

DESARROLLO FINANCIERO EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES: VALORACIÓN E IMPLICACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

ARTÍCULOS

Desarrollo financiero en las economías emergentes: Valoración e implicaciones de política económica

El desarrollo financiero interno es un tema con amplias implicaciones económicas y de política económica, que este artículo aborda centrándose en las economías emergentes y teniendo en cuenta, también, sus vínculos financieros y económicos con las economías desarrolladas. Desde la perspectiva de las economías emergentes, cabe destacar cuatro implicaciones que se derivan de su desarrollo financiero. En primer lugar, es probable que el avance del desarrollo financiero esté asociado con un mayor crecimiento potencial a través, por ejemplo, de un aumento de los niveles de inversión, como se ha investigado extensamente en la literatura. En segundo lugar, unos mercados financieros internos más desarrollados tienden, en general, a acrecentar la resistencia de las economías emergentes, siempre que también actúe una supervisión prudencial firme y rigurosa. En tercer lugar, unos mercados más profundos y líquidos suelen atraer a inversores extranjeros, como confirma la evolución de los flujos brutos de entrada de capital privado hacia las economías emergentes. Unas mayores exposiciones financieras transfronterizas podrían provocar, en determinadas circunstancias, una repentina reducción de los flujos de capital, como se ha observado en la crisis financiera actual. En cuarto lugar, la existencia de grandes diferencias en el nivel de desarrollo financiero entre las economías desarrolladas y la mayoría de las emergentes es uno de los factores que ha posibilitado la acumulación de desequilibrios globales en los años previos a la crisis financiera. Así pues, podría inferirse que un mayor grado de simetría en la globalización financiera —es decir, un proceso de convergencia financiera de las economías emergentes— podría contribuir, en el largo plazo, a unas configuraciones de la balanza por cuenta corriente y de los patrones de ahorro e inversión más sostenibles a través de un aumento de la demanda interna y de una disminución de los flujos de salida de capital oficial de las economías emergentes. Ello exige, además, efectuar mejoras para reforzar la estabilidad del sistema financiero internacional.

En vista de lo anterior, este artículo presenta y examina las medidas adoptadas en relación con el desarrollo financiero interno de las economías emergentes en relación con las economías desarrolladas. En el artículo se tratan dos de las facetas del desarrollo financiero que se acaban de mencionar: (i) su relación con los desequilibrios globales y las implicaciones resultantes tanto desde la perspectiva de un mercado emergente como desde una perspectiva global; y (ii) la relación entre el desarrollo financiero interno y la estabilidad financiera, centrándose, como un caso de estudio, en el rápido desarrollo financiero basado en el sistema bancario registrado en Europa Oriental y Sudoriental.

I INTRODUCCIÓN

El desarrollo financiero interno puede definirse como la capacidad de un país para canalizar el ahorro hacia la inversión dentro de su territorio. Esta capacidad depende del avance institucional y organizativo registrado en el sistema financiero local, que reduce la información asimétrica, introduce nuevos e importantes segmentos de mercado, fomenta la innovación financiera, aumenta las posibilidades de que los agentes realicen operaciones financieras, disminuye los costes de transacción e incrementa la competencia¹. Habida cuenta de esta definición, el concepto «desarrollo financiero interno» debería mantenerse bien diferenciado de otros conceptos tales como «sistema financiero», «integración financiera» y «apertura financiera»². En con-

creto, para los fines de este artículo, es esencial la distinción entre estabilidad financiera y desarrollo financiero interno: un país puede estar muy desarrollado en términos financieros y, sin embargo, sufrir crisis financieras si su comportamiento, desde la perspectiva de la estabilidad financiera, es inadecuado, como ilustra la crisis actual.

En vista de las amplias implicaciones económicas y de política económica que se derivan del desarrollo financiero interno, la comunidad internacional presta

1 Véase P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca (2007), «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», Documento Ocasional n.º 72, BCE.

2 En relación con el marco conceptual al que se refiere este artículo, véase el artículo titulado «Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2005; y BCE (2008), «Financial integration in Europe».

cada vez más atención a este asunto, a sus repercusiones y a las medidas de política económica que es necesario adoptar (por ejemplo, en las áreas de regulación y reformas microeconómicas, de gestión macroeconómica y de cooperación entre bancos centrales). Los foros y organizaciones internacionales tales como el G 7/G 8, el G 20, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco de Pagos Internacionales (BPI) han propugnado el avance del desarrollo financiero interno en las economías emergentes, con el fin de incrementar su capacidad de resistencia y de contribuir a una corrección ordenada de los desequilibrios globales mediante una reducción de los flujos netos de capital de los países con superávits a los países con déficits³. En cuanto a la compleja relación entre el desarrollo financiero interno, los flujos de capital y la estabilidad financiera, el Comité sobre el Sistema Financiero Global (CSFG, en sus siglas en inglés), del BPI, y el G 20 han publicado recientemente sendos informes en los que se aborda este tema, entre otros.

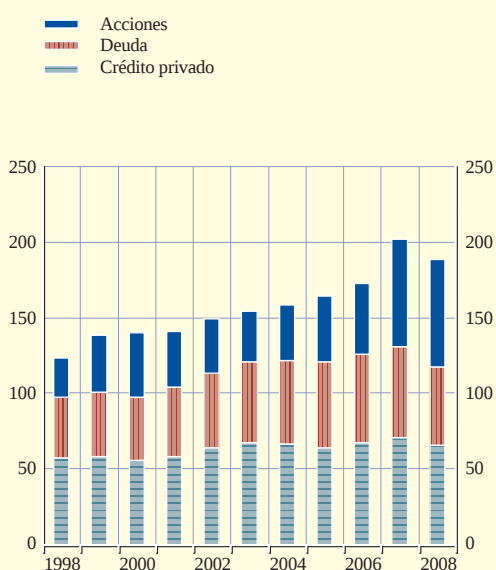
Algunas regularidades empíricas sugieren que el ritmo del desarrollo financiero interno se ha acelerado ligeramente desde finales de los años noventa en la mayoría de las economías emergentes:

- Si se considera la financiación total de estas economías, es decir, la financiación tanto interna como externa, el crédito bancario privado y los pasivos en forma de deuda y de acciones (en este caso, excluida la financiación externa) en relación con el PIB se incrementaron significativamente en el período 1998-2007, hasta superar el 200% del PIB (véase gráfico 1). Posteriormente, la crisis financiera provocó un descenso de esta medida en el 2008. Sin embargo, en términos anuales, este descenso fue relativamente contenido, si se compara con la importante disminución de los flu-

3 Por ejemplo, en octubre del 2007 los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G 7 acogieron con satisfacción el plan de acción del G 8 para desarrollar mercados de renta fija locales en las economías emergentes.

Gráfico 1 Fuentes totales de financiación de las economías emergentes

(en porcentaje del PIB)

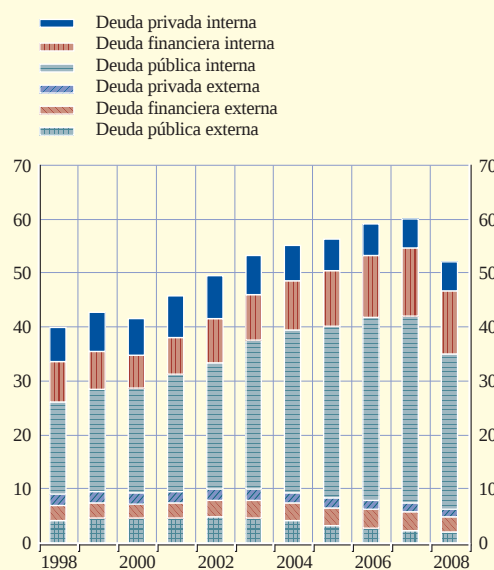


Fuentes: BPI, FMI, Perspectivas de la Economía Mundial y Datastream.

Nota: Las 17 economías emergentes que se presentan en los gráficos 1, 2 y 3 son: Argentina, Brasil, Chile, China, Corea del Sur, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, Hong Kong, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela.

Gráfico 2 Deuda externa frente a deuda interna de las economías emergentes

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BPI, FMI, Perspectivas de la Economía Mundial y Datastream.

Nota: Véase la nota del gráfico 1.

jos internacionales de capital privado hacia las economías emergentes que se registró especialmente en el último trimestre de ese año.

