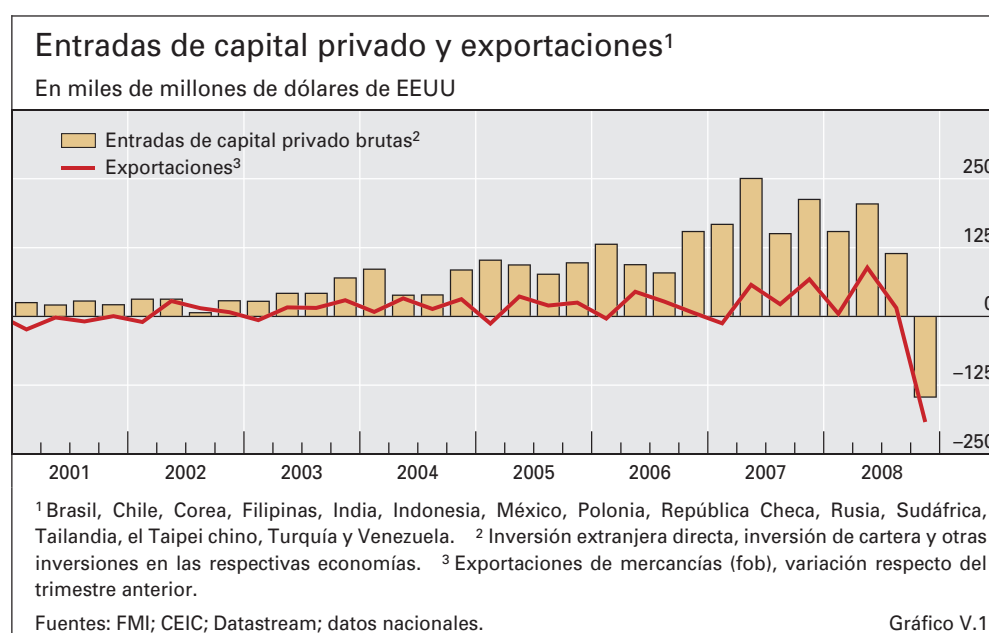


V. Repercusiones en las economías de mercado emergentes

La actual crisis económica y financiera golpeó de lleno a las economías de mercado emergentes (EME) en el último trimestre de 2008. Tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, se produjo una caída sin precedentes de la demanda por exportaciones, que coincidió con una contracción del préstamo bancario internacional y de la inversión de cartera extranjera. Las monedas de muchos países se depreciaron, las cotizaciones bursátiles cayeron y el costo de la financiación externa se incrementó considerablemente. La debilidad del consumo y de la inversión en las economías avanzadas retrajo la demanda de las exportaciones procedentes de las EME, lo cual intensificó las salidas de capital. Concluyó así un prolongado periodo de crecimiento basado en las exportaciones, favorecido por las entradas de capital (véase el Gráfico V.1).

En el presente capítulo se analizan estos hechos, comenzando por la descripción del contexto con un repaso del periodo previo a la crisis. Durante dicho periodo, se incrementó la razón entre las exportaciones y el PIB, al tiempo que la inversión —en buena medida, financiada por la entrada de capital extranjero— se trasladó al sector de bienes comerciables. En algunas de las principales economías de mercado emergentes, especialmente en China, esta evolución estuvo asociada con una tasa de ahorro muy elevada que superó a la inversión, lo que generó amplios superávits por cuenta corriente y una acumulación de reservas. Sin embargo, en otras regiones con economías emergentes, sobre todo en Europa central y oriental (ECO),



los déficits por cuenta corriente fueron abultados pese al rápido crecimiento de las exportaciones. En segundo lugar, el capítulo estudia algunas características de la reciente desaceleración económica en las EME, así como las dificultades para impulsar la demanda interna. En tercer lugar, y partiendo de las estadísticas del BPI, se analiza la acusada reversión de las entradas de capital, haciendo especial hincapié en las nuevas vulnerabilidades originadas en el elevado endeudamiento externo del sector privado de las economías de mercado emergentes, incluso tras haberse reducido el correspondiente al sector público. Por último, se estudian dos elementos que han sostenido la actividad económica de los mercados emergentes desde el comienzo de la crisis: la liquidez en divisas y el buen comportamiento del crédito interno.

Antes de la crisis

El crecimiento de las EME fue muy intenso hasta el estallido de la crisis, pero su estructura allanó el terreno para la posterior desaceleración. Entre 2003 y mediados de 2008, la mayoría de las EME experimentó un enérgico crecimiento basado en las exportaciones, que estuvo asociado a un incremento de la tasa bruta de ahorro y atrajo sustanciales entradas de capital. Asimismo, se acumularon inusitadas cantidades de divisas y su integración económica y financiera con los países avanzados se aceleró y adquirió mayor complejidad. En concreto, la integración mundial de las cadenas de producción hizo que muchas EME fueran más dependientes de las exportaciones de lo que lo habían sido una década antes. Además, sus sectores financieros se integraron más con los de las economías avanzadas y adquirieron una mayor dependencia de estos últimos como fuente de oportunidades de inversión y, en determinados casos, de financiación externa neta.

Crecimiento intenso pero desequilibrado

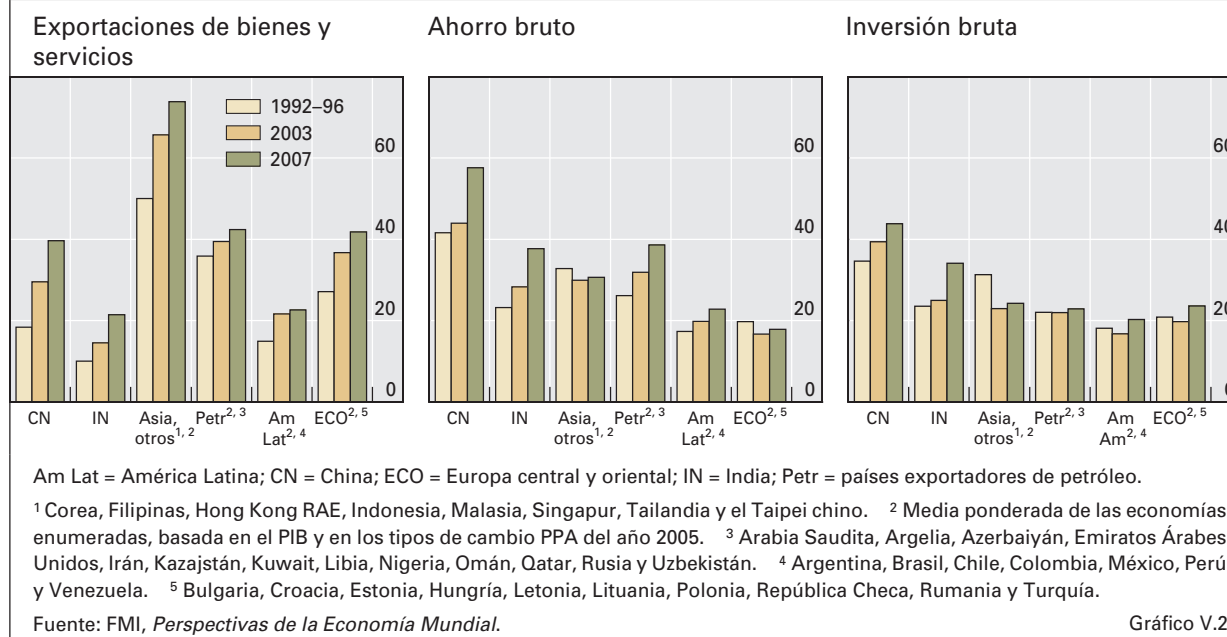
En el conjunto de los mercados emergentes, el crecimiento del PIB real se aceleró hasta alcanzar una media del 7,4% anual durante 2003–07, frente al 6,0% del periodo 1992–96, justo antes de la crisis asiática. Buena parte de esta aceleración obedeció a mejoras en la eficiencia productiva, reflejo del aumento de la competencia y de los avances tecnológicos derivados del incremento de las exportaciones. En China y la India en particular, la razón entre las exportaciones y el PIB era en 2007 hasta un 100% superior a la media del periodo 1992–96 (véase el panel izquierdo del Gráfico V.2). En otras EME asiáticas, las exportaciones aumentaron, desde niveles ya elevados, hasta aproximadamente el 75% del PIB en 2007, mientras en los países de Europa central y oriental superaron el 40% del PIB.

Las exportaciones adquirieron mayor importancia

La creciente importancia de las exportaciones para las EME modificó notablemente la estructura de la inversión en capital fijo. En Brasil, China, Corea, la India y Polonia, la inversión media nacional en capital fijo bruto en los sectores de bienes comerciables (agricultura, minería y manufacturas) se incrementó en 3,2 puntos porcentuales entre 2003 y 2007, hasta representar el 39% de la inversión total en capital fijo. A modo de comparación, en la primera mitad de los años 90, las industrias de bienes comerciables representaban cerca del 28% de la inversión total en capital fijo en China

Exportaciones, ahorro e inversión

En porcentaje del PIB



(frente al 36% del periodo 2003–07) y aproximadamente el 19% en Brasil (frente al 56% del periodo 2003–06).

Mayor participación en el ahorro bruto mundial...

