

## ¿Saldrán ganadoras América Latina y Asia de la actual crisis financiera?

*Alicia García Herrero \**

**Tema:** Sorprendentemente, los países emergentes no se están viendo afectados de forma significativa por la crisis financiera internacional. Este análisis explica las causas de este incipiente “desacoplamiento”.

**Resumen:** La crisis financiera que viene golpeando las economías desarrolladas, y de manera especial a EEUU, no acaba de trasladarse de manera contundente a los países emergentes, como había sido el caso anteriormente en episodios similares. Esta amortiguación del impacto sobre emergentes se explica por las numerosas fortalezas que han ido acumulando estas economías desde sus crisis en los 90, tales como el menor endeudamiento –sea del sector público como privado–, la mayor diversificación geográfica de su comercio exterior y la fortaleza de sus sistemas financieros. A pesar de los riesgos a este escenario –tales como el descontrol de la inflación, un fuerte aumento del riesgo país o una brusca caída de las materias primas en el caso de América Latina–, parece más probable que la posición relativamente favorable de las economías emergentes respecto a las desarrolladas permitan a estas primeras escalar posiciones en la economía mundial, sea a través de la adquisición de grandes empresas como con la entrada en sectores productivos hasta ahora dominados por los países industrializados.

### **Análisis:**

#### *La profundidad de la crisis financiera*

La crisis financiera que viven hoy los mercados internacionales se originó en el verano de 2007 en el mercado hipotecario de EEUU tras años de aumento desenfrenado del precio de la vivienda. El primero en verse afectado fue el sector de más alto riesgo, el llamado *sub-prime* que también ha dado nombre a la crisis.

Desde el verano de 2007 hasta la fecha, los problemas se han extendido hacia una gran variedad de agentes, activos y mercados. Uno de los primeros en verse afectado ha sido el mercado monetario en todos los países desarrollados, que ha visto reducida drásticamente su liquidez a pesar de las medidas adoptadas por los bancos centrales correspondientes. También ha aumentado sustancialmente la prima de riesgo, especialmente de las entidades financieras –tras el reconocimiento de elevadas pérdidas patrimoniales–, por lo que han tenido que retrasar, y en algunos casos paralizar, sus emisiones de deuda o planes de aumento de capital. Igualmente, se han registrado pérdidas sustanciales en otras clases de activos más allá de los residenciales, incluyendo los bonos municipales y los préstamos apalancados, especialmente en EEUU.

---

\* *Economista jefe de Mercados Emergente en el Servicio de Estudios del BBVA*

En parte como consecuencia de los problemas en el sector financiero, se ha producido una fuerte desaceleración de la economía norteamericana y, en menor medida, de la europea y japonesa. En EEUU, el mercado inmobiliario continúa sin estabilizarse y contribuyendo negativamente al crecimiento, a la vez que el consumo se debilita progresivamente como consecuencia del deterioro de la confianza del consumidor y del empeoramiento del mercado laboral. Aunque las autoridades monetarias y fiscales han tomado medidas rápidas para frenar la desaceleración la situación sigue siendo difícil.

En este ARI se pretende analizar por qué esta crisis financiera no parece estar afectando significativamente a las economías emergentes y si esta tónica se va a mantener en un futuro. El análisis concluye que la relativamente benévola situación actual se debería mantener, aunque existen tres riesgos principales: la inflación –común a todas las zonas emergentes pero también a los países industrializados–, un súbito aumento de la aversión al riesgo emergente y una caída brusca del precio de las materias primas en el caso particular de América Latina. Por último, se hace una reflexión sobre las oportunidades que pueden abrirse a los países emergentes en un contexto de relativa fortaleza respecto a los países industrializados.

#### *¿Por qué un impacto moderado sobre las economías emergentes?*

Ante la situación de crisis financiera internacional, parece sorprendente que las economías emergentes no se hayan visto muy afectadas en su crecimiento, como muestran los datos de la primera mitad de 2008, pero también las previsiones para 2008 y 2009 (Tabla 1).