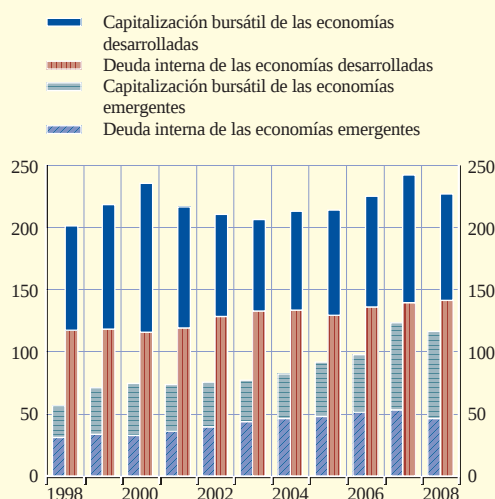
- En cuanto a los pasivos en forma de deuda, las economías emergentes han venido reduciendo su emisión de deuda externa desde el 2003 —de acuerdo con el plan de acción del G 8—, por lo que dependen cada vez más de la deuda interna, un proceso que ha conllevado un descenso de la vulnerabilidad, por ejemplo, a las perturbaciones de tipo de cambio. Este proceso ha sido impulsado por los emisores soberanos (hasta el 2007) y, en menor medida, por las entidades de crédito. Sin embargo, la deuda emitida internamente o en el extranjero por el sector empresas en relación con el PIB no ha registrado ningún cambio significativo en el período 1998-2008 (véase gráfico 2).

- Por último, aunque partía de niveles muy bajos, en el período 1998-2008 la financiación a través del mercado (es decir, excluidos los préstamos bancarios) se incrementó a un ritmo mucho más rápido en las economías emergentes que en las economías desarrolladas (definidas aquí como Estados Unidos, Japón y un subconjunto de 14 países de la UE), es decir, aumentó un 105%, frente al 13%. Como resultado, en el 2008 la financiación de las economías emergentes en los mercados internos supuso el 117% de su PIB (más de la mitad de la ratio de las economías desarrolladas), frente a sólo el 57% en 1998 (lo que representó menos de un tercio de la ratio de las economías desarrolladas) (véase gráfico 3).

Estas regularidades empíricas y las consideraciones anteriores exigen una medición y una evaluación más rigurosas del desarrollo financiero interno de las economías emergentes. Por ello, en la sección 2 se presentan y se analizan las medidas de desarrollo financiero interno en las citadas economías, utilizando las economías desarrolladas como referencia. En la sección 3 se examina la relación entre el desarrollo financiero interno y variables macroeconómicas tales como el ahorro, la inversión y la balanza por cuenta corriente, así como las implicaciones resultantes tanto desde la perspecti-

Gráfico 3 Financiación en el mercado interno de las economías emergentes y avanzadas

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BPI, FMI, Perspectivas de la Economía Mundial y Datastream.

Nota: Las 17 economías emergentes que se presentan en los gráficos 1, 2 y 3 son: Argentina, Brasil, Chile, China, Corea del Sur, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, Hong Kong, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Las economías desarrolladas incluyen Estados Unidos, Japón y los siguientes países de la UE: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal, Suecia y Reino Unido.

va de un mercado emergente como desde un punto de vista global. Por último, en la sección 4 se aborda la relación entre el desarrollo financiero interno y la estabilidad financiera, centrándose principalmente la atención en la situación de Europa Oriental y Sudoriental durante la crisis financiera.

2 MEDICIÓN DEL DESARROLLO FINANCIERO INTERNO EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

En esta sección, se compara el grado de desarrollo financiero interno alcanzado por 26 economías emergentes —los miembros del G 20, los principales países exportadores de materias primas no pertenecientes al G 20 y otras economías emergentes relevantes desde un punto de vista sistémico— con el desarrollo financiero interno de todas las economías del G 7, excepto Canadá (agrupándose los miembros del G 7 pertenecientes a la zona del euro en un agregado ponderado denominado «zona del euro G 3»). El año escogido es el 2006, un período

indicativo del grado de desarrollo financiero interno alcanzado en todo el mundo, anterior al proceso de reequilibrio desencadenado por la crisis financiera que se inició en el verano del 2007⁴.

El desarrollo financiero interno se mide a partir de un índice sintético normalizado⁵, que incluye tres dimensiones (instituciones, etc.), ocho subdimensiones (calidad de las instituciones, etc.) y veintidós variables que se resumen en el cuadro 1. En concreto, las tres dimensiones más amplias están diseñadas

para recoger distintos aspectos relevantes para el desarrollo financiero interno: (i) las instituciones y el

- 4 En el 2006 (el año anterior a la crisis), es probable que el tamaño de los mercados financieros estuviera sobredimensionado debido a factores tales como la búsqueda de la rentabilidad y la infravaloración de los riesgos. Lo anterior plantea la pregunta de si determinados mercados financieros, por ejemplo, en las economías desarrolladas, estaban más sobredimensionados que otros, un aspecto que debería tenerse en cuenta como salvedad.
- 5 El índice sintético que se examina en esta sección se basa en una metodología y una base de datos originales descritas en E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), «Domestic financial developments in emerging economies: evidence and implications», Documento Ocasional n.º 102, BCE.

Cuadro 1 Índice de desarrollo financiero interno: Dimensiones y variables utilizadas

1. Instituciones		2. Tamaño y acceso a los mercados			3. Desempeño del mercado		
Calidad de las instituciones	Marco regulatorio y judicial	Tamaño de los mercados financieros privados «tradicionales»	Innovación financiera	Posibilidad de los residentes de acceder a la financiación	Eficiencia de las entidades de crédito	Liquidez (volumen de negociación)	Distribución de la base de activos nacionales entre el sector privado y el sector oficial
Nivel de corrupción (-)	Solidez, imparcialidad y observancia del ordenamiento jurídico (+)	Valor bursátil/PIB (+)	Emisión bruta de ABS y de MBS/PIB (+)	Número de sucursales bancarias por 100.000 habitantes (+)	Ratio de eficiencia de los bancos (-)	Valor de las acciones negociadas como ratio de la capitalización bursátil (media móvil de tres años) (+)	Activos del banco central frente al sector privado sobre los activos totales frente a este sector (-)
Calidad burocrática (+)	Protección de los inversores (fuerza de los accionistas minoritarios) (+)	Mercado de renta fija privada/PIB (+)		Número de cajeros automáticos por 100.000 habitantes (+)			Cuantía de la financiación del sector público sobre los activos bancarios totales (-)
	Solidez de la legislación sobre quiebras y activos de garantía en la protección de los derechos de los prestatarios y los prestamistas (+)	Activos bancarios totales/PIB (+)		Penetración de seguros de vida (volumen de primas de seguro de vida/PIB) (+)			Deuda privada interna sobre deuda pública interna (-)
	Grado de información disponible en las operaciones de crédito (+)	Activos de instituciones financieras no bancarias/PIB (+)		Penetración de seguros no vida (volumen de primas de seguro no vida/PIB) (+)			
	Eficiencia en la ejecución de contratos y la resolución de conflictos comerciales (+)			Coste de mantener una cuenta de ahorros (comisión anual) (-)			

Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit. (véase pp. 52-54 para consultar la fuente concreta de cada variable).
Notas: El efecto esperado sobre el desarrollo financiero interno se presenta entre paréntesis. ABS son las siglas en inglés de bonos de titulización de activos, y MBS son las siglas en inglés de bonos de titulización hipotecaria.

marco normativo que sustentan el desarrollo financiero interno, conforme a las bases de datos «Doing Business» del Banco Mundial e International Country Risk Guide (ICRG, en sus siglas en inglés); (ii) el tamaño de los mercados financieros en relación con cada economía y la posibilidad de que los agentes económicos accedan a dichos mercados de manera eficiente; y (iii) un número de variables que tratan de capturar el «desempeño» de cada mercado en términos de su liquidez, la eficiencia bancaria y la importancia relativa del sector privado en comparación con el Gobierno y el banco central.

Las principales clasificaciones y puntuaciones obtenidas con el índice DFI (desarrollo financiero interno) se resumen en el cuadro 2, que muestra que, en el 2006, la gran mayoría de las economías emergentes aún necesitaban efectuar avances sustanciales para lograr un grado de desarrollo financiero interno próximo al de las economías seleccionadas del G 7. Efectivamente, estas últimas presentaban una puntuación media (sin ponderar) cercana a 68 (frente a una puntuación máxima de 100), mientras que la puntuación media del conjunto de economías emergentes era inferior a 48. Al mismo tiempo, el margen

Cuadro 2 Índice de desarrollo financiero interno: Clasificaciones y puntuaciones

(2006)

País/economía	Índice sintético de desarrollo financiero interno (DFI)		1.ª dimensión: Instituciones y marco normativo	2.ª dimensión: Tamaño del mercado financiero y acceso a la financiación	3.ª dimensión: Algunas variables proxy del desempeño del mercado financiero
	Clasificación	Puntuación (escala 1-100)	Clasificación	Clasificación	Clasificación
Estados Unidos	1	77,3	1	1	1
RAE de Hong Kong	2	69,8	3	7	4
Reino Unido	2	69,8	4	3	11
Japón	4	66,2	5	2	22
Singapur	4	66,2	2	9	16
Corea del Sur	6	64,6	8	5	2
Provincia china de Taiwán	7	61,7	12	4	6
Zona del euro G 3	8	58,6	10	6	5
Malasia	9	57,9	7	11	8
Bahréin	10	55,4	13	12	7
Israel	11	54,4	6	10	18
Qatar	12	51,8	9	20	17
Sudáfrica	13	49,8	18	8	13
China	14	49,5	21	16	3
Chile	15	48,4	11	13	25
Kuwait	16	48,1	15	17	15
Arabia Saudí	17	45,9	19	26	20
Turquía	18	45,5	16	21	12
Tailandia	19	45,0	20	18	9
EAU	20	44,0	26	15	14
México	21	43,2	14	23	21
India	22	42,4	22	19	24
Egipto	23	42,2	29	22	23
Omán	24	41,1	23	28	10
Brasil	25	40,8	24	14	26
Argentina	26	39,6	17	29	29
Filipinas	27	36,9	27	24	28
Rusia	27	36,9	28	27	19
Indonesia	29	34,1	25	30	30
Venezuela	30	29,4	30	25	27

Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabábara (2009), op. cit.

para alcanzar la convergencia varía considerablemente de un país a otro. Tres centros financieros asiáticos (RAE de Hong Kong, Singapur y provincia china de Taiwán) y Corea del Sur presentan puntuaciones comparables con las de las economías del G 7. Un grupo intermedio de países, desde Malasia a Kuwait, muestra puntuaciones intermedias situadas entre 58 y 48. Por último, un grupo de 14 países (el 54% de la muestra) incluye puntuaciones ligeramente más bajas o mucho más bajas, que abarcan desde Arabia Saudí (46) hasta Venezuela (29). En cuanto a los miembros del G 7, en el 2006 Estados Unidos se situaba en primera posición en todas las dimensiones de desarrollo financiero. De otras contribuciones efectuadas en la literatura se han extraído conclusiones similares⁶.

En el cuadro 2 también se observa que puede existir alguna discrepancia entre las tres dimensiones más amplias de desarrollo financiero interno mencionadas (es decir, instituciones, tamaño y desempeño). Un análisis más exhaustivo de algunas de las ocho subdimensiones que se recogen en el cuadro 1 contribuye a explicar esta discrepancia. En lo que se refiere a la calidad de las instituciones en la que se funda-

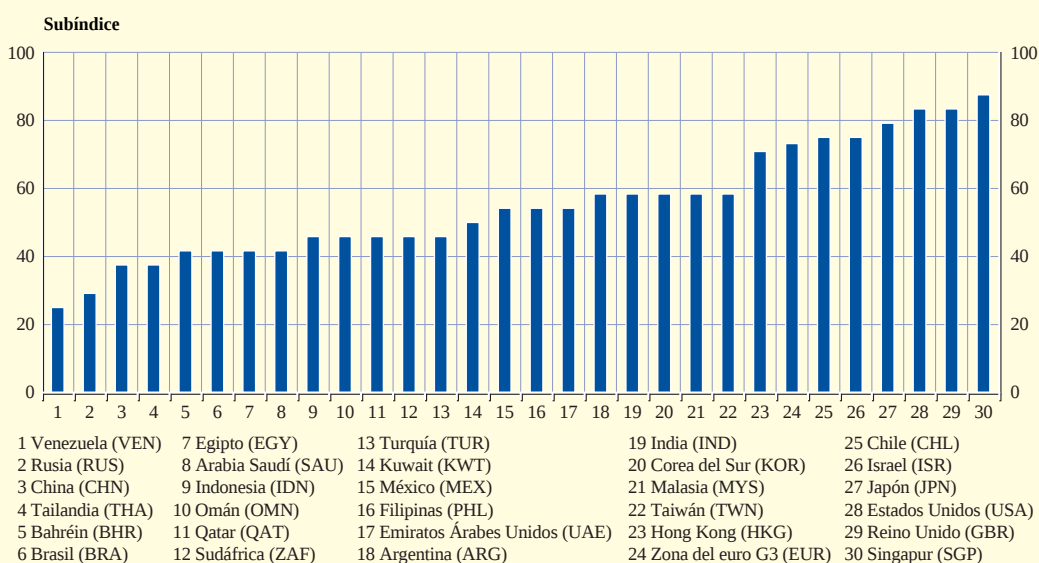
menta el desarrollo financiero interno, Singapur, Israel y Chile son las economías emergentes que se clasifican en los primeros puestos, mientras que Venezuela, Rusia, China y Tailandia presentan las puntuaciones más bajas. En la muestra, el 27% de las economías consideradas obtiene puntuaciones superiores a 60, la gran mayoría (el 60%), entre 40 y 60, y el 13%, por debajo de 40 (véase gráfico 4). Si se considera la subdimensión del marco regulatorio, la mayoría de la muestra oscila entre 50 y 70. La RAE de Hong Kong, Singapur, Qatar, Malasia y Corea del Sur cuentan con los mejores entornos regulatorios, mientras que Venezuela, Egipto y Filipinas son los países peor situados (véase gráfico 5).

La subdimensión «medidas de tamaño tradicionales» incluye el tamaño del mercado bursátil y del mercado de renta fija privada⁷, así como los activos

- 6 Véase, en particular, World Economic Forum (2008), «The Financial Development Report». Para una contribución seminal, véase T. Beck, A. Demirgüç-Kunt y R. Levine (2000), «A New Database on Financial Development and Structure», World Bank Economic Review, n.º 14.
- 7 Aunque no se niega la importancia de la deuda pública en las primeras etapas del desarrollo financiero interno, en este caso esta variable no se incluye, ya que su crecimiento excesivo no sería contraproducente para una economía.

Gráfico 4 Calidad de las instituciones

(2006)

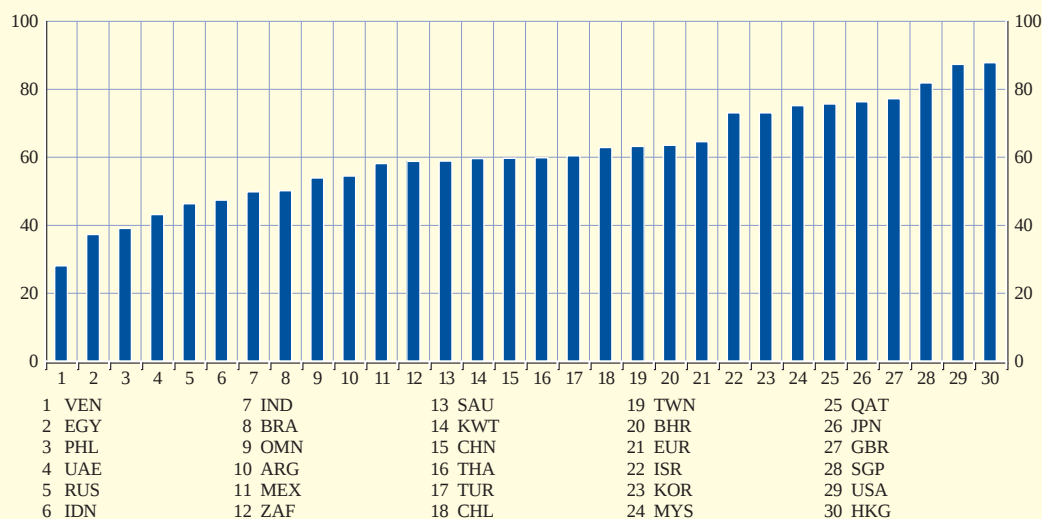


Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit.

Gráfico 5 Marco regulatorio

(2006)

Subíndice



Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabábara (2009), op. cit.

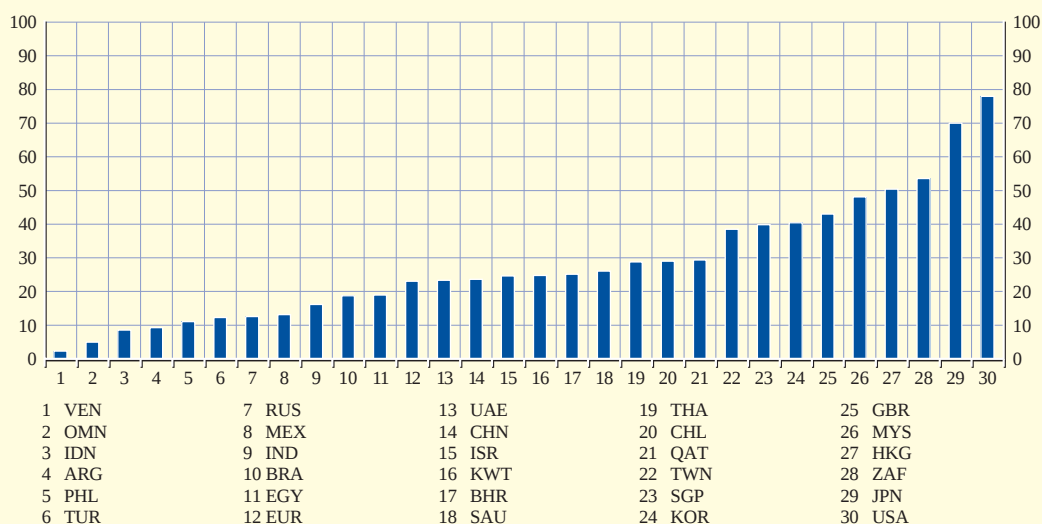
de las entidades de crédito y de las instituciones financieras no bancarias, en porcentaje del PIB. Estas medidas son «tradicionales» en el sentido de que son

las que más se citan en la literatura sobre el desarrollo financiero interno. Los valores más elevados los alcanzan Sudáfrica, la RAE de Hong Kong, Singapur,

Gráfico 6 Tamaño del mercado financiero

(2006)

Subíndice



Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabábara (2009), op. cit.

la provincia china de Taiwán, Malasia y Corea del Sur. Después de Qatar, Chile y Tailandia —que presentan puntuaciones intermedias—, las demás economías se caracterizan por una disminución gradual de los valores, hasta llegar a Venezuela, con una puntuación de 2 (véase gráfico 6).

