstamos en moneda extranjera sobre el total de préstamos. Datos marzo de 2009.

(7) A+L como porcentaje del PIB. BIS diciembre de 2008.

(8) Deuda externa como porcentaje del PIB 2008.

rísticas que estaban rodeando el último ciclo expansivo y del propio sistema financiero.

III. EL IMPACTO DE LA CRISIS EN EL MUNDO EMERGENTE

Ante una crisis financiera sin precedentes, las economías emergentes no se han mantenido inmunes. La combinación de choques externos (financiero y real) ha sido de una magnitud y duración que hacían prácticamente imposible mantener a la región al margen (gráfico 5). Con todo, esto es lo que ocurrió en la primera fase de la crisis, es decir, durante el primer año. Así, entre verano de 2007 y septiembre de 2008, las economías emergentes se mantuvieron prácticamente aisladas del deterioro de las condiciones financieras en los mercados desarrollados. Las primas de riesgo país, aunque repuntaron, lo hicieron en una magnitud muy moderada, y los capitales siguieron fluyendo hacia estos países alentados por unas perspectivas de crecimiento que se mantenían prácticamente inal-

teradas, e incluso en algunos casos se vieron mejoradas, frente al continuado deterioro en las economías industrializadas. En esta primera fase, dos elementos jugaron a favor de la sostenibilidad de un entorno favorable para estas economías. Primero, la exposición de los sistemas financieros, en general, y bancarios en particular a los activos tóxicos era muy acotada. Y, segundo, las condiciones de funcionamiento de los mercados financieros apenas se vieron alteradas, a diferencia del fuerte tensionamiento en los mercados desarrollados.

En una segunda etapa, a partir de la quiebra de Lehman Brothers, se empieza a gestar un círculo vicioso en los mercados estadounidense y europeo entre las pérdidas bancarias y la restricción financiera que termina propiciando el cierre total de algunos mercados (titulización) y el mal funcionamiento de otros (interbancario).

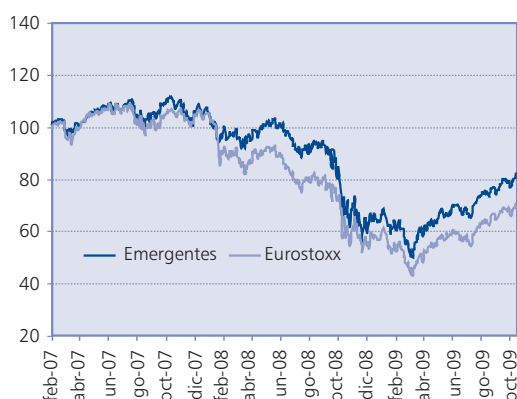
El deterioro para el mundo emergente se hizo muy evidente en el último trimestre de 2008 por varias vías. Primero y fundamental, la aversión al riesgo, medida

a través de distintos indicadores como la volatilidad de los índices bursátiles, se disparó a niveles nunca vistos tras la quiebra de Lehman Brothers, y ante la percepción de que el sistema financiero afrontaba una crisis sistémica que podría arrastrar a la economía mundial a una recesión económica sin precedentes. En este contexto de máximo estrés, los inversores optan por redireccionar los capitales hacia activos refugio, provocando una sequía de capitales en el mundo emergente y las tensiones de los mercados desarrollados se trasladan a los mercados emergentes, donde se produce una escasez de dólares e incluso el cierre de las líneas de crédito con el exterior. Un indicador sintético de tensionamiento financiero construido a partir de la evolución de las principales variables financieras en los mercados emergentes así lo avala (5). A partir de este indicador (gráfico 6) se comprueba que, en general, estos países han afrontado en la crisis actual un grado de estrés comparable incluso al episodio de la crisis asiática de finales de los años noventa (gráfico 7).

A pesar del fuerte impacto inicial cabe mencionar dos aspectos importantes. Por un lado, un elemento diferencial de esta crisis frente a otros episodios es que el deterioro de sus variables financieras ha sido menor, y no mayor, que el observado para las economías desarrolladas. El indicador para el mundo desarrollado se ha multiplicado prácticamente por siete en relación con el episodio de máxima tensión en la última década, mientras que para el mundo emergente este indicador apenas habría superado los máximos alcanzados en la crisis asiática.

Es más, este hecho lleva a plantearse la pregunta de si las economías emergentes están ahora

GRÁFICO 5
ÍNDICES BURSÁTILES: EMERGENTES VS. EUROSTOXX
ENERO 2007=100



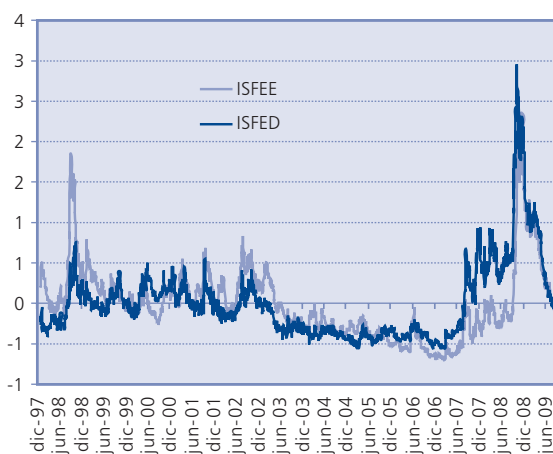
Fuentes: DataStream y Bloomberg.