**Tabla 1. PIB: tasa de crecimiento**

(%)	2007	2008(p)	2009(p)
EEUU	2,2	1	1,6
UEM	2,6	1,7	1,1
Asia emergente	9	7,8	7,5
Latinoamérica, inc. México	5,60	4,40	3,90

Fuente: BBVA a partir de fuentes nacionales.

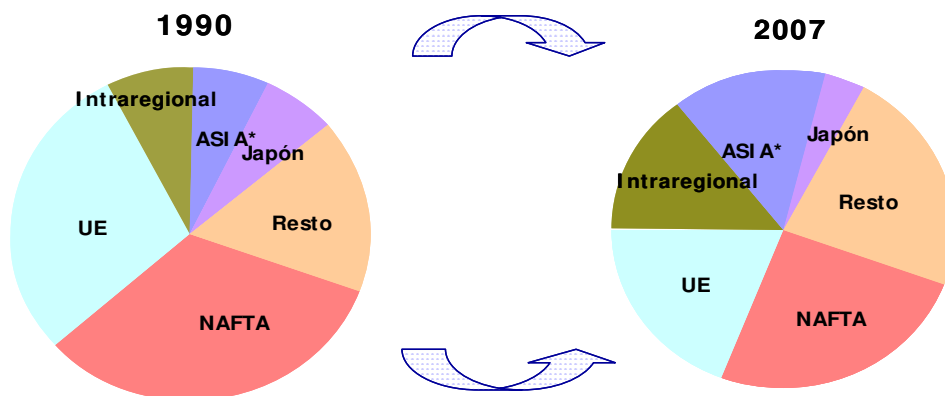
De hecho, en anteriores ocasiones cuando el mundo desarrollado sufría una fuerte desaceleración, las economías emergentes se veían aun mas afectadas, hasta el punto de acabar en una crisis financiera en algunos casos. En otras palabras, estas economías solían amplificar los ciclos de los países desarrollados. El motivo de dicha amplificación venía claramente por el canal financiero, puesto que las restricciones de crédito en las economías emergentes eran tan importantes que cualquier aumento del coste de capital o reducción del acceso a la financiación externa les ponía en graves dificultades. Además, la denominación de pasivos en moneda fuerte aumentaba el riesgo asociado a una depreciación de la moneda local, que solía ocurrir cuando el capital extranjero se retiraba de un determinado país.

En el año que llevamos de crisis, el impacto en las economías emergentes ha sido casi nulo salvo algunas excepciones. En las dos regiones más relevantes para España –Asia, por su importancia sistémica, y América del Sur, por la inversión directa acumulada en la región– el crecimiento de los últimos trimestres ha seguido siendo muy elevado en prácticamente todos los países. Las exportaciones –que deberían ser las primeras en verse afectadas por el canal comercial– están aguantando muy bien.

En el caso de América del Sur esto se explica fácilmente por el ulterior aumento de los precios de las materias primas, que aun hoy constituyen una parte muy importante de las

exportaciones totales en la mayoría de los países. También ayuda la mayor diversificación geográfica de las exportaciones, con una reducción del peso de EEUU y un aumento del de Asia, más allá del mayor comercio intrarregional (Grafico 1).

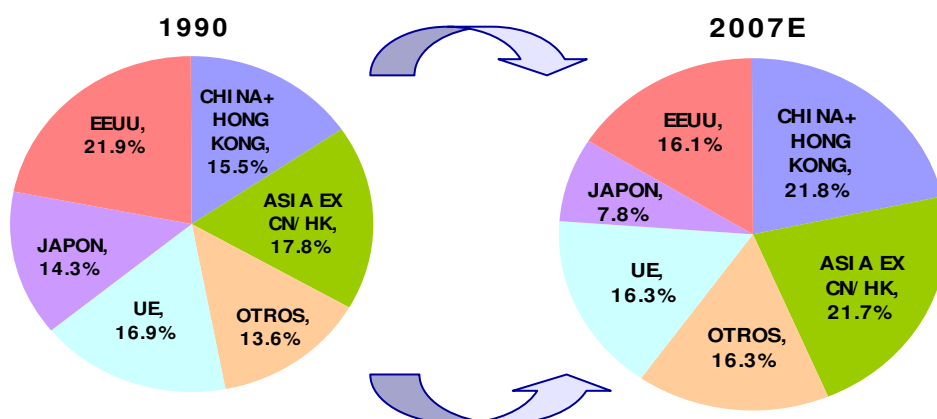
**Grafico 1. Distribución geográfica de las exportaciones de América del Sur**



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

En el caso de Asia, el fuerte crecimiento se explica por el importante aumento de los intercambios comerciales dentro de la propia región (Grafico 2), aunque es cierto que en buena medida se trata de productos intermedios cuya demanda final sigue estando en el mundo industrializado (EEUU especialmente pero también Europa y Japón).