Por último, tres variables muestran la concentración de los activos financieros en el sector público (o distribución de la base de activos nacionales entre el sector privado y el sector oficial): (i) los activos del banco central frente al sector privado sobre los activos totales del sector privado; (ii) la cuantía de la financiación bancaria del sector público sobre los activos bancarios totales; y (iii) la deuda privada interna sobre la deuda pública interna. Esta es una subdimensión especialmente importante, ya que recoge los posibles efectos de expulsión del sector público sobre el privado. En el gráfico 7 se muestra que la RAE de Hong Kong encabeza esta puntuación (86), seguida de Corea del Sur (79). Indonesia (28) y Turquía (55) se sitúan en las últimas posiciones.

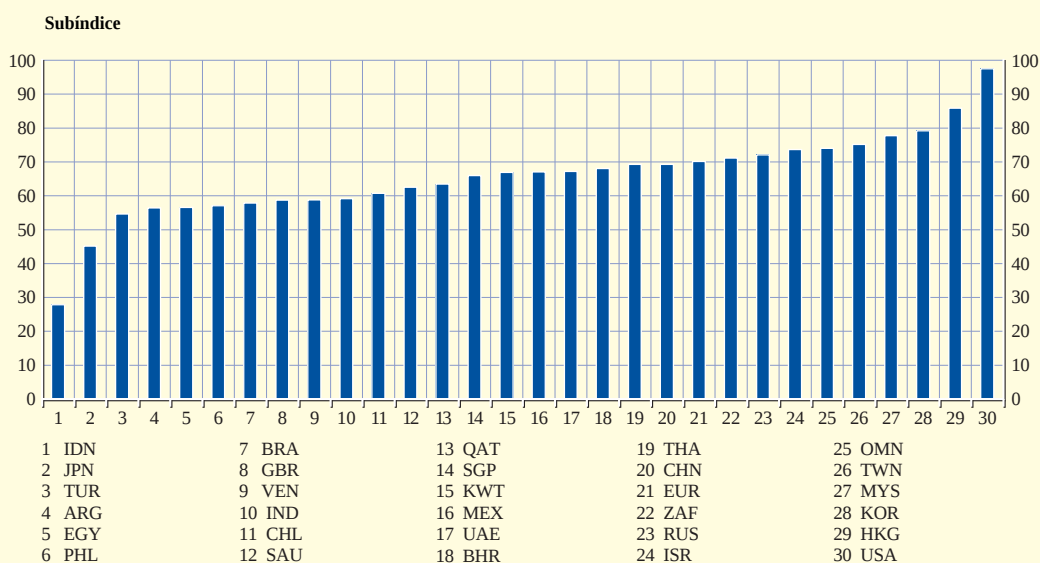
En los gráficos 8 y 9 se ofrece una imagen complementaria, según la cual la atención se centra en la

distribución de las puntuaciones del índice sintético DFI entre las distintas regiones y grupos de economías emergentes. Si se consideran, por ejemplo, los denominados BRIC (Brasil, Rusia, India y China) en su conjunto, su predominio en la economía mundial en términos de su contribución al crecimiento del comercio internacional y del PIB aún no se ha visto reflejado en un nivel adecuado de desarrollo financiero⁸ (véase gráfico 8). Del mismo modo, la profundización del desarrollo financiero interno en los países participantes en el Consejo de Coopera-

8 Un resultado inesperado que exige un nuevo análisis está relacionado con China, que se sitúa en el puesto 21 de la lista en cuanto la dimensión institucional, en el 16 en lo que se refiere a las medidas de tamaño y acceso, pero en el tercero del subíndice de «desempeño», que se reconoce como el componente más controvertido del índice que se presenta aquí. Estos resultados reflejan una ratio de eficiencia del sistema bancario muy reducida, que no se debe solamente a los bajos costes laborales, sino también —y más importante— a la fijación, por parte del banco central, de tipos de interés de referencia para los préstamos y los depósitos, que aseguran artificialmente un amplio margen de intermediación para el sistema bancario. Además, las estadísticas sobre la distribución de los activos entre el sector privado y el sector público tienden a infravalorar la proporción de bancos públicos en el país. Como consecuencia, las puntuaciones en el componente de desempeño deben interpretarse con cautela, y, efectivamente, éstas disminuyen una vez que la definición de «desempeño» se ajusta por los factores mencionados anteriormente.

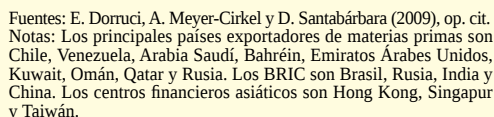
Gráfico 7 Distribución de la base de activos internos

(2006)



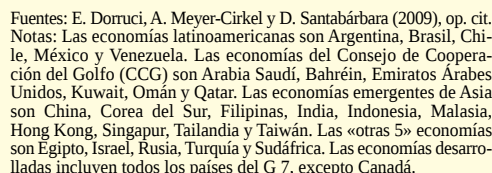
Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit.

(datos ponderados por el PIB)



Por último, el gráfico 10 ilustra la relación positiva entre las dimensiones del índice «instituciones/normas» y «tamaño/acceso». Curiosamente, este gráfico también sugiere que, en el 2006, Estados Unidos tendió a estar sobredimensionado en relación con el índice institucional. Por el contrario, sistemas financieros como los de Chile, Israel y Singapur presentan instituciones relativamente sólidas que no quedan reflejadas plenamente en las puntuaciones relativas al tamaño y al desempeño. Ciertamente, merece una mayor atención la cuestión relativa a por qué determinadas economías emergentes aún no han trasladado plenamente el éxito de sus entornos institucionales y regulatorios a la consecución de unos mercados e intermediarios financieros de tamaño adecuado y que funcionen bien.

(datos ponderados por el PIB)



(2006)

Scatter plot showing the relationship between the number of international tourists (in millions) and the number of international airports (in thousands) for 30 countries. The x-axis represents the number of international airports (in thousands) from 20 to 100. The y-axis represents the number of international tourists (in millions) from 0 to 80. A positive linear regression line is shown. Data points are labeled with country codes: VEN, EGY, UAE, RUS, PHL, IDN, BRA, OMN, CHN, IND, SAU, ARG, KWT, ZAF, ITA, BHR, TWN, FRA, KOR, EUR, MYS, CHL, QAT, ISR, JPN, GBR, DEU, HKG, SGP, and USA.

Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit.

3.1 REVISIÓN DE LA LITERATURA

En los últimos años, el grupo de países con superávits por cuenta corriente, es decir, que contabilizaron salidas netas totales de capital, ha registra-

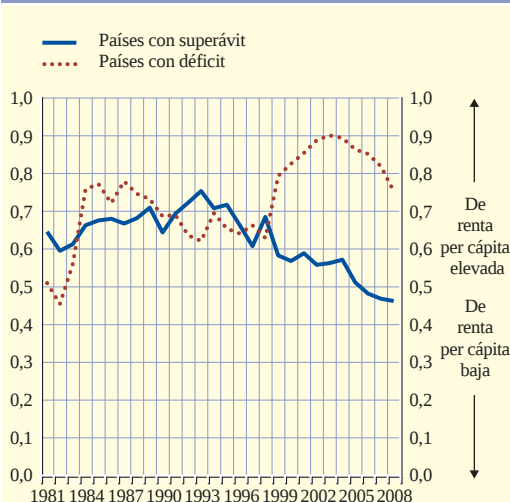
do, cada vez más, menores rentas per cápita, a pesar de la presencia en el grupo de algunos países ricos como Japón o Alemania (véase gráfico 11). En esta sección se aborda la cuestión de si el menor desarrollo financiero podría haber sido uno de los factores explicativos de este fenómeno, que los modelos económicos convencionales consideran un misterio. De hecho, se espera que la integración financiera de dos grupos de economías con distintos niveles de desarrollo económico —que hemos denominado aquí «países de renta per cápita elevada» y «países de renta per cápita baja»— genere flujos netos de capital de los países con renta per cápita elevada a los países con renta per cápita baja, donde la rentabilidad del capital y el crecimiento potencial son más elevados. Este resultado esperado podría denominarse «efecto inmediato». Sin embargo, la experiencia reciente contradice esta tesis, ya que el capital neto total fluye de las economías emergentes (naturalmente, tomadas en su conjunto, puesto que existen algunas excepcio-

nes, como los países de Europa Central y Oriental) a las economías desarrolladas. Con todo, una importante salvedad se refiere a que, en términos netos, el capital privado ha continuado dirigiéndose a los países con renta per cápita baja, como habían previsto los modelos convencionales, aunque esta tendencia se ha visto compensada con creces por el capital oficial que fluye de las economías emergentes a las economías desarrolladas⁹.