Al tiempo que las EME iban adquiriendo mucha más importancia en el comercio internacional, también se iban convirtiendo en una fuente esencial de ahorro mundial (véase el Capítulo IV). En términos brutos, el porcentaje del ahorro mundial correspondiente a estas economías pasó del 25% en el periodo 1992–96 al 30% en 2003 y al 40% en 2007. En cambio, el porcentaje del PIB mundial aportado por estas economías no creció con tanta rapidez, pasando del 21% en 1992–96 al 31% en 2007.

... pero con grandes diferencias entre regiones

La relación entre ahorro e inversión en las EME presentó diferencias significativas entre regiones en el periodo 2003–07. En China, el ahorro bruto superó a la inversión bruta por un amplio margen: la tasa de ahorro alcanzó el 58% del PIB en 2007, a pesar de que China mantuvo también una de las tasas de inversión más elevadas del mundo (el 44% del PIB en 2007) (véase el Gráfico V.2). Las empresas retuvieron un porcentaje creciente de los beneficios después de impuestos y las familias incrementaron su nivel de ahorro, en parte como medida preventiva ante la reducción de la red de protección social. En la India también se elevó significativamente la tasa de ahorro, aunque menos que la tasa de inversión. Otras economías emergentes asiáticas registraron entre 2003 y 2007 incrementos moderados de sus tasas de ahorro e inversión, siempre por debajo de los niveles previos a la crisis asiática (véase el Gráfico V.2).

Por el contrario, en Europa central y oriental (así como en Sudáfrica) la inversión bruta superó con mucho al ahorro bruto, lo que se tradujo en déficits por cuenta corriente del 5–7% del PIB para la región en su conjunto. Estos déficits se financiaron con entradas de capital privado relativamente voluminosas. En este sentido, la situación en Europa central y oriental se

asemejó a la de las EME asiáticas antes de la crisis de 1997. Otra similitud fue el recurso generalizado a préstamos en moneda extranjera por prestatarios sin ingresos en moneda extranjera, aunque de nuevo con importantes diferencias entre ambas regiones. En concreto, los países de Europa central y oriental abrieron sus sistemas bancarios a la propiedad extranjera y, como miembros de la Unión Europea o candidatos a serlo, adaptaron sus instituciones, legislaciones y prácticas de gobernanza a las de la Unión Europea, lo que les permitió entrar en la crisis actual con un marco jurídico, regulador y supervisor más sólido que el que las economías asiáticas emergentes tenían en 1997.

Por último, junto con la mayor importancia de las EME en el comercio y el ahorro mundial, sus sectores financieros se integraron rápidamente con los de las economías avanzadas. Tanto la inversión de cartera privada extranjera en activos financieros de mercados emergentes, como los préstamos transfronterizos otorgados por entidades bancarias de economías avanzadas, registraron incrementos significativos en el periodo previo a la crisis actual. Las entradas brutas de capital privado a las EME pasaron así del 4% de su PIB conjunto en 2003 al 10,7% en 2007 (véase el Cuadro V.1), frente al incremento del 4,7% al 5,7% registrado entre 1992 y 1996. Al mismo tiempo, empresas de Brasil, China, Corea, la India, Rusia y muchas otras EME se convirtieron en destacados inversionistas directos en muchos países avanzados y en desarrollo. Además China, los países exportadores de petróleo y otras muchas economías de mercado emergentes invirtieron parte de sus reservas oficiales (en ocasiones a través de vehículos de inversión financiera como los fondos soberanos) en bonos y acciones de economías avanzadas. Así pues, las salidas brutas de capital privado de las EME crecieron del 2,3% al 7,3% del PIB entre 2003 y 2007 (véase el Cuadro V.1), frente al incremento del 1,5% al 2,5% entre 1992 y 1996.

Grandes flujos de capital en ambas direcciones

| Entradas y salidas brutas de capital privado: mercados emergentes ¹ | | | | | |
|--|-------------|---------|------|------|------|
| En porcentaje del PIB total | | | | | |
| | Media anual | | 2003 | 2007 | 2008 |
| | 1992-96 | 2003-07 | | | |
| Entradas totales | 5,1 | 6,6 | 3,9 | 10,7 | 3,5 |
| Inversión directa | 1,6 | 2,7 | 1,9 | 3,4 | 3,3 |
| Inversión de cartera | 2,9 | 1,8 | 1,1 | 2,6 | -0,3 |
| Otras inversiones | 0,6 | 2,0 | 1,0 | 4,8 | 0,5 |
| Salidas totales | 2,0 | 4,8 | 2,3 | 7,3 | 3,7 |
| Inversión directa | 0,3 | 0,9 | 0,3 | 1,5 | 1,2 |
| Inversión de cartera | 1,2 | 2,0 | 1,0 | 2,6 | 0,8 |
| Otras inversiones | 0,6 | 1,8 | 1,1 | 3,2 | 1,7 |
| <i>Pro memoria:</i> | | | | | |
| <i>Balanza por cuenta corriente</i> | -1,7 | 3,9 | 2,3 | 4,6 | 4,4 |
| <i>Variación de reservas²</i> | -1,2 | -5,5 | -3,9 | -7,8 | -4,3 |

¹ Arabia Saudita, Argelia, Argentina, Azerbaiyán, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Corea, Croacia, Emiratos Árabes Unidos, Estonia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Irán, Kazajstán, Kuwait, Letonia, Libia, Lituania, Malasia, México, Nigeria, Omán, Perú, Polonia, Qatar, República Checa, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Venezuela. ² Un signo negativo indica un incremento.

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Cuadro V.1

Acumulación de reservas en divisas

Las abultadas entradas de capital, unidas a grandes superávits por cuenta corriente, presionaron al alza las monedas de muchas economías emergentes. Hasta 2007 aproximadamente, la preocupación por la apreciación de las monedas también provocó una intervención sustancial y prolongada en los mercados cambiarios, lo cual produjo grandes incrementos de las reservas de divisas. En las EME de mayor tamaño, la acumulación de reservas pasó de 0,3 billones de dólares en 2003 a más de un billón en 2007, un importe nunca antes visto, pero en 2008 se redujo hasta los 0,4 billones de dólares, concentrándose la mayoría en China. Sin embargo, según se analiza más adelante, tras tocar techo en 2008 las reservas de divisas se redujeron con fuerza en varias de estas economías. En enero de 2009, superaban los 4,3 billones de dólares.

Aumento de la liquidez interna

Hasta la primera mitad de 2008, la enorme acumulación de reservas de divisas estuvo acompañada de un incremento de la liquidez, contrarrestado en diversos grados con medidas de esterilización o con la venta al público de deuda del Estado. En términos generales, las condiciones monetarias se relajaron significativamente, tal y como reflejaban las reducidas tasas de interés reales y el rápido crecimiento del crédito bancario al sector privado. Las tasas de interés reales en Asia y América Latina cayeron entre 2001 y 2005, llegando a cero o incluso a hacerse negativas, aunque posteriormente se incrementaron. El crecimiento del crédito bancario interno al sector privado en las EME promedió más del 23% anual en 2006 y 2007, con incrementos especialmente intensos en América Latina (por encima del 30%), Europa central y oriental (24%) y Rusia (casi un 50%). Aunque el crecimiento del crédito se había moderado significativamente para finales de 2008, rondaba o superaba el 20% en América Latina, Europa central y oriental, la India, Indonesia y Rusia. Una de las causas del incremento de la liquidez fue el reducido nivel de las tasas de interés en las economías avanzadas. En concreto, muchas EME se mostraron reacias a subir las tasas de interés oficiales mientras crecía la inflación en 2007 y 2008, por temor a atraer mayores entradas de capital y acentuar con ello las presiones alcistas sobre sus monedas.

Un duro golpe para la economía real

Las economías de mercado emergentes no se vieron en general muy afectadas por la crisis financiera mundial entre agosto de 2007 y mediados de 2008, en parte gracias a la relativa solidez de sus posiciones financieras, que incluían abultadas reservas de divisas (véase más adelante). Sin embargo, desde entonces se han visto cada vez más perturbadas por la evolución de dos indicadores de la economía real: la caída de la demanda de bienes de consumo duradero en los países industriales y el marcado descenso de los precios de las materias primas.

Contracción de la actividad económica

El desplome del crecimiento en las economías avanzadas provocó una acusada contracción de la actividad en las EME en el cuarto trimestre de 2008, con caídas superiores al 10% en las exportaciones y la producción industrial y