**Grafico 2. Distribución geográfica de las exportaciones de Asia emergente**



Más allá de la mayor resistencia de las exportaciones –que en cualquier caso debería ceder en breve, especialmente en el caso de Asia por los motivos antes descritos–, ambas regiones han acumulado fortalezas importantes desde las últimas crisis. Son estas fortalezas las que deberían evitar que el canal financiero –tan dañino en anteriores *shocks*– operara esta vez.

Una de las principales fortalezas es la mayor riqueza alcanzada por ambas regiones. De hecho, la renta *per cápita* (medida como capacidad de poder adquisitivo) se ha mas que duplicado en Asia y ha aumentado un 60% en América del Sur (Tabla 1, fila 1). Aunque

América del Sur sigue siendo más rica, es cierto que las diferencias se han acortado en los últimos años a pesar del buen desempeño de las economías latinoamericanas. En cualquier caso, las diferencias con el mundo industrializado se han acortado aun más rápidamente (aunque la brecha, lógicamente, sigue siendo mucho mayor).

Mas allá de las ventajas generales derivadas de una mayor riqueza –tales como la menor necesidad de financiación externa para invertir– otra muy importante es que sirve de base para una mayor contribución de la demanda interna al crecimiento, especialmente en lo que se refiere al consumo privado. Así, el consumo privado ha aumentado su aportación al crecimiento sustancialmente en ambas regiones, y más aun en Asia (Tabla 2, fila 3). Por otro lado, la inversión también ha aumentado sustancialmente su aportación al crecimiento en América del Sur (Tabla 2, fila 4), lo que ha permitido aumentar la ratio de inversión sobre PIB a niveles comparables a los de la OECD (Tabla 2, fila 5). Asimismo, en Asia la contribución de la inversión al crecimiento se ha recuperado después de una fuerte caída tras la crisis asiática de 1997. De la misma manera, la inversión como porcentaje del PIB casi ha alcanzado ya los niveles que tenía antes de la crisis, aunque es cierto que esta evolución tan favorable se debe en una parte sustancial a los enormes esfuerzos de inversión de China.