Algunas contribuciones recientes de la literatura económica han argumentado¹⁰ que los efectos de segundo orden derivados del menor desarrollo financiero en los países de renta per cápita baja podrían haber desempeñado un papel más importante que el mencionado efecto inmediato. La existencia de mercados financieros menos desarrollados tiende a aumentar, efectivamente, el ahorro privado y a contener la demanda interna, dado que los consumidores y las empresas tienen que hacer frente a restricciones de liquidez¹¹, que impiden tanto suavizar la senda del consumo a lo largo del tiempo como financiar las oportunidades de inversión. En consecuencia, en igualdad de condiciones, las economías con mercados financieros menos desarrollados tienen una propensión a canalizar el exceso de ahorro hacia el exterior.

Es bien sabido que, en las economías emergentes, el desarrollo del comercio ha precedido al desarrollo financiero interno. Como el establecimiento de un

Gráfico 11 Media ponderada de la renta de los dos grupos de países con déficits y superávits por cuenta corriente



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI.
Notas: La muestra incluye 83 países. El eje vertical mide la media ponderada de la renta per cápita de los dos grupos de países que registran, respectivamente, superávits y déficits por cuenta corriente. Para ello, la muestra se ha dividido en estos dos grupos para cada uno de los años del período 1981-2008. En ambos grupos, se ha calculado el porcentaje de cada país en la balanza por cuenta corriente total del grupo y luego se ha multiplicado por la renta per cápita relativa del país en cuestión, medida a su vez en un porcentaje, que oscila entre cero y uno, de la renta per cápita del país más rico de la muestra en cada uno de los años. Los datos se han ajustado por el poder adquisitivo.

9 Esta salvedad se analiza más adelante. La expresión «capital privado» se refiere aquí a la cuenta financiera de la balanza de pagos, excluido el «capital oficial», que se define, a su vez, como las variaciones en los activos de reserva más cualesquiera otros flujos de capital originados en el sector público (por ejemplo, fondos de riqueza soberanos).

10 Para una visión general de los argumentos, véase L. Bini Smaghi (2007), «Global capital and national monetary policies», discurso pronunciado en el European and Economic Financial Centre, Londres, enero.

11 El término «restricciones de liquidez» debe entenderse como una forma de referirse a un conjunto amplio y complejo de características de los mercados financieros que se incluye en el índice DFI que figura en la sección 2 del presente artículo. Por ejemplo, una liquidez escasa en el mercado financiero interno tiende a causar una elevada volatilidad del precio de los activos internos, creando así incentivos para invertir en el exterior más que en el país. Además, las asimetrías de la información (debido, por ejemplo, a un insuficiente conocimiento de los prestatarios por parte de los prestamistas) reducen las oportunidades de inversión que pueden financiarse de forma rentable, forzando, así, a que los ahorros extraordinarios se canalicen hacia el extranjero. Por último, los límites al crédito al consumo contribuyen, asimismo, a contener la demanda interna, al restringir el gasto en consumo.

sistema financiero desarrollado es un proceso prolongado, no es sorprendente que varias economías emergentes hayan aprovechado sus bajos costes laborales y otras ventajas comparativas para integrarse en la economía internacional, mientras que sus recursos y sus ventajas comparativas en la prestación de servicios e instrumentos financieros han seguido siendo relativamente limitados. Además, con la globalización, los prestamistas de los países con renta per cápita baja obtienen un fácil acceso a los activos de los países con renta per cápita elevada, pero sólo los inversores y los prestamistas especializados de los países con renta per cápita elevada tienen un acceso igual a los prestatarios privados de los países con renta per cápita baja, porque los pasivos de estos últimos tienen un carácter más local, lo que genera problemas de información asimétrica. Como resultado, y pese a la crisis financiera actual, es probable que los países con renta per cápita elevada sigan teniendo, durante un tiempo, una ventaja comparativa en la prestación de servicios financieros, lo que ayuda a explicar la distribución de las cuentas corrientes en la que los países con renta per cápita baja tienden a tener superávit y los países con renta per cápita elevada, déficit.

En apoyo de esta interpretación, diversos autores¹² han alegado que hay escasez de oferta mundial de activos financieros, por lo que las economías emergentes con alto crecimiento habrían invertido en activos financieros que no son capaces de producir. Estas economías están experimentando un gran incremento en su renta disponible, pero no han podido vender derechos sobre su producto futuro —es decir, crear activos financieros—, debido a su infradesarrollo financiero. En este contexto, el hecho de que economías desarrolladas, como las anglosajonas, hayan estado suministrando activos financieros a aquellas economías emergentes que eran incapaces de producirlos contribuiría a explicar, en parte, sus desequilibrios externos en forma de déficits por cuenta corriente¹³.

Otros autores¹⁴ se han planteado por qué la mayoría de las economías emergentes han registrado en el pasado déficits por cuenta corriente, a pesar de la existencia de sistemas financieros locales aún me-

nos desarrollados. El paso del déficit al superávit sólo puede entenderse en conjunción con una serie de perturbaciones para el crecimiento del producto y el ahorro total de las economías emergentes que se han producido en los doce últimos años: (i) la crisis asiática de finales de los años noventa, que provocó un *shock* de demanda negativo, seguido del fomento del crecimiento basado en la exportación, asociado a veces a una acumulación masiva de reservas exteriores y a tipos de cambio muy controlados; y (ii) dos shocks de oferta positivos en la presente década —un *shock* de productividad y el aumento de los precios de las materias primas—, a los que la demanda interna de algunas economías emergentes no ha reaccionado de forma proporcionada, debido a factores estructurales tales como las tendencias demográficas y la falta de una adecuada provisión de bienes sociales y pensiones¹⁵. El ahorro adicional de naturaleza precautoria generado por estas perturbaciones sobre la renta de las economías emergentes ha tendido a canalizarse hacia el extranjero como consecuencia de su infradesarrollo económico, lo que ha dado lugar a superávits por cuenta corriente.

Las diferencias en el grado de desarrollo financiero pueden ayudar también a explicar la composición de las carteras, es decir, los motivos por los que, como ya se ha mencionado, el capital privado tiende a fluir hacia los países con renta per cápita baja, como sería de esperar, mientras que el capi-

12 Véanse, por ejemplo, R. J. Caballero (2006), «On the macroeconomics of asset shortages», NBER Working Paper n.º 12753; R. J. Caballero, E. Farhi y P.-O. Gourinchas (2007), «An equilibrium model of 'global imbalances' and low interest rates», *American Economic Review*; y R. J. Caballero, E. Farhi y P.-O. Gourinchas (2008), «Financial crash, commodity prices and global imbalances», artículo presentado en la ECB Conference on Global Financial Linkages, Transmission of Shocks and Asset Prices, Fráncfort del Meno, 2 de diciembre.

13 A diferencia de los autores anteriores, que se centran en la capacidad de un país para suministrar activos, otros autores han puesto de relieve la relación entre el infradesarrollo financiero y el ahorro; de ahí la demanda de activos financieros. Véase E. G. Mendoza, V. Quadrini y J.-V. Rios-Rull (2007), «Financial integration, financial deepness and global imbalances», NBER Working Paper n.º 12909.

14 Véase, por ejemplo, R. S. Kroszner (2007), «International capital flows and emerging market economies», discurso pronunciado en Buenos Aires, 15 de mayo.

15 Para más información, véase T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub (2008), «A framework for assessing global imbalances», Documento Ocasional n.º 78, BCE.

tal oficial se dirige principalmente hacia los países con renta per cápita elevada a través de la acumulación de activos exteriores por parte de los bancos centrales y de los fondos de riqueza soberanos. Con independencia del origen del exceso de ahorro en las economías emergentes, el sector oficial tiende a canalizarlo hacia el exterior por tres motivos principales, que pueden estar relacionados, en parte, con el infradesarrollo financiero: (i) la ineficiencia del sector privado de la mayoría de las economías emergentes para canalizar el ahorro hacia el exterior; (ii) la presencia, en algunos países, de controles de capital asimétricos que dificultan las salidas de capital; (iii) el intento de crear un amortiguador frente a futuras crisis financieras mediante la acumulación de reservas exteriores en un contexto de regímenes de tipos de cambio fijos o muy controlados¹⁶.