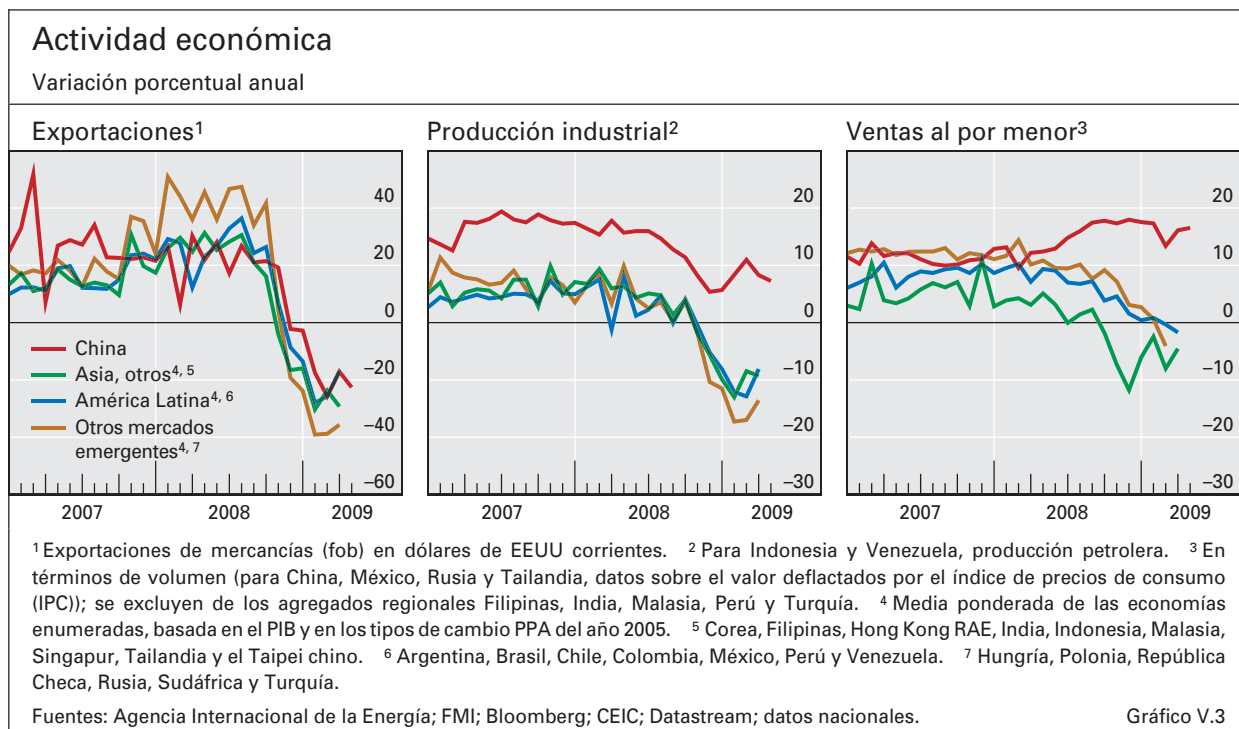
notables desaceleraciones de las ventas minoristas (véase el Gráfico V.3). La contracción sincronizada de las exportaciones se intensificó en el primer trimestre de 2009, con una caída interanual media próxima al 25% en varias de las mayores EME. En algunos países exportadores de materias primas, en especial Chile y Rusia, las exportaciones se contrajeron más del 40% en los tres primeros meses de 2009.

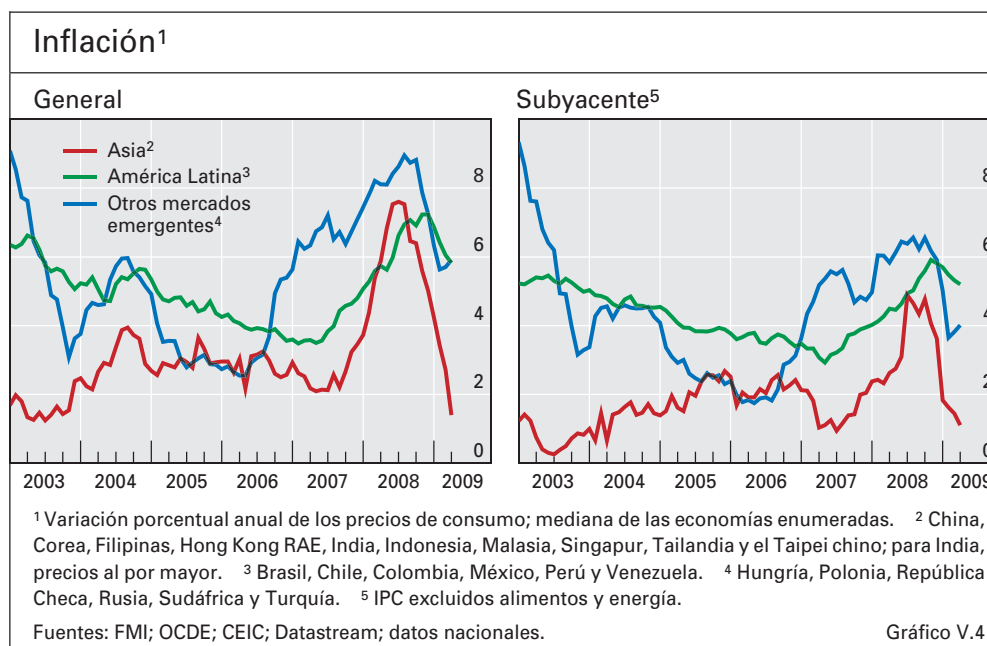
La caída del gasto en bienes de consumo duradero en los países avanzados en la segunda mitad de 2008 (véase el Capítulo IV) ha reducido drásticamente las exportaciones de productos de los sectores de automoción e informática desde las EME. El sector de automoción genera un porcentaje significativo del PIB de varias EME (3% en Turquía, 6% en México, 8% en Corea y Tailandia y más del 10% en Europa central) y sus exportaciones han retrocedido con rapidez (un 45% en México en febrero de 2009 y un 54% en Turquía en el primer trimestre de ese mismo año). El sector informático es especialmente importante para Asia oriental y fue responsable en gran medida de la desaceleración económica de la región durante la recesión de la economía estadounidense en 2001. En la actual coyuntura, la relación entre existencias y ventas de bienes electrónicos ha registrado un acusado incremento en Asia oriental, mientras que las exportaciones y la producción se han reducido. Por ejemplo, el crecimiento de las exportaciones de bienes informáticos desde Corea retrocedió durante seis meses consecutivos y en términos interanuales la caída rondó el 27% en marzo de 2009. La relación entre las existencias y las ventas de productos informáticos coreanos pasó del 104% en septiembre de 2008 al 129% —su nivel más alto— en diciembre de ese año, para luego retroceder hasta el 93% en febrero de 2009.

Cae la demanda de bienes de consumo duradero...

En el caso de las materias primas, los precios experimentaron un abrupto descenso mientras se desaceleraba el crecimiento mundial. Entre julio de 2008

... y los precios de las materias primas





y marzo de 2009, el precio del petróleo cayó un 65% y las materias primas no petrolíferas un 34%. Mientras que esto ha beneficiado a los importadores de materias primas, al elevar su renta disponible y reducir sus costos, ha mermado los ingresos de los países exportadores, lo que podría provocar un descenso de la demanda agregada y del crecimiento. Por ejemplo, las materias primas concentran más del 40% del total de las exportaciones en América Latina (más del 20% en México). Según estimaciones recientes del FMI, la caída del 30% de los precios de las materias primas entre julio y diciembre de 2008 podría reducir el crecimiento de la región en más de 2 puntos porcentuales. Sin embargo, el reciente repunte de los precios de las materias primas (cerca del 19% desde su mínimo de diciembre) puede contribuir a amortiguar cualquier nueva desaceleración del crecimiento.

La bajada de los precios de las materias primas y la mayor holgura de la capacidad instalada que provocó la desaceleración del crecimiento han reducido la elevada tasa de inflación de las EME, que se prevé que caiga del 6% en 2008 a menos del 5% en 2009. Tanto la inflación general como la subyacente han descendido bruscamente en Asia (véase el Gráfico V.4), mientras en China y Tailandia la inflación subyacente ha mostrado tendencias deflacionarias en los últimos meses. En China, la pérdida de mercados externos para sus exportaciones ha generado un exceso de capacidad instalada, lo que ha aumentado la presión bajista sobre los precios. Por el contrario, la inflación mostró mayor persistencia hasta principios de 2009 en América Latina y Rusia. En países como México y Rusia, el temor a la inflación se ha acentuado por la depreciación de la moneda nacional, lo cual plantea un dilema para la política monetaria.

Perspectivas de recuperación

La experiencia del siglo XX demuestra que, para que se produzca una recuperación económica vigorosa a escala mundial, será necesaria una

La inflación descendió

expansión del comercio. En concreto, el crecimiento de las exportaciones fue crucial para la recuperación tras las crisis de las economías emergentes en los años 90 y hay estudios que sugieren que un aumento del comercio internacional impulsa el crecimiento económico a medio plazo¹. Sin embargo, en esta ocasión la elevada dependencia de la demanda externa que acusan las EME podría retrasar la recuperación. Una razón para ello es la inusitada severidad del retroceso de las importaciones en las economías avanzadas. Por ejemplo, se prevé que las importaciones de Estados Unidos registren descensos de dos dígitos en 2009 (frente al 3% durante la recesión estadounidense de 2001), con caídas similares para la zona del euro y Japón. Otra razón es que el nivel de endeudamiento de las economías avanzadas, que en el pasado había favorecido la importación de bienes desde economías emergentes, demostró ser insostenible. En el futuro, los incrementos de las importaciones de los países desarrollados podrían tener que llevar asociado un aumento de las exportaciones hacia economías emergentes. En términos más generales, la reducción del endeudamiento y la corrección de desequilibrios mundiales por cuenta corriente conllevan la necesidad de mayor ahorro o menor inversión en ciertas economías avanzadas, y al contrario en algunas EME. Un ajuste macroeconómico de este tipo puede tardar bastante en materializarse.

La dependencia de las exportaciones podría ralentizar la recuperación

Las perspectivas de recuperación de las EME también dependen en gran medida de si la demanda interna de estos países resiste lo suficiente para contrarrestar la desaceleración de la demanda de las economías avanzadas. Tal y como se indicó en el Informe Anual del año pasado (Capítulo III), esta situación plantea varias cuestiones. Pese a la solidez del crecimiento y a los esfuerzos de algunas economías emergentes para impulsar el consumo real o la inversión, el porcentaje del PIB generado por componentes del gasto no ha aumentado en general a lo largo de esta década. Durante el actual ciclo bajista, la capacidad para sostener el consumo y la inversión dependerá en gran medida del margen para implantar políticas monetarias y fiscales anticíclicas (véase el Capítulo VI), que es limitado en muchas EME. Además, es probable que la reducción de exportaciones frene la inversión y el consumo al estrechar las perspectivas de beneficios y rentas. Hasta la fecha, los indicadores de confianza de consumidores y empresas en las EME se han reducido notablemente y las ventas minoristas han retrocedido en la mayoría de ellas.