**Tabla 2. Comparativa entre América Latina y Asia (1)**

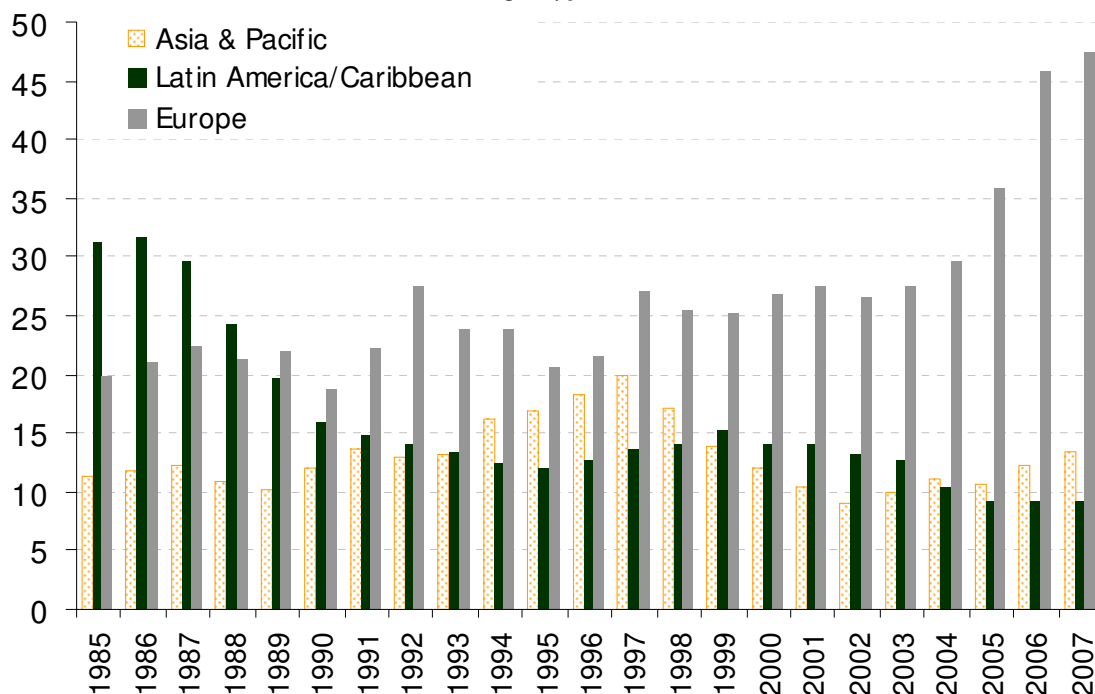
	América Latina			Asia		
	Actual	2000	1995	Actual	2000	1995
Renta <i>per cápita</i> (US\$ PPP)	11420	8185	7253	9980	5932	4580
Aportación demanda interna	7,1	2,8	5,3	8,9	7,3	10,5
Consumo	3,4	0,6	0,8	4,05	1,7	3,6
Inversión	2,3	-0,1	0,3	4,8	2,5	4,3
Ratio Inversión PIB	22,10	17,70	20,40	36,4	31	37,3

Fuente: BBVA a partir de FMI y fuentes nacionales.

Otra fortaleza importante es la menor dependencia de ambas regiones del capital extranjero, especialmente del capital más volátil. De hecho, Asia y América Latina han ido reduciendo su financiación con bancos internacionales en los últimos años mientras que “Europa emergente” la ha aumentado sustancialmente (Gráfico 3). El espejo de esta realidad es la muy diferente evolución de las cuentas exteriores en Asia y América Latina –con superávit importantes, especialmente en Asia– respecto a “Europa Emergente” –con déficit crecientes–. De la misma manera, la deuda externa se ha reducido sustancialmente en Asia, del 31% de media en 2005 al 17% actualmente (Tabla 3) y, en menor medida, en América Latina (del 27% en 2005 al 21% actualmente).

Gráfico 3.

**Préstamos bancarios internacionales transfronterizos**  
 en % PIB



Fuente: BPI y elaboración propia BBVA

Tabla 3. Comparativa entre América Latina y Asia (2)

	América Latina			Asia		
	Actual	2000	1995	Actual	2000	1995
Saldo público/PIB	0,1	-2,8	-4,4	1,08	-2,1	-1,2
Saldo cc./PIB	1,7	-1,7	-2,4	6,3	2,04	-1,98
Reservas/PIB	15,00	9,80	9,70	42	21,8	14.6*

\* No incluye Hong Kong en 1995.

La menor dependencia externa también se debe a la mayor solvencia fiscal. Esto es especialmente importante si se piensa que el elevado endeudamiento público fue la causa principal de muchas de las crisis anteriores, especialmente en América Latina. Así, de un déficit fiscal de alrededor del 4.5% del PIB en media en 1995, los países latinoamericanos han alcanzado ya el equilibrio de las cuentas públicas. En Asia la mejora ha sido menor, aunque la situación de partida era mejor (de alrededor del 1% del PIB de déficit en media en 1995 al 1% de superávit en 2007). Si se tiene en cuenta el mayor servicio de la deuda en América Latina (3.3% del PIB en media para 2007, respecto al 1.9% en Asia), el esfuerzo fiscal ha sido mayor en América Latina, como sería lógico dado el punto de partida y las consecuencias tan negativas que tuvo el excesivo endeudamiento público (Tabla 4).