GRÁFICO 6
ÍNDICE DE RIESGO EN EMERGENTES VS. GLOBAL
ENERO 2007=100



Fuente: DataStream.

GRÁFICO 7
INDICADORES DE ESTRÉS FINANCIERO BBVA



Fuentes: Bloomberg, Datastream y BBVA.

menos ligadas a lo que pase en los mercados internacionales. Algunos ejercicios econométricos han permitido constatar la existencia de un cambio estructural en la relación entre el índice de estrés global y el de emergentes en los años recientes, a partir de 2003 (6). Esto es, la evidencia empírica apoya la hipótesis de que las variables financieras de los paí-

ses emergentes han experimentado un progresivo proceso de desacoplamiento respecto a los factores financieros globales, reduciendo por tanto su vulnerabilidad ante choques externos.

Por otro lado se aprecia que el choque puramente financiero ha tenido un carácter transitorio. El indicador de estrés ha recupera-

do los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers y también se ha producido en general una reversión de los flujos de capitales hacia las economías emergentes (América Latina es un caso muy claro).

Junto al deterioro de los indicadores financieros, uno de los impactos más directos de la crisis para las economías emergentes ha venido por la escasez de financiación externa, que está pasando factura especialmente a aquellos países con mayores necesidades de financiación (déficit corrientes más abultados). Muy especialmente afectados han sido los flujos de capitales procedentes de la banca extranjera que han experimentado una fuerte ralentización, más la transfronteriza que la operativa local, por lo que los países más dependientes de esta operativa se están viendo más negativamente afectados (gráfico 8).

Los problemas de liquidez también afectaron de forma transitoria a los países emergentes, fundamentalmente a través de la financiación en moneda extranjera. La desaparición de bancos de inversión, principales operadores en la financiación al comercio internacional, propició la sequía de este tipo de flujos de financiación, aunque posteriormente se está estabilizando, aunque a mayor coste. Con todo, en general, el impacto en la oferta de financiación ha sido acotado gracias, como veremos más adelante, a la acción de los bancos centrales y al apoyo de organismos internacionales. Así, el deterioro fue transitorio gracias a la actuación, en muchos casos, de los bancos centrales para proveer de liquidez en dólares al sistema. Este tipo de actuaciones se produjo en buena parte de los países de América Latina y también asiáticos, donde las reservas internacionales y los distin-

GRÁFICO 8
EMERGENTES: ENTRADAS DE FLUJOS DE RENTA VARIABLE M USD



Fuente: EFPR.

CUADRO N.º 1

VARIABLE DEPENDIENTE: RETARDOS DE EXPORTACIONES BILATERALES TRIMESTRALES	1	2
	Sin crisis	Crisis desde 4T08 incluido
PIB exportador	0,218 ***	0,218 ***
PIB importador	0,335 ***	0,321 ***
Crédito exportador	0,236 ***	0,222 ***
Crédito importador	0,239 ***	0,251 ***
PIB exportador - Crisis*		0,027 **
PIB importador - Crisis*		0,011
Crédito exportador - Crisis*		-0,035 ***
Crédito importador - Crisis*		0,002
Efectos fijos por pares de países	SI	SI
Efectos fijos	SI	SI
R2	0,975	0,975
Número de observaciones	40.914	40.914

Nota: ***, **, * la variable explicativa es significativa en 1, 5 ó 10 por 100. SI exportadores e importadores en los últimos 20 trimestres disponibles. La variable dependiente son los valores de las exportaciones bilaterales en Logs. PIB nominal y niveles de crédito específico de cada país.

tos tipos de instrumentos de los bancos centrales actuaron como elemento amortiguador de las presiones. Igualmente, a ello ha contribuido sin lugar a dudas el colchón de liquidez proporcionado por los organismos internacionales, sea el FMI, sean los bancos regionales de desarrollo, e incluso los propios bancos centrales de EE.UU. y la zona euro a través de *swap* de divisas.

Si bien el impacto por el canal financiero cabe calificarlo de moderado, el desplome de la demanda mundial y, por consiguiente, del comercio mundial ha impactado muy negativamente en todo el mundo emergente, especialmente en aquellos países más abiertos (fundamentalmente los asiáticos) y en los exportadores de materias primas (Rusia y América Latina). La caída del comercio

mundial, tanto en términos de flujos como de volúmenes, no ha tenido precedentes, dado que a la propia desaceleración de la demanda mundial se ha sumado la escasez de financiación al comercio (cuadro n.º 1).

Aunque se estima que buena parte del ajuste del comercio está ligada a la caída de la demanda, se puede contrastar empíricamente que el canal del crédito, bien sea por la escasez de financiación o por el aumento del coste de financiación, si no por ambos, también ha jugado un papel importante en el colapso del comercio mundial. Así, a partir de un modelo de gravedad del comercio bilateral para los principales socios comerciales en el comercio mundial, se encuentra que no sólo la variable de demanda, esto es el PIB, aparece como variable explicativa del volumen de comercio, sino también el propio volumen de crédito. Teniendo en cuenta que la caída de los flujos de financiación al comercio afectó de forma más importante a las economías desarrolladas que a las emergentes, se puede decir que el canal financiero ha operado por esta vía de forma muy virulenta para las economías emergentes (gráfico 9).