Capacidad limitada para impulsar la demanda interna

El visible éxito de China en el fomento de la demanda interna mediante medidas de estímulo fiscal y un rápido crecimiento del crédito interno podría favorecer la demanda de exportaciones en otros países. Durante la presente década, la aparición de China como centro manufacturero internacional ha generado un enorme aumento de las importaciones de bienes intermedios y de equipo procedentes de otras EME para producir bienes finales para su exportación. Con todo, la caída de la demanda de exportaciones chinas en las economías avanzadas ha reducido a su vez la demanda de esas importaciones en China. Otras EME asiáticas se han visto especialmente perjudicadas, ya que

El papel de China

¹ Véase J. Frankel y D. Romer: «Does trade cause growth?», *American Economic Review*, vol. 89, n° 3, junio de 1999, pp 379–399.

el 20% de sus exportaciones se dirige en promedio a China. Parece que la capacidad de este país para contrarrestar esta reducción con un aumento de sus importaciones para el consumo interno es limitada. Por una parte, gracias a las medidas de estímulo, se prevé que el crecimiento en China permanezca relativamente elevado en 2009. Si bien los ingresos derivados de las exportaciones se han reducido a tasas de dos dígitos, el crecimiento de la producción industrial se ha mantenido, las ventas minoristas han crecido con fuerza (véase el Gráfico V.3) y el incremento del crédito se ha acelerado. Por otra parte, algunos estudios sugieren que la propensión de China a importar para satisfacer su propia demanda interna es escasa. De hecho, las importaciones del gigante asiático no destinadas a su transformación para la exportación registraron una abrupta caída en el último trimestre de 2008 y no han mostrado recuperación alguna hasta la fecha.

De cara al futuro, las perspectivas para las EME entrañan bastante incertidumbre. Las previsiones de consenso para el crecimiento del PIB en 2009 son negativas para la mayoría de las grandes EME, con la excepción de China y la India. Se prevé que el crecimiento no vuelva a ser positivo para la mayoría de las EME hasta 2010. Sin embargo, comienzan a advertirse indicios de recuperación en algunas de ellas, incluido un repunte de las exportaciones chinas a Estados Unidos y a la Unión Europea en marzo de 2009 y de las importaciones de China procedentes de Corea y del Taipei chino en febrero y marzo de 2009. Estos rebotes de la actividad comercial contrarrestaron los descensos observados durante aproximadamente seis meses, si bien no está claro que sean indicativos de una recuperación sostenida. La senda de la recuperación dependerá también del ritmo al que los flujos internacionales de capital, que tan importantes han sido para el crecimiento, se repongan de su aguda retracción en 2008.

Mayores dificultades para obtener financiación externa

La mayoría de las crisis sufridas por las EME en los años 80 y 90 se produjeron al retraerse las entradas brutas de capital privado ante la pérdida de confianza en las políticas aplicadas. Sin embargo en esta ocasión, la evolución de los flujos de capital es algo distinta. Con la notable excepción de algunos países de Europa central y oriental, numerosas EME adoptaron políticas adecuadas antes de la crisis, lo que les permitió resistir mejor las reversiones de los flujos de capital, al menos en un primer momento. Sin embargo, según fue avanzando la crisis, la evolución de estos flujos se asemejó a la de crisis anteriores. Como se explica más adelante, los países con mayores déficits fiscales y por cuenta corriente y los sectores con abultadas exposiciones a divisas en sus balances fueron los más afectados por el endurecimiento de las condiciones de financiación externa y las retiradas de capital.

Durante el primer semestre de 2008, las entradas brutas de capital a las economías de mercado emergentes mostraron gran resistencia, alcanzando en muchos casos el 60–70% de los máximos registrados en 2007. Las retracciones de estos flujos se notaron sobre todo en los mercados de renta variable, donde los precios comenzaron a caer desde sus máximos históricos alcanzados en

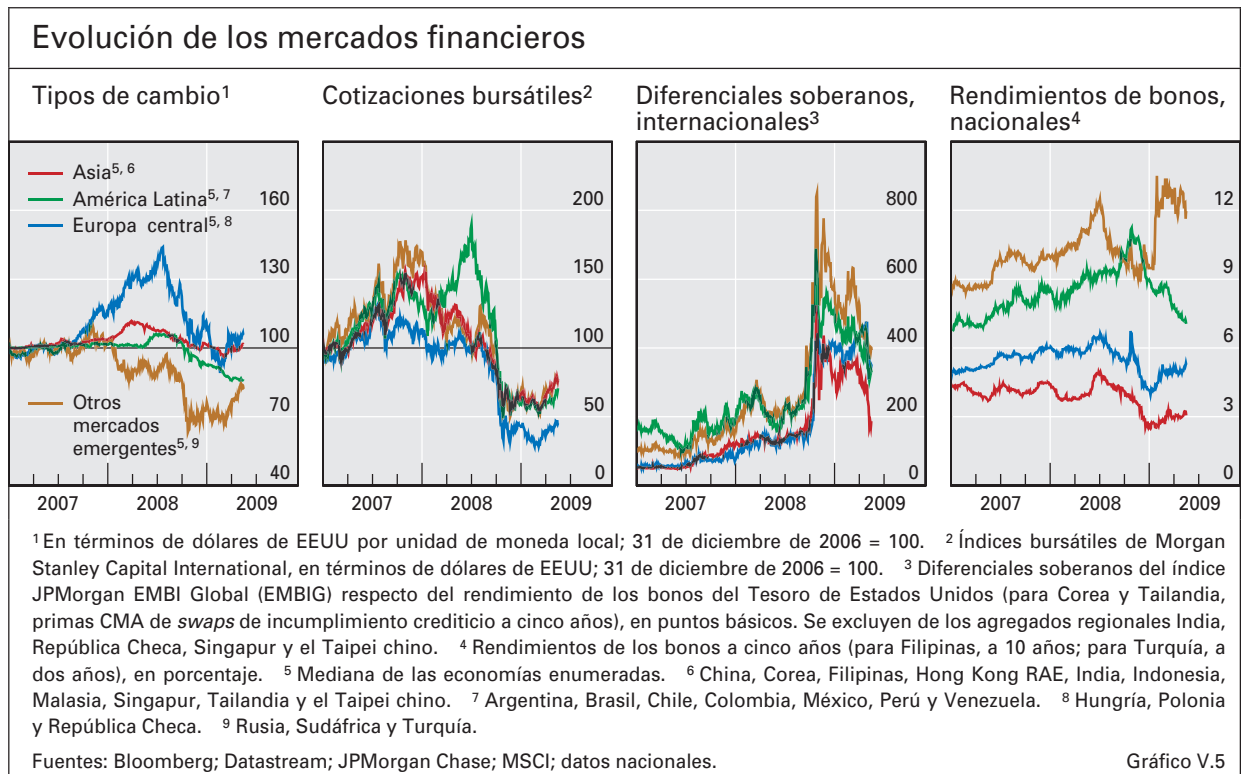
Resistencia inicial
de los flujos de
capital...

el último trimestre de 2007. El hecho de que otros inversionistas (bancos y tenedores de bonos) mantuvieran sus posiciones en estas economías puede atribuirse a una serie de factores ya citados, entre los que se incluyen el sustancial incremento de las reservas oficiales de divisas y la mayor solidez de los sistemas bancarios en numerosos casos. La existencia de mercados de bonos locales mejor desarrollados también tuvo cierta importancia en algunos países.

Los bancos internacionales comenzaron a retirar fondos de algunas economías de mercado emergentes en el tercer trimestre de 2008. En un primer momento, esta retirada afectó a países con sistemas bancarios sólidos y relativamente líquidos. Por ejemplo, los préstamos transfronterizos a entidades bancarias y no bancarias de China, Malasia, Polonia, República Checa y el Taipei chino decrecieron en 30.000 millones de dólares en el tercer trimestre. El análisis del mercado y de los bancos centrales en aquel momento sugería que algunas entidades de crédito internacionales podían haber reducido sus préstamos a estas economías para superar graves problemas de liquidez en sus mercados nacionales.

Las perturbaciones de la financiación a las EME se generalizaron tras la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 y la consiguiente interrupción de la financiación en los mercados interbancarios internacionales (véase el Capítulo II). La contracción de las entradas de capital para inversión de cartera se aceleró, las monedas de las economías emergentes se debilitaron notablemente, los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos internacionales se ampliaron de manera sustancial y los rendimientos de los bonos locales aumentaron en varias EME (véase el Gráfico V.5). Los primeros

... seguida de perturbaciones



países afectados por el encarecimiento y la menor disponibilidad de financiación externa fueron los que tenían grandes déficits por cuenta corriente (como los países de Europa central y oriental, y Sudáfrica) y aquéllos cuyos superávits se redujeron como consecuencia del desplome de los precios del petróleo y otras materias primas (como Argentina, Rusia y Venezuela).