**Tabla 4. Comparativa entre América Latina y Asia (3)**

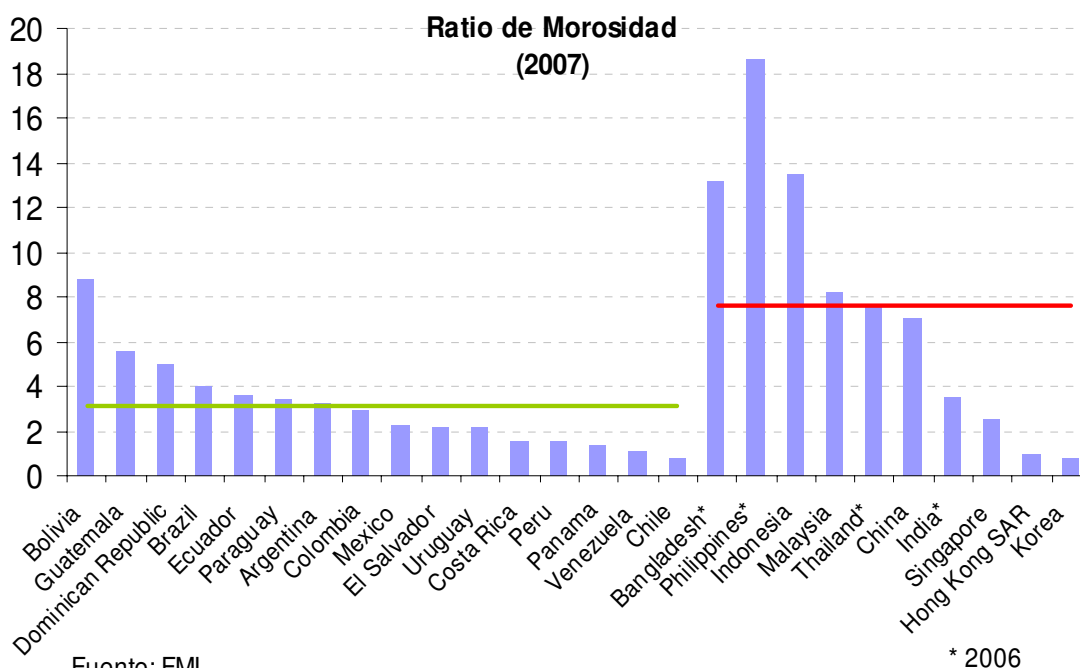
	América del Sur			Asia		
	Actual	2000	1995	Actual	2000	1995
Ratio deuda pública/PIB	37,3	40,4	30,4	37	40,1	30
Deuda externa/PIB	21,4	35,5	27,2	17,4	29,3	30,9
Servicio deuda externa/PIB	3,3	7,6	3,8	1,9	4,1	3,5
Deuda externa denominada en US\$ sobre externa denominada en moneda extranjera	75,21	74,10	74,24	71,1	72,2	64,8

Fuente: BBVA a partir de fuentes nacionales.

Otra de las razones por las que ha disminuido la dependencia del capital exterior es el mayor desarrollo de los mercados financieros locales. Esto es cierto para ambas regiones, aunque el tamaño de los mercados es mucho mayor en Asia y ya lo era incluso antes de las crisis de los 90. Lo importante es que el desarrollo de los mercados financieros se ha producido no solo en el sector bancario –como había sido la norma hasta ahora– sino también en los mercados de capitales. En el caso de Asia, el crecimiento se ha concentrado en los mercados bursátiles locales y en mayor medida en Hong Kong y Singapur, que se han convertido en importantes bolsas regionales. En América Latina el desarrollo en el mercado de bonos y bursátil ha sido más equilibrado.

Finalmente, la solvencia del sistema bancario también ha aumentado en ambas regiones tras las crisis que en algunos casos se originaron en el sistema bancario o bien lo arrastraron. En cualquier caso, la mejora es mucho más evidente en América Latina que en Asia, como se refleja claramente en las tasas de morosidad en los principales países (Gráfico 4). Los motivos de esta diferencia tan marcada pueden ser varios: desde la calidad de la regulación y supervisión al papel que hayan podido jugar los bancos extranjeros –mucho más presentes en América Latina que en Asia– en mejorar las prácticas bancarias y la gestión del riesgo.