Si se consideran, por último, las peculiaridades regionales, algunos autores¹⁷ se han centrado en el caso de las economías emergentes de Europa Central y Oriental, que proporcionan un contraejemplo que respalda la perspectiva más convencional. Otros autores¹⁸ han observado que las regiones emergentes con baja rentabilidad, como América Latina, han recibido con el tiempo más capital que las regiones de rentabilidad elevada, tales como los «tigres asiáticos». Este resultado hace que la pregunta «¿por qué el capital no fluye hacia los países pobres?» pase a ser «¿por qué el capital no fluye a los países pobres con elevada rentabilidad?»

En línea con la literatura que se acaba de mencionar, el análisis econométrico¹⁹ ha respaldado también la idea de que el subdesarrollo financiero de las economías emergentes ha sido un factor estructural que ha contribuido a la acumulación de desequilibrios globales y, en particular, a que el capital neto fluya «hacia arriba», de los países con renta per cápita baja a los países con renta per cápita elevada.

3.2 PERSPECTIVAS: POSIBLES IMPLICACIONES INTERNACIONALES DE LA CONVERGENCIA FINANCIERA DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Si bien, como se muestra en la sección 2, el margen para que se produzca la convergencia financiera de

las economías emergentes sigue siendo sustancial, hay algunos indicios de que este proceso podría haber empezado en algunos países. En concreto, en los gráficos 12 y 13 —que, debido a restricciones de los datos de las series temporales, sólo se centran en una versión reducida del índice de tamaño del mercado financiero descrito en el cuadro 1²⁰— se presentan algunos resultados interesantes:

- El gráfico 12 pone de relieve que, en términos de tamaño del mercado financiero, las economías emergentes tomadas en su conjunto experimentaron una convergencia financiera limitada hacia las economías desarrolladas entre el 2002, es decir, después de que explotara la burbuja tecnológica, y el 2006.
- El gráfico 13 se centra en algunos mercados financieros emergentes y muestra que: (i) la mayoría de ellos creció en tamaño relativo entre los años 1992 y 2006; y (ii) en los últimos años, Corea del Sur, Arabia Saudí e India han ido convergiendo, claramente, hacia las economías desarrolladas, como se recoge en la sección 2.

Como confirman los gráficos 12 y 13, este proceso de convergencia financiera, al menos en determinadas economías emergentes, parece haberse

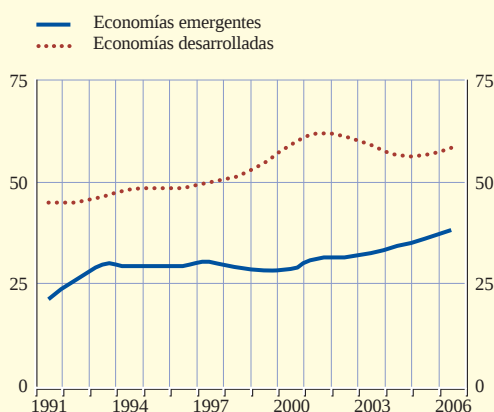
16 Véase, por ejemplo, Eurosystem (2006), «The accumulation of foreign reserves», Documento Ocasional n.º 43, BCE, elaborado por un grupo de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales.

17 Véanse, por ejemplo, P. R. Lane y G. M. Milesi-Ferretti (2006), «Capital flows to central and emerging Europe», Discussion Paper n.º 161, Institute for International Integration Studies (IIIS); A. Abiad, D. Leigh y A. Mody (2008), «International finance, capital mobility and income convergence: Is Europe different?», artículo presentado en el Economic Policy Forty-Eighth Panel Meeting celebrado en la Banque de France, París, 24-25 de octubre.

18 L. E. Ohanian y M. L. J. Wright (2007), «Where did capital flow? Fifty years of international rate of return differentials and capital flows», artículo presentado en la ECB Conference on Global Financial Linkages, Transmission of Shocks and Asset Prices, Francfort del Meno, 2 de diciembre de 2008.

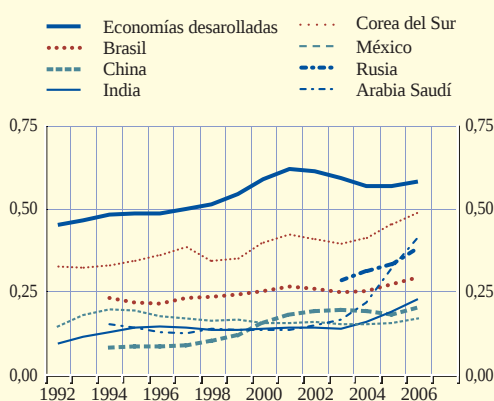
19 Véanse M. D. Chinn y H. Ito (2005), «What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions», NBER Working Paper n.º 11370; M. D. Chinn y H. Ito (2007), «East Asia and global imbalances: Saving, investment and financial development», NBER Working Paper n.º 13364; y Dorrucci et ál. (2009), op. cit.

20 Debido a restricciones de los datos, este índice más reducido sólo incluye: (i) la capitalización bursátil en relación con el PIB, calculada como media móvil de tres meses para suavizar los picos repentinos; y (ii) la penetración de los seguros no vida.

Gráfico 12 Índice de tamaño del mercado financiero en las economías emergentes y avanzadas

Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabábara (2009), op. cit. Notas: El índice de tamaño del mercado financiero que se presenta en los gráficos 12 y 13 es más reducido que el índice de tamaño del mercado financiero descrito en el cuadro 1 (véase nota a pie de página n.º 20, para más información). Las economías emergentes que se presentan en el cuadro 12 son Argentina, Brasil, Chile, China, Corea del Sur, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, RAE de Hong Kong, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, provincia china de Taiwán, Turquía y Venezuela. Las economías desarrolladas incluyen todos los países del G 7, excepto Canadá.

visto influido significativamente por episodios de crisis financieras que han afectado a las economías desarrolladas o a las economías emergentes.

Gráfico 13 Índice de tamaño del mercado financiero: Algunas economías emergentes frente a las economías desarrolladas

Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabábara (2009), op. cit. Notas: El índice de tamaño del mercado financiero que se presenta en los gráficos 12 y 13 es más reducido que el índice de tamaño del mercado financiero descrito en el cuadro 1 (véase nota a pie de página n.º 20, para más información). Las economías desarrolladas incluyen todos los países del G 7, excepto Canadá.

De cara el futuro, la crisis actual ha puesto de manifiesto que el sector financiero de varias economías, especialmente de las economías desarrolladas, y de Estados Unidos, en particular, se está desapalancando y que, en última instancia, necesita disminuir de tamaño, lo que, en la práctica, ya está sucediendo. Al mismo tiempo, una vez que los negativos efectos de contagio de la crisis financiera sobre las economías emergentes vayan desapareciendo, es bastante posible que los inversores miren con renovado interés sus mercados financieros (un proceso que también se ha observado en los últimos meses). Como resultado, la brecha entre las economías desarrolladas y las emergentes, en términos de desarrollo financiero interno, podría estrecharse aún más en los próximos años.

Más en general, si la globalización financiera pasara a ser más simétrica en cuanto a su carácter, podría dejar de ser cierta la idea de que, gracias a la apertura de las cuentas de capital y de los mercados financieros desarrollados, siempre sería posible para las economías desarrolladas desde el punto de vista financiero suavizar el consumo, compartir el riesgo en el exterior y financiar abultados déficits por cuenta corriente en cualesquiera circunstancias y horizontes temporales.

4 DESARROLLO FINANCIERO INTERNO Y ESTABILIDAD FINANCIERA

4.1 ALGUNAS LECCIONES GENERALES EXTRAÍDAS DE LA CRISIS FINANCIERA

Los informes recientes del Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS, en sus siglas en inglés) y del G 20²¹ han analizado, entre otros aspectos, a la luz de la crisis financiera actual, la relación entre desarrollo financiero interno en las economías emergentes y estabilidad financiera. Ambos documentos han afirmado que el limitado progreso en la innovación financiera ha supuesto, como un subproducto indirecto bienvenido, exposicio-

21 Véanse el Comité sobre el Sistema Financiero Global (2009), «Capital flows and emerging market economies», informe elaborado por un grupo de trabajo establecido por el CGFS, CGFS Papers n.º 33, enero; y G 20 (2008), «Study Group on Global Credit Market Disruptions», documento elaborado por Australia.

nes muy limitadas de los mercados de las economías emergentes a las hipotecas de alto riesgo (*subprime*). Por consiguiente, los mercados financieros emergentes pudieron mantener la confianza de los inversores internacionales en los primeros estadios de la crisis, y, hasta el verano del 2008, los efectos de contagio derivados de las turbulencias financieras que se estaban produciendo en las economías desarrolladas fueron limitados. No obstante, cuando la crisis se intensificó a mediados de septiembre del 2008, factores tales como el desapalancamiento a escala mundial, la repentina desaparición de la liquidez del mercado y la búsqueda de activos más seguros causaron un gran impacto en los mercados financieros emergentes, pero estos mercados resultaron ser, en general, más resistentes que en anteriores episodios de crisis (aunque las economías más desarrolladas desde el punto de vista financiero no fueron, necesariamente, las más resistentes).