De nuevo, aquí la información más reciente ya apunta a un freno en la caída de los flujos de financiación, e incluso en algunas regiones emergentes como Asia y América latina los flujos están aumentando o se mantienen estables. El restablecimiento de los flujos de crédito al comercio se está produciendo gracias al papel activo que han jugado las autoridades locales para proveer crédito, el apoyo asimismo de multilaterales y también la menor percepción de riesgo asociada a este tipo de operaciones por parte de los bancos implicados en la financiación. Como consecuencia de

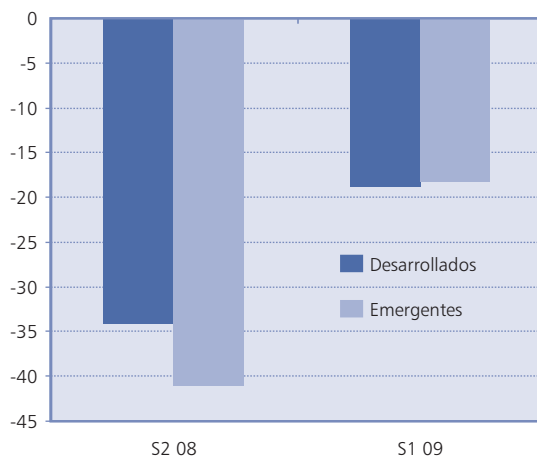
todo ello y de las señales de reactivación de la economía mundial, los flujos comerciales han empezado a recuperarse liderados por las economías emergentes.

Como resultado de todo ello, a finales de 2008 las economías

emergentes iniciaron un fuerte ajuste, alcanzando en algunos casos tasas de doble dígito, que se intensificaron en el primer trimestre de 2009, muy especialmente en los países de Europa emergente. El ajuste cíclico, con todo, ha sido de menor intensidad que el

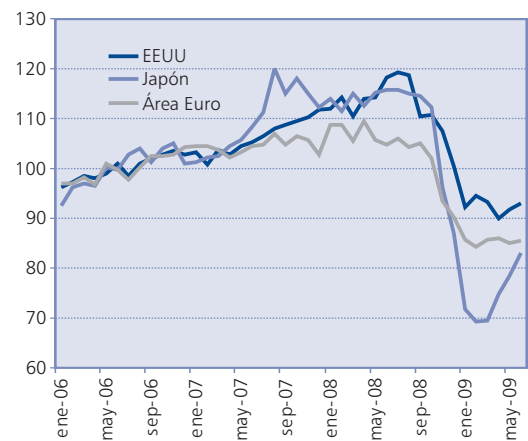
observado en las economías desarrolladas (gráficos 10 y 11). La desaceleración del ritmo de crecimiento del PIB ha sido muy moderada en la región asiática y un número creciente de indicadores muestra que la duración habría sido tan bien muy corta. De hecho,

GRÁFICO 9
FINANCIACIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR
(Porcentaje variación intersemestral)



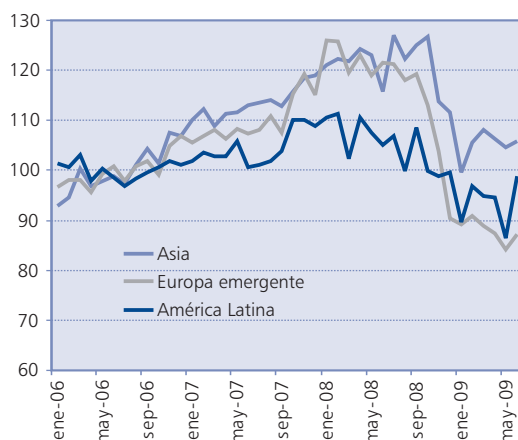
Fuente: Dealogic.

GRÁFICO 10
EXPORTACIONES (VOLUMEN 2006=100)



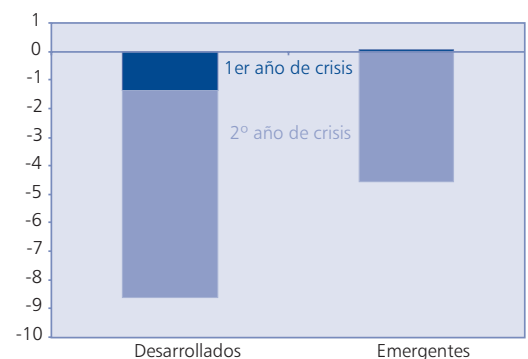
Fuente: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

GRÁFICO 11
EXPORTACIONES (VOLUMEN 2006=100)



Fuente: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

GRÁFICO 12
CAÍDA ACUMULADA DEL PIB EN LA CRISIS ACTUAL:
DESARROLLADOS VS. EMERGENTES

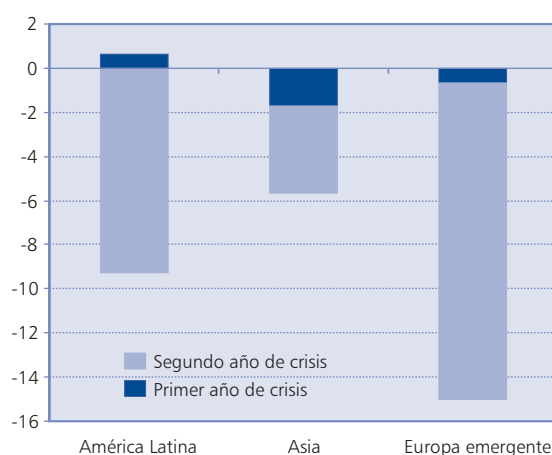


algunas economías de la región técnicamente no habrían experimentado una recesión. En el caso de América Latina, el ajuste ha sido bastante más intenso, aquí al choque real y financiero se ha sumado el choque de materias pri-

mas, que ha sido muy desfavorable para la región. Además, para algunos países en concreto, la estrecha vinculación con EE.UU. ha tenido un impacto diferencial muy negativo. El ajuste sí ha sido especialmente dramático en muchos