**Gráfico 4**



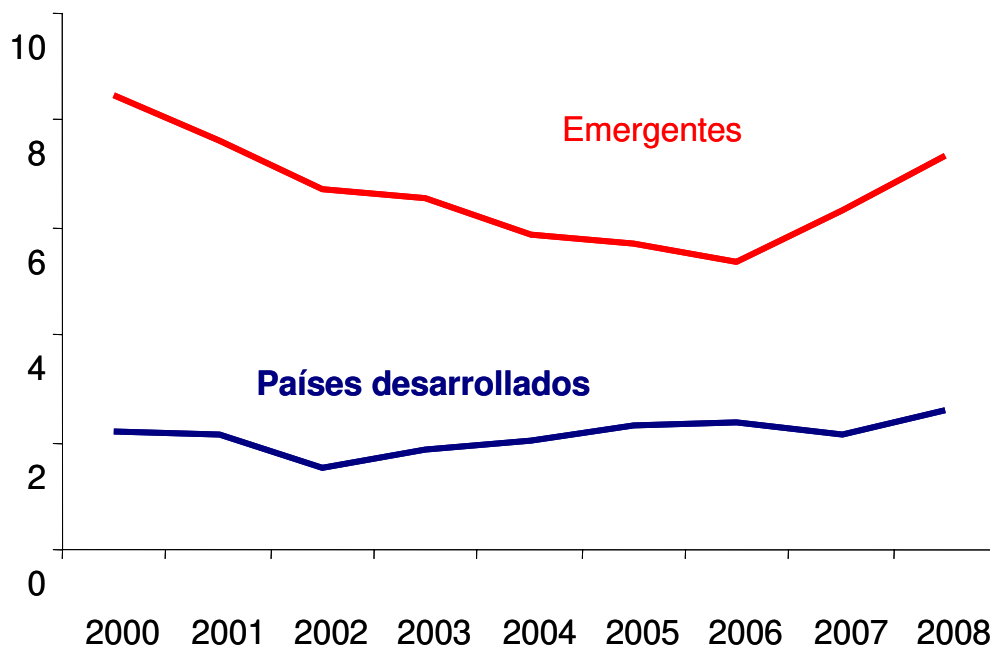
### *Riesgos para este escenario benévolo*

A pesar de las fortalezas anteriormente descritas, no cabe duda que existen riesgos importantes en el escenario anteriormente descrito.

El primero es la inflación, que se ha acelerado mucho más en los países emergentes que en los desarrollados (Gráfico 5). En el caso de Asia, una buena parte del aumento de la inflación se concentra en alimentos y energía, mientras que el traslado al índice general de precios ha sido mucho más evidente en América Latina, por lo que el riesgo de permanencia de presiones inflacionistas parece más evidente en este último caso.

**Gráfico 5**

## **Inflación, países desarrollados y emergentes**



Los bancos centrales en ambas regiones del mundo han empezado a reaccionar ante el fuerte aumento de la inflación de manera más o menos agresiva según el país, pero lo cierto es que no se trata de una reacción preventiva sino más bien reactiva. El motivo por el que la reacción ha podido ser un tanto lenta se explica por dos factores: (1) la naturaleza del *shock* inflacionario, fundamentalmente de oferta; y (2) el delicado contexto internacional en el que se encontraba, con la Reserva Federal bajando los tipos de interés apresuradamente para hacer frente a la crisis y con el consiguiente aumento en el diferencial de tipos y las presiones apreciatorias de sus monedas, más allá de la fuerte desaceleración de su demanda externa, al menos por el lado de las economías industrializadas.

El segundo riesgo común a todos los países emergentes es un brusco aumento de la prima de riesgo emergente. Aunque no parece probable que ocurra –especialmente tras el buen desempeño del riesgo país emergente en comparación a la deuda corporativa norteamericana considerada hasta hace bien poco un activo muy similar– podría producirse en un evento de crisis en un país emergente –especialmente si fuera sistémico– que desatara el contagio. Algunos de los países de la “Europa emergente” serían, en la actualidad, los de mayor riesgo de crisis, pero pocos de ellos podrían tener el tamaño suficiente para trasladar sus problemas a otros continentes.