Si bien la mejora de la liquidez en los mercados financieros de las economías emergentes ha incrementado hasta cierto punto su resistencia financiera, la experiencia de la crisis ha puesto de manifiesto que continúa existiendo un margen considerable para seguir avanzando. Por ejemplo, en muchos países los mercados de deuda en moneda local y de derivados de tipos de interés están aún en sus primeras etapas de desarrollo, lo que supone que las perturbaciones que afectan a los flujos de entrada de capital pueden dar lugar a variaciones de los precios de los activos financieros mayores que en mercados más profundos. Además, algunos mercados son vulnerables debido a la reducida base de inversores. La ampliación de la base de inversores exige nuevas reformas, por ejemplo, de la normativa, de los fondos de pensiones y otros inversores institucionales, de la infraestructura del mercado de capitales y de la manera en que los bancos centrales, como agentes fiscales, diseñan la emisión y la negociación de los bonos. Por último, la resistencia del mercado también puede mejorarse a través de mercados de cobertura bien desarrollados²².

Otro aspecto importante se refiere a que el proceso de desarrollo financiero interno se ha visto acompañado

de una significativa presencia bancaria extranjera en muchas economías emergentes, lo que suscita una serie de cuestiones de relevancia en el contexto de la crisis actual. Este tema se examina en el resto de la sección, que se centra en el caso de Europa Oriental y Sudoriental durante la crisis financiera.

4.2 RÁPIDO DESARROLLO FINANCIERO BASADO EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO: UN CASO DE ESTUDIO

En los últimos años, varias economías de Europa Oriental y Sudoriental han experimentado un desarrollo financiero muy rápido basado en las entidades de crédito. Aunque la intermediación financiera, medida por el porcentaje de activos totales del sistema bancario en el PIB, sigue yendo muy a la zaga de la media de la zona del euro —que se sitúa por encima del 300%—, ha tendido al alza significativamente en la última década (véase gráfico 14). Pese a esta tendencia general, existen importantes diferencias entre los países en cuestión, tanto en cuanto a los niveles alcanzados como en lo que se refiere al ritmo de expansión durante este período. En Turquía, por ejemplo, el aumento del tamaño del sector bancario en relación con el PIB fue de los menores de la región.

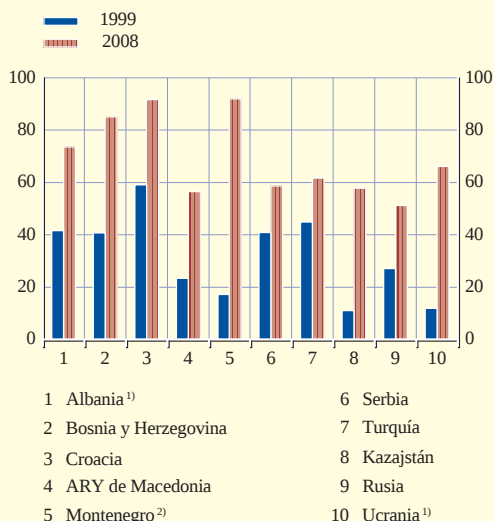
El rápido desarrollo financiero interno basado en las entidades de crédito se ha visto facilitado por la entrada de bancos extranjeros en estos países. En la privatización de bancos anteriormente públicos intervinieron, con frecuencia, compradores extranjeros, que —dado el potencial de crecimiento de este segmento del mercado en las economías mencionadas— se introdujeron en el mercado como inversores estratégicos y, posteriormente, ampliaron sus actividades con mucha rapidez. Por lo tanto, en la mayoría de los países, la penetración extranjera se incrementó notablemente, de nuevo con considerables diferencias entre los países²³. En las economías de los Balcanes Occidentales,

22 Para un análisis más amplio de la relación entre el desarrollo financiero y la estabilidad financiera en las economías emergentes, véase A. de la Torre, J. C. Gozzi y S. L. Schmukler (2007), «Financial Development: Maturing and Emerging Policy Issues», The World Bank Research Observer, vol. 22, n.º 1.

23 Véase Banco Mundial (2009), «Global Development Finance 2009: Charting a Global Recovery».

**Gráfico 14 Activos del sector bancario en
relación con el PIB**

(en porcentaje)



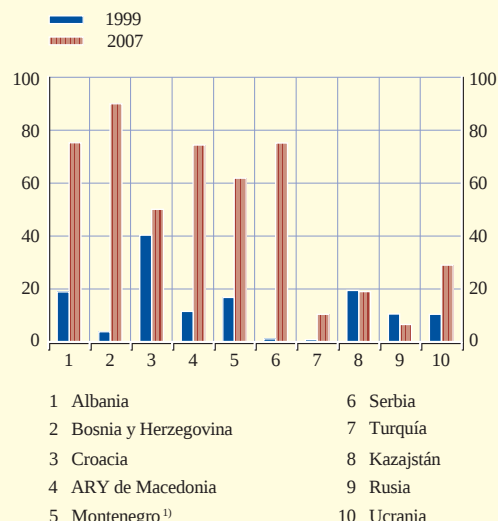
Fuentes: FMI, Haver Analytics.

1) Últimos datos: 2007.

2) Primeros datos: 2003.

**Gráfico 15 Activos de entidades de crédito
extranjeras en relación con los activos totales**

(en porcentaje)



Fuentes: Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.

Haver Analytics para Turquía.

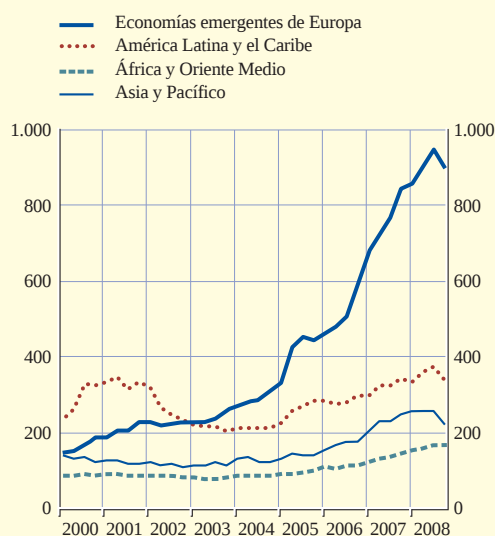
1) Primeros datos: 2003.

los sistemas bancarios están dominados por bancos extranjeros, con un porcentaje de titularidad extranjera cercano o superior al 80% en términos de activos, (véase gráfico 15). Sin embargo, los porcentajes de entidades de crédito extranjeras en términos de activos son significativamente inferiores en otras economías de la región, sobre todo en Rusia y en Turquía (por debajo del 20%). Las matrices de los bancos de propiedad extranjera están radicadas habitualmente en la zona del euro. Su atención estratégica por las economías emergentes de Europa queda ilustrada, también, por el importante aumento de los activos bancarios de la zona del euro en esta región durante los 10 últimos años, que sobrepasó significativamente las exposiciones a otras regiones emergentes (véase gráfico 16).

Este desarrollo financiero, alentado por la presencia de bancos extranjeros, ha respaldado el desarrollo económico y la convergencia real de la región. Como la financiación por parte de las entidades matrices suele ser más estable que muchas otras formas de entradas de capital, especialmente las inversiones de cartera, este modelo de desarrollo basado en las entidades de crédito presenta nume-

**Gráfico 16 Activos extranjeros consolidados frente
a algunas regiones emergentes de entidades de
crédito radicadas en la zona del euro**

(mm de euros)



Fuente: BPI.

Nota: Las economías emergentes de Europa, tal y como se definen en las estadísticas del BPI, incluyen Albania, Antigua República Yugoslava de Macedonia, Belarús, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Moldova, Montenegro, Polonia, República Checa, Rumanía, Rusia, Serbia, Turquía y Ucrania.

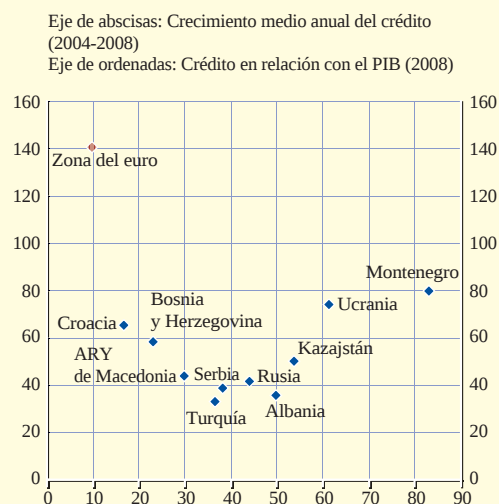
rosas ventajas. Además, los bancos extranjeros contribuyeron a la transición económica de esos países no sólo proporcionando capital a los sistemas financieros, sino también transfiriendo reputación, conocimientos técnicos, capacidades directivas y tecnología de la información. Por otra parte, las entidades de crédito extranjeras podrían actuar de fuerza estabilizadora en caso de que se produjeran perturbaciones internas. En general, unos mercados financieros más desarrollados y más integrados permiten el acceso a la financiación internacional en términos más favorables, y con ello aumenta la inversión interna en relación con el ahorro interno a través del canal de financiación bancaria. De hecho, la literatura económica resumida en la sección 3.1 sugiere que, a diferencia de lo ocurrido en otras economías emergentes, este factor fue crucial a la hora de generar un flujo de capital desde las economías desarrolladas ricas en capital hacia las economías emergentes de Europa²⁴.