Exposiciones en el sector empresarial

En las EME con posiciones externas más fuertes, los primeros efectos sobre los flujos de capital se hicieron notar en el sector empresarial. Al depreciarse fuertemente las monedas locales frente a las principales divisas, las empresas que habían recurrido extensamente a los mercados internacionales de deuda y crédito para financiar la inversión (como las compañías energéticas rusas) tuvieron dificultades para refinanciar su deuda. Además, el sobresalto de septiembre de 2008 había puesto de manifiesto algunas vulnerabilidades de las que aparentemente no habían sido conscientes las autoridades ni los mercados. En particular, muchas empresas de Brasil, Corea, México y Polonia habían celebrado contratos de derivados con bancos nacionales o extranjeros durante 2007 y 2008 para proteger los beneficios procedentes de las exportaciones frente a una fuerte apreciación de las monedas locales y, en algunos casos, para especular presuponiendo su continua apreciación. En general, estas posiciones no se incluyeron en los balances de las empresas. Cuando los tipos de cambio de la moneda local no reaccionaron como se esperaba frente al dólar o el euro, estas sociedades sufrieron grandes pérdidas, cuyo importe se estima en aproximadamente el 0,8% del PIB en el caso de Corea y en más del 1% del PIB en el de Polonia.

Desaparecen los flujos de capital a los mercados emergentes de bonos

En los mercados internacionales, la emisión de deuda se paralizó y la negociación en el mercado secundario de títulos de EME se redujo sustancialmente en septiembre y octubre, incluso en el caso de la deuda de empresa con calificaciones crediticias elevadas y de la deuda pública de países con posiciones fiscales relativamente fuertes (como Brasil, Malasia y Sudáfrica). Tras registrar un endeudamiento neto de 28.000 millones de dólares durante los tres primeros trimestres de 2008, en el último trimestre las EME acumularon reembolsos netos por valor de 27.000 millones de dólares (véase el Cuadro V.2), al perder muchos prestatarios del sector empresarial de estas economías su acceso a los mercados internacionales de capitales. La cuantía de los pagos netos fue especialmente elevada en

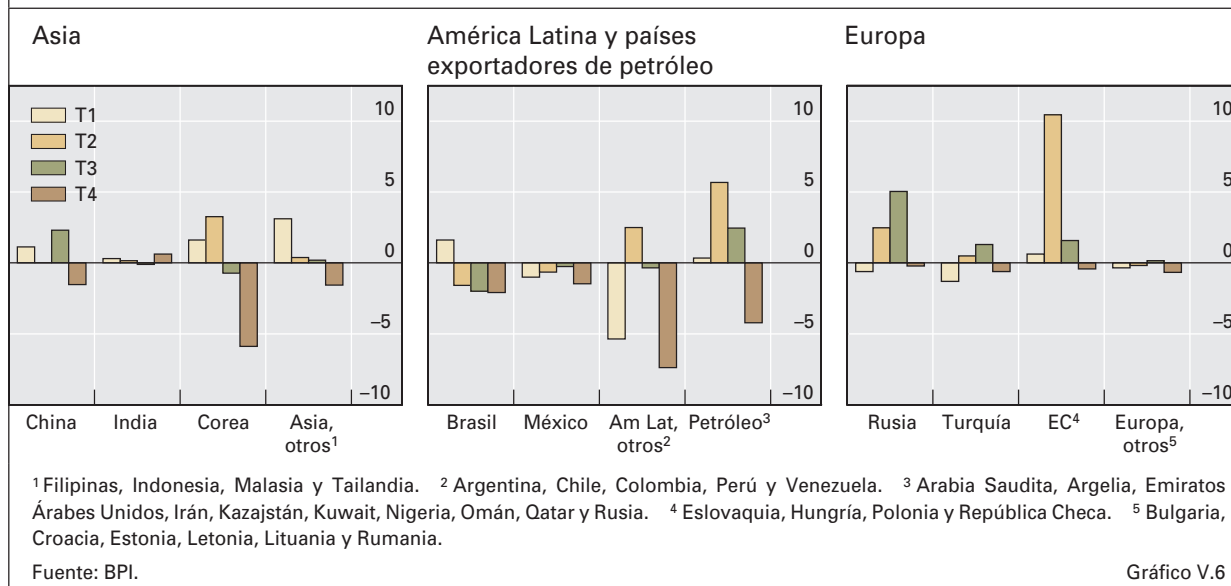
| Flujos bancarios internacionales y emisión de bonos | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| En miles de millones de dólares de EEUU | | | | | |
| | T1 2008 | T2 2008 | T3 2008 | T4 2008 | T1 2009 |
| Préstamos transfronterizos ¹ | 168 | 105 | 47 | -205 | ... |
| Bonos internacionales, emisión neta | -1 | 23 | 6 | -27 | 4 |

¹ Préstamos externos de bancos declarantes al BPI frente a las EME; variaciones estimadas ajustadas por el tipo de cambio.
Fuente: BPI.

Cuadro V.2

Títulos de deuda internacionales

Emisión neta por país de residencia del emisor en 2008, en miles de millones de dólares de EEUU



América Latina, Corea y los países exportadores de petróleo (véase el Gráfico V.6). En total, la emisión de préstamos sindicados se contrajo en 65.000 millones de dólares entre el tercer y el cuarto trimestre, afectando en particular a Hong Kong RAE, Singapur y los países de Oriente Medio. Además, se redujo la tenencia de bonos en moneda local de economías emergentes por inversionistas extranjeros, lo que refleja no sólo el aumento de la demanda de efectivo por dichos inversionistas, sino también su aversión al riesgo, al adueñarse la volatilidad de los mercados de bonos locales de numerosas EME (incluidos Hungría, Indonesia, México y Turquía).

El cambio de dirección de los flujos bancarios transfronterizos también se acentuó en el último trimestre de 2008. Según las últimas estadísticas bancarias internacionales del BPI, los bancos de economías avanzadas redujeron sus préstamos transfronterizos a países en desarrollo en 205.000 millones de dólares ese trimestre (un 1% del PIB conjunto de las economías de mercado emergentes), revertiendo más del 60% de las entradas de los tres trimestres anteriores (véase el Cuadro V.2). Esta tendencia afectó especialmente a Brasil, China, Corea, Turquía y los países exportadores de petróleo, incluida Rusia (véase el Gráfico V.7). Los préstamos al sector bancario sufrieron un retroceso más acusado que los concedidos al no bancario. Al mismo tiempo, los residentes de muchas EME (sobre todo de Europa central y países exportadores de petróleo, incluida Rusia) retiraron parte de sus depósitos y otros activos en divisas mantenidos en bancos declarantes al BPI, proporcionando a los mercados emergentes un colchón con el que antes no contaban. Sin embargo, algunas retiradas de depósitos pudieron deberse a intervenciones oficiales en el mercado de divisas, más que a la respuesta autónoma de los bancos de EME ante la menor disponibilidad de financiación transfronteriza.

Reversión más acusada de los préstamos transfronterizos

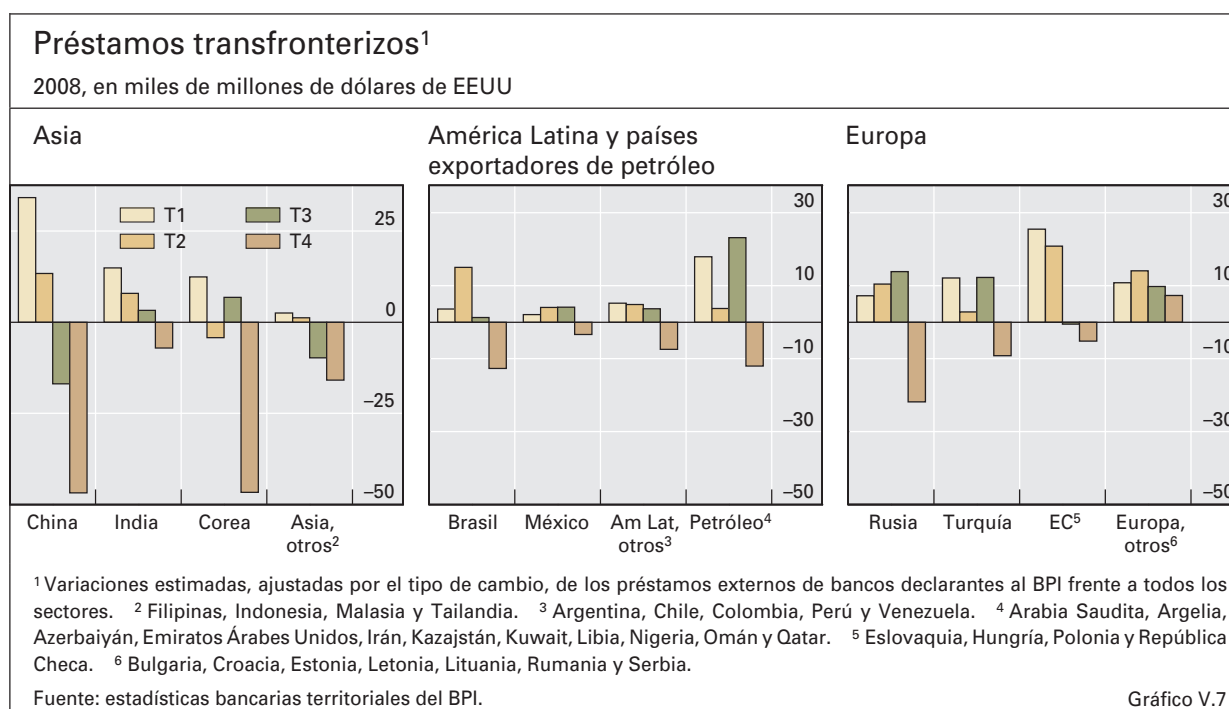
El impacto de la propiedad extranjera de los bancos

Una cuestión interesante es si la presencia de bancos extranjeros en las EME ha tenido alguna incidencia palpable en los flujos bancarios. Para responder a esta pregunta, puede analizarse si los préstamos en divisas y en moneda local concedidos por filiales de bancos extranjeros en las EME se han mantenido más estables en países con mayor presencia de entidades extranjeras.