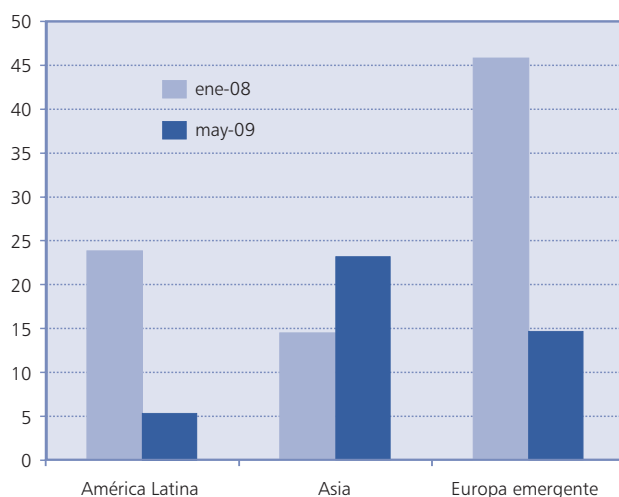
de los países del Este de Europa, en no pocos casos se han observado caídas del PIB de doble dígito (gráficos 12 y 13). Los efectos de la crisis crediticia están siendo muy importantes, especialmente en las economías más pequeñas y con mayores desequilibrios y están asociados también a una ralentización muy importante del crédito (gráfico 14). Así, mientras en Asia, y en concreto en China, las medidas adoptadas están dando lugar incluso a una aceleración del crecimiento del crédito, y en América Latina la ralentización del crédito parece estar tocando fondo, el crédito en muchos países del Europa del Este ha experimentado un fortísimo frenado tras registrar tasas de crecimiento muy elevadas en los años previos a la crisis.

GRÁFICO 13
EVOLUCIÓN DEL PIB TRAS LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL
(Desaceleración del ritmo de crecimiento)



Fuente: BBVA.

GRÁFICO 14
CRÉDITO REAL (PORCENTAJE A/A)



Fuentes: IFS y BBVA.

IV. UNA GESTIÓN ACTIVA DE LA CRISIS

Un aspecto absolutamente novedoso en esta crisis es que un buen número de economías emergentes han tenido margen para intervenir y amortiguar el impacto del choque externo, y lo han utilizado de forma muy profusa. Esta capacidad de gestión, inédita en episodios previos de crisis, está directamente relacionada con una posición de partida muy ventajosa para algunos países en diferentes ámbitos: importante acumulación de reservas y reducción de la deuda pública, ganancia de credibilidad de los bancos centrales en la lucha contra la inflación y tipos de cambio flexibles.

Así, en episodios previos de crisis, los elevados niveles de endeudamiento del sector público no sólo impidieron la adopción de cualquier medida de estímulo para la economía, sino que en muchos casos implicaban que para la resolución de la crisis —por ejemplo, el acceso a financiación

proveniente del FMI— se requerían políticas procíclicas que terminaban agravando la situación. Por otro lado, la existencia de tipos de cambio fijos impedía a los bancos centrales acometer políticas monetarias contracíclicas, pues podían propiciar presiones cambiarias. Igualmente, el nivel de reservas disponible era escaso y, por tanto, los gobiernos poco tenían que hacer ante la escasez de financiación en dólares.

En los últimos años, muchos países emergentes han avanzado en la gestión macroeconómica y en el fortalecimiento de sus instituciones, pero este avance no ha sido generalizado; de ahí que encontremos diferencias muy significativas dentro del mundo emergente. De modo que las condiciones de partida son muy diferentes, y están íntimamente relacionadas con el mapa de riesgos que se estableció previamente. Así, las circunstancias han mejorado sustancialmente para muchos países asiáticos y de América Latina que en la última década se han dotado de un sistema de tipos de cambio flexible, han acumulado un volumen importante de reservas y han reducido sus niveles de endeudamiento externo, y con ello la vulnerabilidad externa; mientras, esto no es cierto para un buen número de países de Europa del Este que mantienen tipos de cambio fijos o cuasi-fijos con el euro y, sobre todo, que han acumulado un nivel de endeudamiento importante. Las opciones de política económica se ven muy constreñidas en estos casos. Esto se traduce en que el margen de las políticas domésticas, e incluso el acceso a financiación externa de multilaterales, es radicalmente diferente para unos y otros países.