Al mismo tiempo, este rápido proceso de desarrollo financiero basado en las entidades de crédito se ha visto acompañado de algunas vulnerabilidades financieras y macroeconómicas. Por lo que se refiere al aspecto financiero, estas vulnerabilidades se han manifestado a partir del rápido crecimiento del crédito²⁵ (véase gráfico 17), que aumentó debido a la intensa competencia entre los bancos por ganar cuota de mercado²⁶. Esto produjo un incremento de los riesgos de crédito, así como un importante crecimiento de la deuda del sector privado. De hecho, este rápido crecimiento está en consonancia con el proceso de convergencia, y el margen existente para la convergencia es considerable, ya que la ratio de crédito en relación con el PIB de la región continúa situándose muy por debajo de los niveles de la zona del euro. Sin embargo, la fuerte tasa de crecimiento y la expansión a clientes sin historial crediticio provocó que la valoración de la solvencia fuera especialmente difícil. Las vulnerabilidades resultantes se han magnificado en algunas economías, en parte, por el empleo de préstamos en moneda extranjera a prestatarios sin cobertura de riesgos²⁷.

En cuanto al aspecto macroeconómico, la mayor facilidad para disponer de crédito y la demanda reprimida ocasionaron un aumento del consumo y

Gráfico 17 Crecimiento medio del crédito y crédito en relación con el PIB

(tasas de variación interanual; en porcentaje)



Fuentes: BCE, FMI, Haver Analytics y fuentes nacionales.

potenciaron la formación bruta de capital fijo. Como resultado, la demanda interna se convirtió en el principal factor que contribuyó al crecimiento del producto. El reflejo de la demanda interna, financiada principalmente por el fuerte crecimiento del crédito, fue la ampliación del déficit por cuenta corriente (véase gráfico 18). Esto expuso a los países a vulnerabilidades financieras externas, que ilustran la importancia de la relación entre los desequilibrios macroeconómicos y la estabilidad

24 Véase S. Herrmann y A. Winkler (2008), «Real convergence, financial markets, and the current account: Emerging Europe versus emerging Asia», Documento Ocasional n.º 88, BCE.

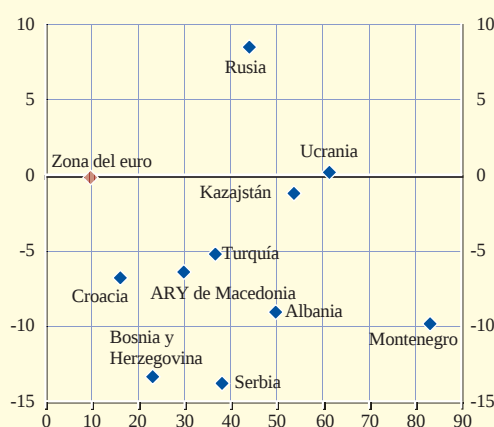
25 El crecimiento del crédito en la región superó el de otras economías emergentes. En el período 2004-2008, el crédito al sector privado experimentó, en promedio, una expansión del 44% anual en los países analizados en este artículo (tomando una media simple de las tasas de crecimiento de los países), mientras que la medida correspondiente para América Latina fue del 31%, y de sólo el 12% en las economías emergentes de Asia.

26 Véase BCE (2008), «Financial stability challenges in candidate countries: Managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems», elaborado por un grupo de expertos del Comité de Relaciones Internacionales, Documento Ocasional n.º 95, BCE.

27 En lo que se refiere a los hogares y las empresas, la obtención de préstamos en moneda extranjera fue consecuencia de los importantes diferenciales de tipos de interés, mientras que, debido al proceso de convergencia real, parecía que las monedas eran más propensas a apreciarse; sin embargo a menudo estuvo en consonancia con los incentivos de los bancos, dado que las principales fuentes de financiación de los bancos de titularidad extranjera era el capital de sus entidades matrices.

Gráfico 18 Crecimiento medio del crédito y cuenta corriente en relación con el PIB (2004-2008)

(tasas de variación interanual; en porcentaje)

Eje de abscisas: Crecimiento medio anual del crédito
Eje de ordenadas: Cuenta corriente en relación con el PIB
(2008)

Fuentes: BCE, FMI, Haver Analytics y fuentes nacionales.

financiera. En economías ricas en recursos, como Rusia, las vulnerabilidades externas tuvieron un origen diferente, relacionado con la elevada dependencia del precio de las materias primas. Pero, como consecuencia de las elevadas tasas de crecimiento y de la expansión de la demanda interna, varias economías de Europa Oriental y Sudoriental empezaron a mostrar signos de sobrecalentamiento, que se materializaron en altas tasas de inflación y/o en abultados déficits por cuenta corriente²⁸.

La actual crisis financiera mundial ha puesto al descubierto, de repente, algunas de esas vulnerabilidades²⁹. Aunque el impacto directo en los mercados financieros regionales fue limitado, ya que las entidades de crédito de la región sólo tenían una pequeña exposición a los productos estructurados, la segunda oleada de la crisis castigó duramente a estas economías, sobre todo por el colapso del comercio exterior. Se prevé que, a medida que disminuya la actividad económica real, se deteriore la cartera de préstamos. Además, las entidades de crédito de la región tuvieron que hacer frente, con frecuencia, a presiones procedentes de la retirada de depósitos, como consecuencia de los efectos confianza, y, debido a las importantes necesidades de financiación externa, se vieron afectadas

negativamente por un acceso más limitado o más caro a la financiación internacional. Por estos motivos, el apoyo de las entidades matrices podría ser crucial en algunos casos. En general, las entidades de crédito extranjeras están en mejor situación que los bancos puramente nacionales para recapitalizar sus filiales o sucursales. Sin embargo, si la matriz extranjera se ha visto afectada por la crisis financiera, su presencia abre otro posible canal de transmisión a estos países emergentes.

En conclusión, en estos momentos los modelos bancarios basados en entidades de crédito extranjeras de Europa Oriental y Sudoriental están siendo puestos a prueba. Por una parte, la presencia de bancos extranjeros ha actuado como ancla de estabilidad en la mayoría de los países, también durante la crisis, pues las presiones sobre la financiación externa siguieron siendo, en general, limitadas. Muchas entidades matrices han manifestado repetidas veces que siguen estando comprometidas con la región y, en el caso de los pocos países acogidos a un programa del FMI, han formalizado el compromiso a través de acuerdos voluntarios para mantener su exposición. Al mismo tiempo, las entidades de crédito han actuado, en parte, como un canal de transmisión de las perturbaciones, potencialmente bidireccional, es decir, de las economías desarrolladas a las economías emergentes a través del canal del crédito bancario, y viceversa, por ejemplo, a través del deterioro de la rentabilidad de la región. En la coyuntura actual, es demasiado pronto para juzgar el comportamiento global de ese modelo de desarrollo financiero en caso de estrés. No obstante, se reconoce de forma generalizada que la presencia de bancos extranjeros, aunque ofrece muchas ventajas, puede convertirse en una fuente de perturbaciones para ambas partes, por lo que, en el futuro, debe tenerse en cuenta en los ámbitos de la regulación y en la valoración de riesgos.

28 El impacto del elevado crecimiento del crédito sobre la inflación y la balanza por cuenta corriente se debió, entre otros factores, al régimen de tipo de cambio de los países en cuestión. En particular, las tasas de inflación más elevadas se registraron en países con tipos de cambio fijos, donde las ganancias relativas de productividad relativas no pudieron traducirse en una apreciación nominal de la moneda.

29 Véase FMI (2009), «Regional Economic Outlook on Europe: Addressing the Crisis».

5 CONCLUSIONES

El desarrollo financiero interno de las economías emergentes constituye un ingrediente fundamental en la consecución de una globalización financiera más asimétrica, que podría desempeñar, a su vez, un papel importante en la reducción de los desequilibrios globales. Aunque se observa, en general, que los mercados financieros más desarrollados son beneficiosos para el desarrollo económico, un proceso de rápida profundización financiera podría conllevar, en determinadas circunstancias, ciertos

riesgos para la estabilidad financiera. La calidad del desarrollo financiero interno y el desarrollo paralelo de la supervisión y la regulación financieras son cruciales, por lo tanto, para evitar las crisis financieras. En particular, los modelos de evolución financiera que se basan en gran medida en un único elemento del sistema financiero (por ejemplo, los bancos o los mercados) podrían resultar más vulnerables en épocas de crisis. El desarrollo financiero interno que se sustenta en unas estructuras financieras más amplias podría demostrar ser más estable en el medio y largo plazo.