Resistencia temporal de los préstamos transfronterizos...

Durante algún tiempo, los préstamos transfronterizos parecen haber gozado de mayor estabilidad en algunos países pequeños con mayor presencia de bancos extranjeros. En concreto, las pequeñas economías de Europa central y oriental (los Estados bálticos y los países del sudeste europeo), cuyos sistemas bancarios están casi por completo en manos de entidades extranjeras, se vieron menos afectadas por la disminución de los préstamos transfronterizos interbancarios en el cuarto trimestre de 2008 que otras economías más grandes de la región (Polonia, República Checa, Rusia y Turquía), donde los bancos no suelen pertenecer a entidades extranjeras (con la excepción de la República Checa) (véase el panel derecho del Gráfico V.7).

La resistencia de los préstamos transfronterizos en los países más pequeños de Europa central y oriental resulta sorprendente, dado que muchos de ellos tienen considerables déficits externos. Sin embargo, en febrero de 2009 quedó patente que estas economías se deterioraban más rápidamente de lo previsto. Numerosos prestatarios tuvieron problemas para reembolsar o refinanciar sus préstamos. La pérdida de confianza entre los inversionistas reveló súbitamente vulnerabilidades que venían de antiguo, como la propensión de los hogares y las pequeñas y medianas empresas a contratar préstamos en divisas. Hasta la publicación de los datos del primer trimestre de 2009 a principios de julio no se conocerá si los bancos matrices de Europa occidental han mantenido el apoyo a sus filiales en estos países de menor tamaño.



En cuanto a los préstamos en moneda local, aún se desconoce si han gozado de más estabilidad en países con mayor presencia de bancos de propiedad extranjera. Ajustados por la oscilación de los tipos de cambio, los créditos en moneda local concedidos por filiales de bancos extranjeros han aguantado mejor en varias EME. Por ejemplo, en el cuarto trimestre de 2008 se produjo un incremento de dichos préstamos en Brasil, China, Polonia y Turquía y se mantuvieron en las pequeñas economías de Europa central y oriental con gran presencia de bancos extranjeros. Por contra, en países como Corea y Sudáfrica disminuyeron.

... y comportamiento
dispar de los
préstamos locales

Otra cuestión interesante es si los países con mercados locales de bonos más desarrollados han respondido mejor a las salidas de capitales. En los últimos años, las EME habían intentado reducir su vulnerabilidad ante dichas salidas incrementando la emisión en los mercados nacionales de deuda. Sin embargo, la crisis podría haber empujado a los inversionistas (sobre todo extranjeros) a retirarse de estos mercados y optar por activos en divisas más líquidos. Esta tendencia afectó, entre otros, a los mercados locales de bonos de Hungría, Indonesia, México y Turquía, exacerbando en muchos casos las presiones depreciatorias, dada la grave parálisis de los mercados internacionales de *swaps* de divisas (véase el panel central del Gráfico II.4). Por ejemplo, en Hungría las subastas de deuda pública celebradas a mediados de octubre quedaron desiertas. También se redujeron las posiciones en bonos en moneda local por parte de no residentes ante su mayor demanda de divisas. Al mismo tiempo, los bancos internacionales no estaban dispuestos a negociar euros por forints, lo que desató una fuerte depreciación con efecto dominó en toda Europa central y oriental (por ejemplo, la corona checa se dejó un 9% frente al euro durante el cuarto trimestre, pese a tener una posición mucho más sólida).

¿Cuál es el peso de
los mercados
locales de bonos?

A finales de 2008 y principios de 2009, la acusada contracción de la demanda externa agravó los efectos negativos de la crisis financiera mundial sobre los flujos de capital hacia mercados emergentes. Su repercusión fue especialmente evidente en el caso de la financiación al comercio internacional. En América Latina, por ejemplo, los principales bancos internacionales habrían renovado en el primer trimestre de 2009 tan solo el 50–60% de las líneas de crédito comercial del año anterior. En buena medida, este descenso reflejó la caída de los volúmenes del comercio internacional y de los precios de las materias primas, aunque también obedeció a la paralización del mercado secundario de financiación de comercio exterior y a la reducción de las líneas de crédito de entidades especializadas en ese segmento de mercado. Aunque la escasez de crédito al comercio exterior también ha afectado a algunas economías exportadoras asiáticas, puede resultar más grave para los países africanos, por el subdesarrollo de sus sistemas financieros y la incapacidad de sus gobiernos para facilitar la concesión de crédito comercial.

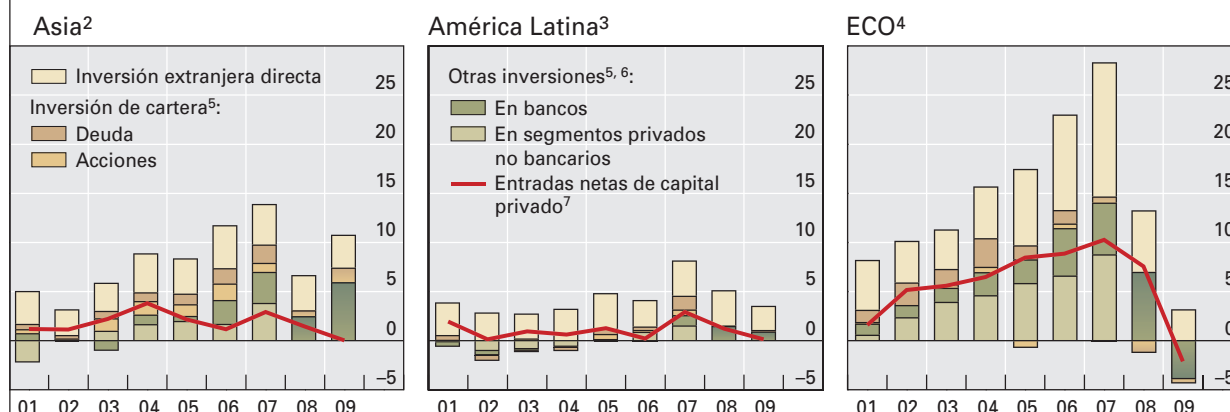
Problemas para la
financiación
comercial

El comportamiento de los flujos de inversión extranjera directa (IED), que en crisis anteriores se han mantenido más estables que otros flujos de capital, también preocupa. Las entradas brutas de IED se mantuvieron en 2008 en comparación con el periodo 2006–07, sobre todo en las economías asiáticas emergentes y en América Latina (véase el Gráfico V.8). Sin embargo,

La IED se ha visto
menos afectada
hasta ahora...

Composición de las entradas brutas de capital privado¹

En porcentaje del PIB



¹ Las entradas brutas son las medias simples de las economías enumeradas; para 2008 y 2009, estimaciones de las *Perspectivas de la Economía Mundial*. ² China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁴ Bulgaria, Croacia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Turquía. ⁵ Para 2008 y 2009, no se dispone de desgloses de inversión de cartera y otras inversiones. ⁶ Los valores negativos indican una reducción de los activos locales de propiedad privada clasificados como otras inversiones. ⁷ Totales regionales en porcentaje del PIB regional.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

Gráfico V.8

los últimos datos indican que la IED se redujo en varios países a principios de 2009. Esto se explicaría por el hecho de que aproximadamente un tercio de las entradas de IED en los últimos tiempos han correspondido a fusiones y adquisiciones, que normalmente se financian con préstamos de bancos internacionales. La significativa reducción de la concesión de préstamos sindicados en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009 parece sustentar esta idea. Además, las transferencias de beneficios procedentes de algunas EME registraron un fuerte incremento, ya que muchas empresas multinacionales, al igual que los bancos internacionales, necesitaban fondos líquidos en sus mercados de origen. Según el Centro de Desarrollo de la OCDE, la reinversión de beneficios y los préstamos intragrupo también se están reduciendo considerablemente al transferir las empresas recursos financieros a sus matrices.

... aunque el panorama es bastante incierto

Dado que la crisis actual está asociada con una contracción sin precedentes de la actividad económica mundial, resulta imposible predecir cuándo y en qué medida podrían recuperarse las entradas de capital privado hacia los mercados emergentes. Las cotizaciones bursátiles se han recuperado con fuerza desde marzo de 2009. Asimismo, la emisión de bonos internacionales se reanudó en el primer trimestre de 2009 (véase el Cuadro V.2), aunque sólo en el caso de la deuda pública de elevada calificación y de los bonos de empresa de máxima calidad (y, en todo caso, con primas sustancialmente más elevadas que a principios de 2008). Además, puesto que la crisis se originó en los sistemas financieros de economías avanzadas, no parece probable que el remedio aplicado habitualmente en el pasado —reformular las políticas de las economías de mercado emergentes— vaya a lograr por sí solo restablecer el flujo de capital hacia estas últimas. Tampoco está claro cómo se van a resolver los desequilibrios en las balanzas de pago por cuenta corriente en todo el

mundo, las cuales fueron un factor importante en el aumento de los flujos de capital desde y hacia los mercados emergentes antes de la crisis.