¿Cuál ha sido el margen con el que han contado los países en esta crisis y cómo se ha empleado en las distintas regiones emergen-

tes? En materia de política fiscal, las economías emergentes pueden encontrar ciertas restricciones para influir en la demanda agregada a través de políticas fiscales, algunas asociadas a su propia implementación y efectividad y otras directamente asociadas a la dificultad de revertirlas (7). Asia ha marcado una gran diferencia con el resto de países emergentes. En muchos países de la región, especialmente en los de mayor tamaño, como China e India, se han aprobado e implementado muy rápidamente amplios paquetes fiscales cuya efectividad se ha podido comprobar de forma prácticamente inmediata. La aprobación de paquetes fiscales también ha sido un hecho en algunos países de América Latina, donde se produjo una acumulación de excedentes en los años de *boom* económico; éstos han sido los casos fundamentalmente de Chile, Perú y México. En estos países, sin embargo, el tamaño de las medidas ha sido más acotado y, en algunos casos, la implementación y la efectividad han estado alejadas de lo que previamente se estimaba. En Europa emergente también ha habido algunos casos, aunque minoritarios, de implementación de políticas contracíclicas, caso de Turquía, pero que han sido recibidos con mayores reticencias por parte de los mercados y organismos multinacionales como el Fondo Monetario Internacional.

En materia de política monetaria, en general, en el mundo emergente, no se ha procedido a la utilización de medidas cuantitativas, sino fundamentalmente a recortes de tipos de interés. Tanto Asia como América Latina ha implementado un conjunto de medidas que han contribuido a relajar de forma significativa las condiciones monetarias. Bien por un recorte agresivo de tipos de in-

terés, bien por una reducción de los encajes obligatorios, e incluso en algunos casos con la propia inyección de liquidez al sistema por parte de los bancos centrales, se puede decir que el estímulo monetario para amortiguar los efectos de la crisis no ha tenido precedentes en otros episodios de crisis. La flexibilidad de los tipos de cambio ha dotado a estos países de mayor holgura. De hecho, en ausencia de problemas de hoja de balance importantes, la depreciación de los tipos de cambio en este episodio ha contribuido a mitigar los efectos de la crisis, en lugar de a exacerbarlos. Obviamente, la capacidad de gestionar los tipos de interés en una situación de crisis está directamente relacionada con la credibilidad antiinflacionistas ganada en los últimos años por muchos bancos centrales.

Los propios niveles de reservas acumulados han permitido a no pocos bancos centrales contrarrestar la escasez de financiación en dólares; éste ha sido el caso de varios países de América Latina. E incluso, en algunos de ellos, los gobiernos han implementado medidas para amortiguar la moderación del crédito interior.

Junto a las políticas internas de demanda, estas crisis ha propiciado no sólo una creciente ayuda multilateral y bilateral, sino también la creación de nuevos instrumentos de financiación para economías emergentes. En términos cuantitativos, es especialmente reseñable la ampliación de la dotación de fondos al FMI (hasta triplicarse, según lo acordado en una de las cumbres del G20), pero igualmente importante es la introducción de nuevas modalidades de crédito como la FCL, diseñada para actuar de manera preventiva ante una eventual crisis. La nueva facilidad del Fondo está pensa-

da como una medida preventiva de crisis. De forma que los países elegibles para solicitarla abren una línea de crédito que podría activarse en caso de necesidad por una cuantía importante (hasta cinco veces el importe de su cuota), y que no implica ningún tipo de condicionalidad por parte del FMI. Diseñada como un mecanismo para asegurarse financiación en caso de necesidad, esta medida parece haber conseguido salvar el problema de estigmatización que sufrían los países que acudían al Fondo para buscar recursos financieros, y ha tenido una muy buena acogida. Así parecen haberlo recogido los mercados, que reaccionaron muy favorablemente ante la solicitud de fondos por parte de México, Colombia y Venezuela.

Pero, de nuevo, aquí los fundamentos macroeconómicos establecen una línea divisoria importante, ya que definen qué países son o no elegibles. No todos los países tendrán acceso a esta nueva fórmula de financiación, sino sólo aquellos que vengán teniendo un buen desempe-

ño macroeconómico. Esto significa que aquellos países que no cumplen los requisitos tendrán acceso a financiación del FMI a través de los tradicionales SBA, acuerdos que van asociados a una condicionalidad que generalmente se traduce en la exigencia de implementar medidas de ajuste fiscal serias. Por esta vía han accedido a financiación algunos países de la Europa del Este, que se verán abocados a implementar medidas correctoras de los déficits fiscales fuertes en el corto plazo, para asegurar la sostenibilidad en el medio y largo plazo de las cuentas públicas, pero con un coste muy importante en el corto plazo (cuadro n.º 2).

En el mismo sentido, esta crisis ha propiciado la creación de líneas bilaterales de financiación entre bancos centrales, caso de la creación de líneas *swap* en USD por parte de la Reserva Federal con algunos de los bancos centrales de países emergentes que se entiende que juegan un rol primordial en los mercados emergentes (Brasil, México, Singapur y Corea).

Se puede decir que la combinación de los instrumentos internos y externos ha sido favorable, ya que en muchos casos han conseguido actuar de estabilizadores para las economías emergentes.