Por último, América Latina tiene un importante riesgo idiosincrásico, que es el de una caída sustancial del precio de las materias primas. De hecho, tanto los superávits por cuenta corriente como la acumulación de reservas internacionales y, en algunos casos, la buena situación fiscal, se explican en gran medida por la bonanza de las materias primas. Un súbito giro en los precios podría tener consecuencias negativas, especialmente en países como Argentina y Venezuela.

#### *La crisis como oportunidad para las economías emergentes*

A pesar de los riesgos, hay motivos para pensar que Asia emergente y América Latina podrán acelerar su senda de convergencia con los países industrializados, puesto que el diferencial de crecimiento podría ser tan o más favorable como hasta ahora.

Más allá de que América Latina y Asia no se vayan a ver excesivamente afectadas por la desaceleración en el mundo desarrollado, la crisis financiera puede ser una oportunidad para mejorar su posición en el entramado empresarial mundial y, especialmente, en el sector financiero. De hecho, los fondos de riqueza soberana de Asia y Medio Oriente –receptores de una parte de la riqueza acumulada a través de los importantes superávits externos– ya han realizado inversiones de calado en algunas de las entidades financieras más castigadas durante la crisis.

Adicionalmente, en los últimos años se han ido creando multinacionales latinoamericanas y asiáticas –especialmente chinas e indias– que compiten en los mercados desarrollados. Así, compañías como Huawei y Lenovo (en China), Tata (en India), Cemex (en México) o Embraer y Vale (en Brasil) entre otras, no solo tienen posiciones dominantes en sus propios mercados sino que han salido de compras y ya son empresas globales. De hecho, ya figuran entre las 500 más grandes del mundo según la clasificación de la revista *Fortune*.

No cabe duda que estas empresas –que en general gozan de una buena situación financiera y, en muchos casos, cuentan con mercados internos donde financiarse– aprovecharán el empeoramiento del entorno de sus competidores para realizar nuevas adquisiciones. La fortaleza de las monedas locales, especialmente en América Latina, abaratan aun más las posibles adquisiciones. Así, y descartando un escenario terriblemente negativo en el que la crisis financiera se agudiza y se extiende geográficamente, estas adquisiciones permitirán a las empresas latinoamericanas y asiáticas beneficiarse más de la recuperación del mundo desarrollado cuando se produzca y, más generalmente, obtener ganancias de diversificación como hasta ahora lo habían hecho las multinacionales de países desarrollados. Otras ganancias importantes serán el acceso a nuevos mercados y la transferencia tecnológica y de *know-how*, todavía muy importante para las multinacionales emergentes.

**Conclusión:** A pesar del difícil momento que está atravesando la economía mundial y de algunos riesgos importantes, especialmente el de la inflación, hay razones para pensar



---

que las economías emergentes, y en concreto América Latina y Asia, se beneficiarán de esta coyuntura.

Por un lado, parece improbable que se vean arrastradas hacia una crisis como solía ocurrir en el pasado. Este cambio estructural se debe, fundamentalmente, a las fortalezas acumuladas tras las duras lecciones de los años 90. Aunque aun persisten algunas debilidades –en especial la elevada dependencia de las materias primas en el caso de América Latina– el riesgo parece acotado en la actual coyuntura internacional.

Por otro lado, la riqueza acumulada por ambas regiones –especialmente en Asia, gracias a los recurrentes superávits externos– puede servir para que estos países adquieran entidades financieras actualmente con problemas de financiación o pérdidas patrimoniales, pero bien gestionadas. El traspaso de conocimiento, de por sí, más allá del retorno de la inversión, debería ser muy valioso para una región como la asiática, donde la gestión bancaria sigue siendo débil.

Por último, las grandes multinacionales latinoamericanas y asiáticas que se han forjado en los últimos años deberían también beneficiarse de la situación actual y comprar empresas que antes de esta crisis no estaban a su alcance. Las ganancias para las multinacionales emergentes deberían ser importantes.

*Alicia García Herrero*

*Economista jefe de Mercados Emergente en el Servicio de Estudios del BBVA*