Factores que favorecen la actividad económica

Aparte del alcance de las políticas anticíclicas analizadas en el Capítulo VI, dos factores serán importantes para determinar hasta qué punto se mantiene la actividad en las EME en vista del descenso de las exportaciones y la contracción de las entradas de capital. Uno es el éxito de las autoridades para estabilizar los mercados cambiarios y mantener la financiación en moneda extranjera, mediante la provisión de liquidez en divisas. El otro es la estabilidad y la capacidad de préstamo del sistema bancario nacional, que están relacionadas con la situación financiera de las entidades bancarias y con las recientes medidas de apoyo al sector financiero.

Inyección de liquidez en divisas

Como se indicó anteriormente, una característica destacada de la presente crisis es que, mientras que en muchos países se había reducido o estabilizado la deuda externa antes de la crisis, la privada se había mantenido en niveles elevados o incluso había aumentado. Al disminuir las entradas de capital, los bancos centrales tomaron medidas para garantizar la disponibilidad de divisas de manera que las empresas pudieran hacer frente a sus obligaciones de pago. Así pues, intervinieron en los mercados cambiarios para estabilizarlos y reducir la volatilidad del tipo de cambio. También utilizaron sus reservas oficiales para estabilizar el flujo de financiación externa al sector privado, tratando sobre todo de reducir el riesgo de refinanciación y cubrir el déficit de financiación del comercio exterior proporcionando fondos o avales.

Intervención de los bancos centrales

Aunque la situación de los mercados de divisas y de capitales de las EME parece haberse estabilizado con respecto al periodo de graves dificultades financieras de octubre y noviembre de 2008, aún persiste cierta inestabilidad y la recuperación no ha sido plena (véase el Gráfico V.5).

Un aspecto preocupante es que la intervención en los mercados cambiarios ha comportado en algunos casos la consunción de buena parte de las reservas de divisas. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2009, las reservas oficiales estaban al 80% en Corea y la India con respecto a sus niveles de junio de 2008, en Polonia al 75% aproximadamente y en Rusia al 65%. Ante la posibilidad de nuevas perturbaciones externas, estos niveles ponen en duda la suficiencia de las reservas, aunque los indicadores convencionales sugieran que siguen siendo abundantes. Pese a las notables intervenciones del cuarto trimestre de 2008, numerosas economías de mercado emergentes tenían a finales de año más reservas oficiales que en 2007 (véase el Cuadro V.3). Además, una conocida regla empírica (la denominada regla de Guidotti-Greenspan) dicta que las reservas de divisas deben cubrir el 100% de la deuda externa con vencimiento en un año. En 2008, casi todas superaban ampliamente este nivel: la cobertura ascendía a más del 400% en Asia y Rusia y rondaba el 300% en América Latina. Otra regla, la que establece que las reservas deben cubrir de tres a seis meses de importaciones (es decir,

Preocupación por la suficiencia de las reservas

Suficiencia de las reservas de divisas¹

Reservas al cierre del ejercicio

| | En miles de millones de dólares de EEUU | | | | En porcentaje de: | | | | | | | | |
|--|---|------------|------------|------------|-------------------|------------|--|--------------|------------|---------------|-----------|-----------|------------|
| | | | | | PIB | | Deuda externa a corto plazo ² | | | Importaciones | | | |
| | 96 | 07 | 08 | 09 | 08 | 96 | 07 | 08 | 09 | 96 | 07 | 08 | 09 |
| Asia ³ | 477 | 2.907 | 3.320 | 3.355 | 45 | 170 | 449 | 589 | 595 | 49 | 84 | 74 | 83 |
| China | 105 | 1.528 | 1.946 | 1.954 | 44 | 376 | 1.249 | 1.865 | 1.873 | 76 | 160 | 172 | 186 |
| India | 20 | 267 | 247 | 242 | 20 | 260 | 339 | 333 | 324 | 55 | 123 | 85 | 88 |
| Corea | 33 | 262 | 200 | 212 | 21 | 45 | 176 | 173 | 177 | 22 | 73 | 46 | 55 |
| Otros Asia ⁴ | 319 | 850 | 927 | 948 | 52 | 145 | 389 | 502 | 511 | 48 | 69 | 62 | 72 |
| América Latina ⁵ | 142 | 397 | 440 | 410 | 13 | 145 | 238 | 369 | 300 | 89 | 82 | 71 | 69 |
| Brasil | 58 | 179 | 193 | 186 | 12 | 111 | 292 | 342 | 329 | 109 | 149 | 111 | 115 |
| Chile | 16 | 17 | 23 | 24 | 14 | 201 | 86 | 113 | 114 | 89 | 38 | 40 | 47 |
| México | 19 | 86 | 94 | 84 | 9 | 60 | 256 | 241 | 218 | 21 | 31 | 30 | 29 |
| ECO ⁶ | 53 | 227 | 233 | 211 | 17 | 504 | 114 | 107 | 92 | 36 | 51 | 43 | ... |
| Oriente Medio ⁷ | 17 | 58 | 54 | 47 | 9 | 111 | 98 | 112 | 90 | 34 | 51 | 41 | ... |
| Rusia | 11 | 467 | 413 | 368 | 25 | 42 | 486 | 509 | 446 | 16 | 209 | 141 | 143 |
| <i>Pro memoria:</i> <i>Exportadores netos de petróleo⁸</i> | <i>93</i> | <i>883</i> | <i>885</i> | <i>...</i> | <i>21</i> | <i>200</i> | <i>1.050</i> | <i>1.862</i> | <i>...</i> | <i>42</i> | <i>98</i> | <i>87</i> | <i>...</i> |

¹ Los agregados regionales son la suma de las economías enumeradas; los porcentajes son medias simples. Para 2009, últimos datos disponibles. ² Suma de activos transfronterizos consolidados de todos los bancos declarantes al BPI frente a países no declarantes con vencimientos de hasta un año y títulos de deuda internacionales en circulación con vencimiento residual de hasta un año. ³ Países enumerados. ⁴ Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur, Taipei Chino y Tailandia. ⁵ Países indicados más Argentina, Colombia, Perú y Venezuela. ⁶ Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. ⁷ Arabia Saudita, Kuwait y Qatar. Para Arabia Saudita, excluidas inversiones en títulos extranjeros. ⁸ Angola, Argelia, Kazajstán, México, Nigeria, Noruega, Rusia, Venezuela y Oriente Medio.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales.

Cuadro V.3

entre el 25% y el 50% de las importaciones anuales), también se cumplía holgadamente en la mayoría de los casos a finales de 2008. Estas cifras parecen indicar que muchos bancos centrales de economías de mercado emergentes podían cubrir las necesidades de financiación en divisas del sector privado durante bastante más de un año. Sin embargo, una crisis económica grave y un retraso en la recuperación de las entradas de capital podrían generar nuevos episodios de inestabilidad en los mercados, que a su vez podrían dar lugar a un drenaje de reservas mucho más rápido que el sugerido por estos indicadores. En tal caso, la retirada de financiación a las economías emergentes podría desacelerar considerablemente la recuperación económica.

Otro aspecto a tener en cuenta es que la suficiencia de las reservas de divisas depende también de otros rasgos de la economía que no se reflejan en los indicadores convencionales. Por ejemplo, aunque las reservas de divisas de Chile han sido comparativamente bajas con respecto a su deuda externa a corto plazo, y sus ingresos por exportaciones han sufrido una brusca caída, sus reservas oficiales se han mantenido muy estables y el peso chileno se ha recuperado antes que otras monedas latinoamericanas. Una explicación a este buen comportamiento es que el Gobierno chileno (a través de su fondo soberano de inversión) y los hogares de este país (a través de fondos de pensiones) mantienen amplias posiciones en activos en divisas. Pese a la

menor rentabilidad de las inversiones internacionales, que puede haber incidido transitoriamente en los tipos de cambio, la solidez de los sectores financiero y empresarial ha contribuido en general a limitar la necesidad de recurrir a las reservas oficiales. Por esta misma razón, países con reservas de divisas mucho mayores pero sistemas financieros menos sólidos podrían resistir peor.

En este contexto, una cuestión importante es hasta qué punto pueden las EME mejorar su resistencia utilizando recursos externos o acuerdos de disposición mutua de reservas en lugar de la costosa acumulación de divisas. La crisis ha llevado a adoptar tres medidas sin precedentes que podrían reducir la necesidad de disponer de cuantiosas reservas de moneda extranjera. En primer lugar, en octubre de 2008 cuatro bancos centrales de economías de mercado emergentes firmaron con la Reserva Federal estadounidense acuerdos de divisas recíprocos por valor de 30.000 millones de dólares. En segundo lugar, en Asia Oriental se ha creado recientemente una facilidad multilateral por valor de 120.000 millones de dólares recurriendo a sus reservas oficiales. De este modo se amplía significativamente el alcance de los acuerdos bilaterales de *swaps* de divisas celebrados anteriormente en el marco de la Iniciativa de Chiang Mai. En tercer lugar, recientes propuestas del G-20 han abogado por acrecentar sustancialmente los recursos de las instituciones financieras internacionales, en apoyo a las medidas tomadas por éstas para ampliar el alcance y la eficacia de sus operaciones en respuesta a la crisis. En este contexto destaca la decisión de algunas economías de mercado emergentes (Colombia, México y Polonia) de recurrir a la Línea de Crédito Flexible creada recientemente por el FMI que se dirige a países con fundamentos macroeconómicos sólidos.