V. PERSPECTIVAS PARA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES EN EL NUEVO ENTORNO INTERNACIONAL

En un contexto en el que la economía mundial muestra indicios todavía muy incipientes de recuperación, las perspectivas para las economías desarrolladas no son muy halagüeñas. Se estima que la profundidad y la magnitud de la crisis financiera internacional tendrá como una de sus principales consecuencias una salida muy lenta de la recesión. En el corto plazo, el proceso de desapalancamiento del sistema bancario y la necesaria reducción de los niveles de endeudamiento del sector privado financiero implicarán crecimientos moderados del consumo privado y de la inversión. La recu-

CUADRO N.º 2

FINANCIACIÓN DEL FMI A LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

STAND-BY AGREEMENTS		FLEXIBLE CREDIT LINE	
País	Cuantía (M \$)	País	Cuantía (M \$)
Bosnia	1.520		
Europa emergente		Polonia	20.000
Letonia	2.246		
Hungría	15.557		
Rumanía	17.000		
Turquía	(bajo negociación: incierto si la financiación llegará mediante S B A o F C L)		
Ucrania	16.240		
América Latina	Ninguno	Colombia	10.000
		México	47.000
Asia, excepto China	Ninguno	Ninguno	
Total	52.563		77.000

peración de un ritmo de crecimiento dinámico del crédito al sector privado tardará en restablecerse, toda vez que el ajuste del sector bancario tiene todavía recorrido, ya que el aumento de las tasas de desempleo en las economías occidentales, unido en algunos casos (como Europa) a una elevada persistencia, es previsible que termine dando lugar a un deterioro de la calidad de los activos de la banca. Adicionalmente, en el momento en que se implementen las estrategias de salida, tanto fiscal como monetaria, se plantean dudas sobre la propia sostenibilidad del crecimiento. Esto significa que, en el corto y medio plazo, parece inevitable una reducción de las tasas de crecimiento potencial de las economías occidentales.

Las perspectivas para las economías emergentes son, en general, más favorables, aunque hay importante divergencias. La dinámica de recuperación y la salida de la crisis vendrá fundamentalmente determinada por la fortaleza de los fundamentales y de los propios sistemas bancarios.

Así, la región que arroja mejores perspectivas para los próximos años es Asia emergente, con China a la cabeza. Esta región ha sido una de las menos afectadas por la crisis y está claramente mejor posicionada para recuperar tasas de crecimiento altas (en el entorno del 6,5 por 100 en los próximos tres años). Hay al menos tres elementos que soportan este optimismo. Un primer elemento es que estamos ante una región con unos elevados niveles de ahorro y unos bajos niveles de apalancamiento. Esto es, los agentes privados (y el sector público) no enfrentan un problema de sobreendeudamiento que tengan que corregir. Un segundo elemento es que en la región en general, y en China en particular, no se ha

producido una restricción de crédito, sino más bien todo lo contrario. Las medidas implementadas por las autoridades han tenido un éxito claro en este terreno, e incluso en algunos casos se plantea si podrían haber ido demasiado lejos y habría que volver a políticas más restrictivas en el corto plazo. Adicionalmente, hay un tercer elemento que tiene que ver con la percepción de que algunas de estas economías, incluyendo China, están propiciando cierta rotación en el modelo de crecimiento desde un modelo más basado en las exportaciones a otro con mayor soporte de la demanda interna. En este sentido, los impulsos fiscales aprobados y puestos en marcha podrían propiciar, aunque sea de forma incipiente, un reequilibrio de los motores de crecimiento en estas economías.

América Latina, por su parte, también muestra señales positivas para los próximos años. Las condiciones globales están mejorando de la mano de una recuperación de los precios de las materias primas, al tiempo que los activos financieros se han revalorizado de forma generalizada, las monedas se han apreciado y las primas de riesgo se han reducido a los niveles pre-crisis, y se están produciendo ya entradas de capitales. Por otra parte, el sistema bancario está comenzando a relajar condiciones de crédito y las tasas de mora, aunque están aumentando, se mantienen por debajo de episodios recesivos anteriores. En definitiva, las mejores condiciones externas y el efecto de las políticas expansivas implementadas en casi todos los países llevarán a una recuperación sostenida. Finalmente, aunque las condiciones de los socios comerciales en Estados Unidos, Europa y Japón limitarán la expansión de las exportaciones y el acceso al financiamiento, las crecientes relaciones, no sólo comer-

ciales sino también financieras, con China serán un impulso para estas economías.

Esta visión tan favorable no es aplicable a otras economías emergentes. Tal y como se ha puesto de manifiesto, hay muchos países que han enfrentado esta crisis en una posición de relativa vulnerabilidad, la mayoría de ellos en Europa del Este, y que están ya experimentando recesiones muy intensas. Actualmente están en esta situación, entre otros, los países bálticos, cuyas economías registran caídas de doble dígito y cuyas divisas están experimentando fuertes tensiones que podrían propiciar devaluaciones en el corto plazo. Es evidente que la región del Este de Europa presenta en estos momentos una notable incertidumbre, y no comparte en modo alguno unas perspectivas tan favorables como muchos de los países de América Latina o Asia, por ejemplo. De hecho, un escenario que no se puede descartar para algunos de estos países sería la conocida como «década perdida». Algunas características de estas economías en la actualidad recuerdan las de los países de América Latina o los países asiáticos en los momentos previos a un episodio de crisis: fuerte crecimiento del crédito, tipos de cambio fijos, elevados déficits por cuenta corriente y bajo nivel de reservas. Aunque las dudas pesan fundamentalmente sobre algunas economías, no se descarta que el ajuste de alguna de ellas termine propiciando un efecto contagio en otras, y ese ajuste termine alcanzando una dimensión regional.