Alternativas a las reservas de divisas

La solidez de los sistemas bancarios y del crédito

La contundente contracción de la financiación bancaria transfronteriza antes citada (véase el Gráfico V.7) ha afectado tanto al sector bancario como al no bancario de las EME. Los prestatarios del sector empresarial, ante sus dificultades de acceso a la financiación externa, han optado por recurrir al mercado interno. Para saber cuánto debería aumentar el crédito interno bancario si la totalidad del endeudamiento externo se trasladara a los bancos nacionales puede utilizarse la relación entre el endeudamiento externo no bancario y el crédito bancario nacional. Los datos del tercer trimestre de 2008, antes de la abrupta caída de los flujos bancarios transfronterizos, muestran que esta relación rondaba el 45% en México y Turquía y el 30% en Europa central, los Estados bálticos y el sudeste europeo.

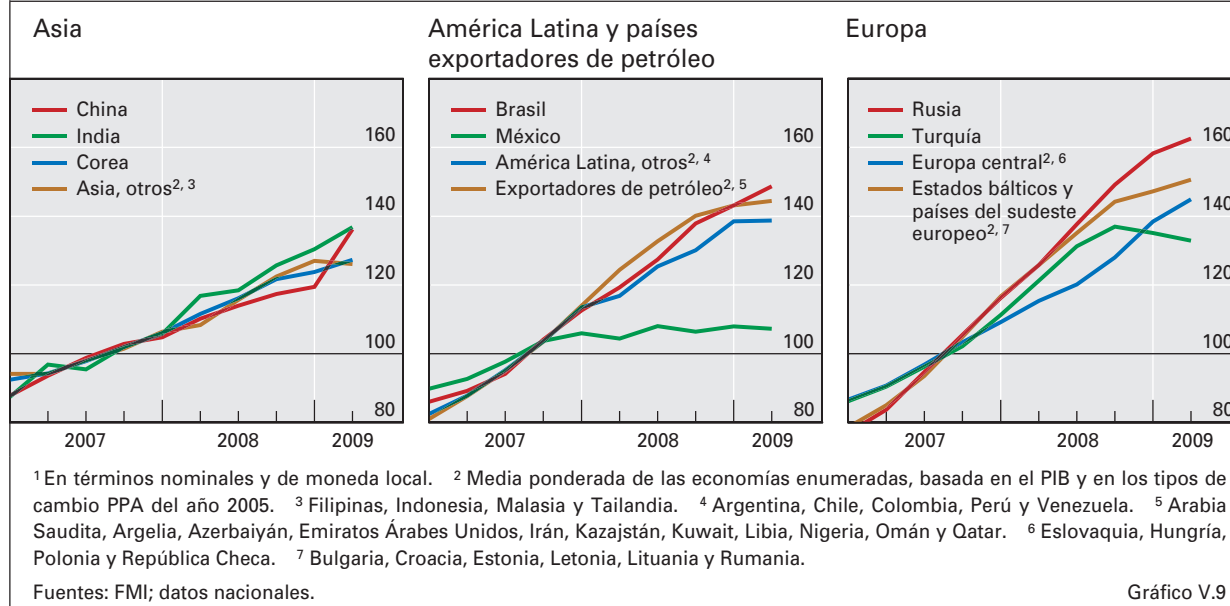
Mayor demanda de crédito interno

Cubrir esta mayor demanda de crédito podría contribuir a sostener la actividad económica. Sin embargo, la capacidad de los bancos locales para hacerlo puede estar limitada, sobre todo por la reducción de su propio acceso a financiación externa. El grado de vulnerabilidad a este respecto varía considerablemente entre países: la relación entre préstamos y depósitos supera la unidad (lo que indica una posible dependencia de la financiación externa) en Corea, Hungría y Rusia, que son países con dificultades en los mercados de divisas, pero también en Colombia y Sudáfrica, que han sufrido

La capacidad de préstamo de los bancos podría ser limitada

Crédito bancario local al sector privado¹

2007 = 100



menos presiones. Otro indicador de la dependencia de la financiación externa —el porcentaje de pasivos en divisas en el total de pasivos del sistema bancario— ha oscilado entre el 15% y el 30% aproximadamente en Corea, Hungría, Polonia, Rusia y Sudáfrica.

El aguante del crédito bancario

Ahora bien, los fuertes descensos del préstamo bancario transfronterizo a bancos y entidades no bancarias en el cuarto trimestre de 2008 no han sido óbice para que el crédito, pese a ralentizarse, lograra mantener un crecimiento interanual de dos dígitos en muchas EME hasta bien entrado el primer trimestre de 2009. De hecho, en varias de estas economías, el crédito de bancos locales ha permanecido estable o ha seguido una tendencia alcista (véase el Gráfico V.9).

Importancia de la solidez del sistema bancario...

Un factor que puede haber favorecido el crecimiento del crédito interno es la fortaleza de los sistemas bancarios de las economías de mercado emergentes, que ha aumentado notablemente en el curso de esta década. La rentabilidad (medida por la mediana² de la rentabilidad sobre activos en 23 grandes EME) pasó de menos del 1% a comienzos de la década al 1,5% en 2007. Para ese año, estas economías tenían en general coeficientes de capital muy superiores al 8% fijado por Basilea, con medianas próximas al 13%. En algunos países (como Brasil, Indonesia y Turquía), los coeficientes de capital rondaban el 19%. La mediana de los índices de morosidad experimentó un descenso desde cerca del 10% a principios de la década hasta situarse por debajo del 3% en 2007. No obstante, estos índices suelen ser indicadores atrasados. Un indicador alternativo, el índice de fortaleza financiera de Moody's,

² La mediana es una medida más apropiada de la tendencia central para saber si un porcentaje representativo (50%) de la muestra de países ha mejorado su rentabilidad a lo largo del tiempo. Por el contrario, la media simple otorgaría más peso a resultados inusualmente buenos o malos, incluso si se refiere a unos pocos países y por tanto no resulta representativa.

que califica a los bancos con arreglo a su capacidad intrínseca (es decir, excluyendo el apoyo externo), también muestra una mejora significativa, aunque las calificaciones de fortaleza tienden a ser bajas. Si se excluyen los datos de dos centros financieros con calificaciones relativamente elevadas (Hong Kong RAE y Singapur), la mediana de este indicador pasó de 26 (de un máximo de 100) en diciembre de 1998 a 34 en enero de 2008, para luego caer hasta 33 en abril de 2009.

Otro factor que puede haber contribuido al crecimiento del crédito es la actuación de las autoridades de las EME para proporcionar liquidez interna y apoyar a los sistemas bancarios nacionales. Como se analiza más exhaustivamente en el Capítulo VI, estas medidas han incluido la inyección de liquidez por el banco central a través de operaciones monetarias, así como la rebaja de las tasas de interés oficiales y de las reservas obligatorias. Otras medidas que han contribuido a reducir el coste de la financiación y a mantener el crédito bancario en las EME han sido las garantías de depósitos, el apoyo a los bancos (incluida, en algunos casos, la recapitalización de entidades), las medidas para estabilizar los mercados monetario y de capitales y las actuaciones para garantizar la financiación a prestatarios preferentes como las pequeñas y medianas empresas.

Sin embargo, existe un riesgo significativo de que este buen comportamiento sea temporal y el crédito interno se contraiga rápidamente. Un motivo de preocupación es que, como sabemos por experiencias pasadas, la gravedad de la desaceleración económica actual podría deteriorar los balances de los bancos al incrementar drásticamente las cifras de préstamos en mora, aunque en estos momentos no se prevé un repunte sustancial de los índices de morosidad.

... y de las medidas para apoyar a los bancos locales

Riesgo de que el buen comportamiento sea temporal

Conclusiones

Cabe destacar dos preocupaciones derivadas de la crisis económica mundial. En primer lugar, existe un riesgo significativo de que se demore la recuperación de las economías de mercado emergentes. En concreto, podría producirse un círculo vicioso con efectos desestabilizadores: la gravedad de la desaceleración podría impedir la reanudación de los flujos de capital hacia las EME, lo que a su vez podría continuar deteriorando el crecimiento. También es probable que la recuperación económica requiera un repunte del comercio internacional con menos desequilibrios externos. En cualquier caso, la implantación de los ajustes necesarios, tanto en las economías de mercado emergentes como en las avanzadas, puede llevar su tiempo. En este contexto, el crédito interno, cuya fortaleza ha favorecido la actividad económica, podría sufrir un acusado retroceso ante la magnitud de la crisis económica.

En segundo lugar, en respuesta a la fuerte reversión de las entradas de capital, las EME han optado por la intervención en los mercados cambiarios y otras medidas para generar liquidez en divisas. Esto ha contribuido a estabilizar la actividad económica al garantizar la continuidad de la operativa de los mercados cambiarios y estabilizar el flujo de financiación hacia estas economías. En cuanto a las previsiones, una pregunta importante es si las

reservas de divisas de las EME y las nuevas iniciativas que han mejorado considerablemente la disponibilidad de recursos en divisas (como los acuerdos bilaterales de *swaps* de divisas en los que participan bancos centrales de economías de mercado emergentes, los acuerdos de disposición mutua de reservas y el reciente incremento de los paquetes de financiación oficial para estas economías) contribuirán a una pronta recuperación de los flujos de capital hacia las EME. A medio plazo, dichas iniciativas también podrían ayudar a estas economías a disminuir su dependencia de la acumulación de reservas, lo que a su vez, podría contribuir a reducir los desequilibrios macroeconómicos.