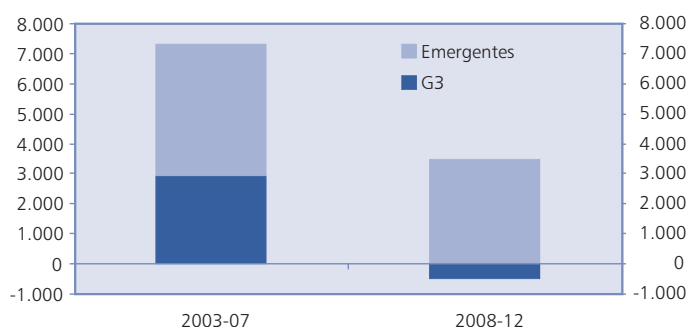
En cualquier caso, los riesgos a la baja para el mundo emergente siguen estando presentes, al igual que en las economías occidentales. Por un lado, no hay que olvidar que muchas de las economías emergentes son altamente

dependientes del comercio internacional, y actualmente las dudas sobre la recuperación del comercio mundial imponen un sesgo a la baja en la previsión de crecimiento. En el medio plazo, algunas de las principales economías, especialmente asiáticas convergerán hacia un modelo de crecimiento más basado en la demanda interna, más consumo en China, dadas las bajas ratios de consumo sobre PIB, y más inversión en el resto de Asia, dados los bajos niveles de urbanización (gráficos 15 y 16). No obstante, este proceso llevará un tiempo, y por ello la reactivación del comercio mundial sigue siendo un elemento importante para soportar el crecimiento de estas economías. En este sentido, empieza a acumularse evidencia de que no se ha producido un escenario de fuerte aumento del proteccionismo comercial, y sí que se empieza a percibir una recuperación de los flujos comerciales, liderados por los emergentes. Por otro lado, en algunos países con una fuerte expansión monetaria, como China, existe la posibilidad de que se estén gestando burbujas en determinado tipo de activos, o potenciales problemas para el sistema bancario, por un posible aumento de las tasas de mora. El riesgo aquí, aunque existente, parece acotado. Por último, un elemento más de fondo tiene que ver con el interrogante de si la crisis podría provocar una reversión o freno del proceso de internacionalización de la banca, bien porque los bancos emisores pudieran retirarse de los mercados emergentes, en un intento de consolidación de sus operaciones en su *core market*, o porque los países receptores (emergentes) pudieran imponer restricciones a la permanencia y operativa de la banca extranjera. De momento, dentro del mundo emergente no se están observando cambios regula-

torios que discriminen en contra de la banca extranjera, es más, incluso en algunos países asiáticos se está avanzando hacia una mayor liberalización. Esto es, a pesar de estar ante una crisis sin precedentes que afecta al sistema financiero internacional, no se han producido reacciones drásticas en lo relativo al papel de la banca extranjera en el mundo emergente.

Dicho esto, y a la vista del dinamismo de las economías emergentes para los próximos años, se puede plantear la cuestión de si esto será suficiente para compensar el bajo crecimiento del mundo desarrollado. La respuesta a esta pregunta es negativa. Las estimaciones apuntan a que, a pesar de que Asia podría crecer en el entorno del 6 por 100 en los próximos años, y América Latina

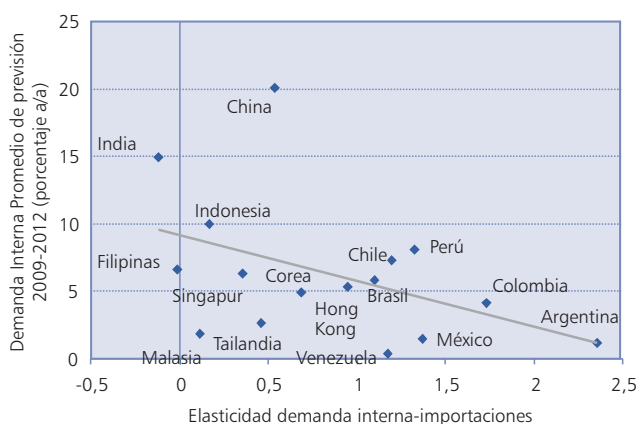
GRÁFICO 15
CAMBIO EN LA DEMANDA (*)
(Miles de millones de dólares, precios 2008)



(*): Consumo Privado + Inversión bruta.

Fuente: Estimación propia, Servicio de Estudios BBVA.

GRÁFICO 16
ECONOMÍAS EMERGENTES: DEMANDA INTERNA (PORCENTAJE A/A) VS. ELASTICIDAD DEMANDA INTERNA-IMPORTACIONES



Fuente: Estimación propia, Servicio de Estudios BBVA.

en el entorno del 4 por 100, ello no será suficiente para compensar la baja demanda de EE.UU. o Europa. En los próximos años, los componentes de la demanda interna en las economías occidentales, la inversión, y especialmente el consumo privado, crecerán a tasas mucho más moderadas que en recuperaciones anteriores, como resultado del proceso de desapalancamiento que se enfrenta. Es más, hay una incertidumbre fuerte asociada a si la demanda privada conseguirá ganar tracción en el momento en que se retire el estímulo fiscal. El mundo emergente, liderado como hemos visto por Asia, recuperará mayores tasas de crecimiento, pero, en cualquier caso, inferiores a los de los años precedentes. Incluso considerando que estas economías van a vascular hacia un modelo de crecimiento más apoyado en la demanda interna, su capacidad para tirar de las economías desarrolladas por el canal comercial es muy limitada, dado que se estima que la elasticidad de sus importaciones es muy baja.

Lo que sí parece más plausible es que, en términos comparativos, se podría decir que la crisis podría propiciar una aceleración del proceso de convergencia de las economías emergentes, y no sólo en términos de crecimiento, sino también en relación con su percepción de riesgo.

VI. CONCLUSIONES

En este artículo, se ha revisado el posicionamiento del mundo emergente ante una crisis financiera internacional sin precedentes y ante su impacto. Una primera lección que se extrae de esta crisis es que en esta ocasión el mundo emergente, en general, ha demostrado estar mejor preparado. Si bien es cierto que la acu-

mulación de choques y su duración en el tiempo ha terminado impactado negativamente a prácticamente todas las economías, sobre todo por la potencia del canal real, también es cierto que el impacto del canal financiero ha tenido un carácter más transitorio y menos dañino. La segunda lección es que los fundamentales cuentan. Tal y como se ha podido confirmar a partir de distinto tipo de indicadores, el grado de heterogeneidad de los distintos países emergentes al inicio de esta crisis era muy alto. Al tiempo, se está comprobando que el grado de ajuste de las economías está muy correlacionado con esa posición de partida (desequilibrios, margen de acción de las políticas y fortalezas de los sistemas financieros). Es más, es previsible que las dinámicas de salida de la crisis también estén relacionadas con esto, y por tanto se puede decir que de esta crisis surgirán ganadores y perdedores dentro del propio mundo emergente. La tercera lección es que el mundo emergente escala posiciones en el entorno internacional frente al mundo desarrollado. La crisis está pasando factura a las economías occidentales no sólo en términos de crecimiento, sino también de credibilidad, al tiempo que algunas de las principales economías emergentes saldrían fortalecidas, lo que les estaría empujando a reivindicar mayor protagonismo en la escena internacional.

NOTAS

(1) Construido tomando como referencia el índice propuesto por HAWKINS y KLAU (2000), este índice trata de sintetizar la información considerada relevante a la hora de determinar el grado de vulnerabilidad de una economía. En la selección de las variables se han tomado en cuenta las conclusiones obtenidas por la literatura sobre *early warning indicators*: saldo por cuenta corriente (porcentaje del PIB), crecimiento de las exportaciones, deuda externa (en porcentaje del PIB y su crecimiento) y deuda a corto plazo en porcentaje de las reservas. En cuanto a la cobertura por países, el indica-

dor se calcula para un total de 27 países del Este de Europa, Asia y América Latina. A partir de los indicadores individuales por países, se obtienen indicadores agregados regionales utilizando los pesos del PIB en PPA. El indicador se normaliza de forma que alcance valores entre -10 y +10, de forma que a mayor valor del índice mayor grado de vulnerabilidad. Ver más detalle, Servicio de Estudios BBVA (2008).

(2) Esto se puede comprobar a partir de cualquiera de los indicadores de desarrollo financiero comparables, tales como peso del crédito en las economías, capitalización bursátil, profundidad de los mercados de renta fija... Véase WEO, octubre 2009, y FMI (2009a).

(3) Declaración de Viena, firmada por bancos privados de Austria, Italia, Alemania, Holanda, Grecia y Francia, renovando su compromiso de mantener la financiación a las filiales establecidas en Hungría, Rumanía, Serbia y Bosnia.

(4) Este problema podría desencadenarse en Lituania, ante la creciente probabilidad de que el Gobierno apoye una devaluación de la divisa, y no se descarta que generase un efecto contagio en otros países de la región.

(5) Este indicador se obtiene aplicando un análisis de componentes principales (ACP) sobre las variables: riesgo país (aproximado a partir del *Spread* EMBI), volatilidad del tipo de cambio y aversión global al riesgo (aproximado con el índice VIX, volatilidad del índice S&P). Esta metodología permite identificar las posibles variables latentes, o no observadas que subyacen a las tensiones en los mercados financieros emergentes y reducir toda esta información a una combinación lineal de todas las variables.

(6) A partir de la especificación de modelo espacio-estado, donde se incluyen como variables explicativas rezagos de los índices de estrés financiero de las economías emergentes y desarrolladas y el indicador de estrés global, se obtiene que el coeficiente que mide la respuesta de los emergentes a factores globales tiene una trayectoria descendente. A partir de aquí se contrasta un test de cambio estructural en 2003. Véase, para mayor detalle, Servicio de Estudios BBVA (2009). http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/ELATI_0906_Latinwatch_25_tcm346-197872.pdf

(7) La evidencia empírica demuestra que la efectividad de la política fiscal es menor en las economías emergentes que en las economías desarrolladas, (FMI, 2009b).

BIBLIOGRAFÍA

- FMI (2009a), *Global Financial Stability Report*, octubre, anexo estadístico.
- (2009b), «IMF Staff position note: Coping with the crisis».
- GARCÍA HERRERO, A., y MARTÍNEZ-PERÍA, S. (2007), «The mix of international banks'»

foreign claims: determinants and implications for financial stability», Banco de España, <i>Documento de Trabajo</i> 0525.	HAWKINS, J., y M. KLAU (2000), «Measuring potential vulnerabilities in emerging market economies», <i>BIS Working Papers</i> , número 91.	SERVICIO DE ESTUDIOS BBVA (2008), <i>Latin Watch</i> , segundo semestre. — (2009), <i>Latin Watch</i> , primer semestre.
--	---	---