

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola, Carmen Broto y Sonsoles Gallego, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

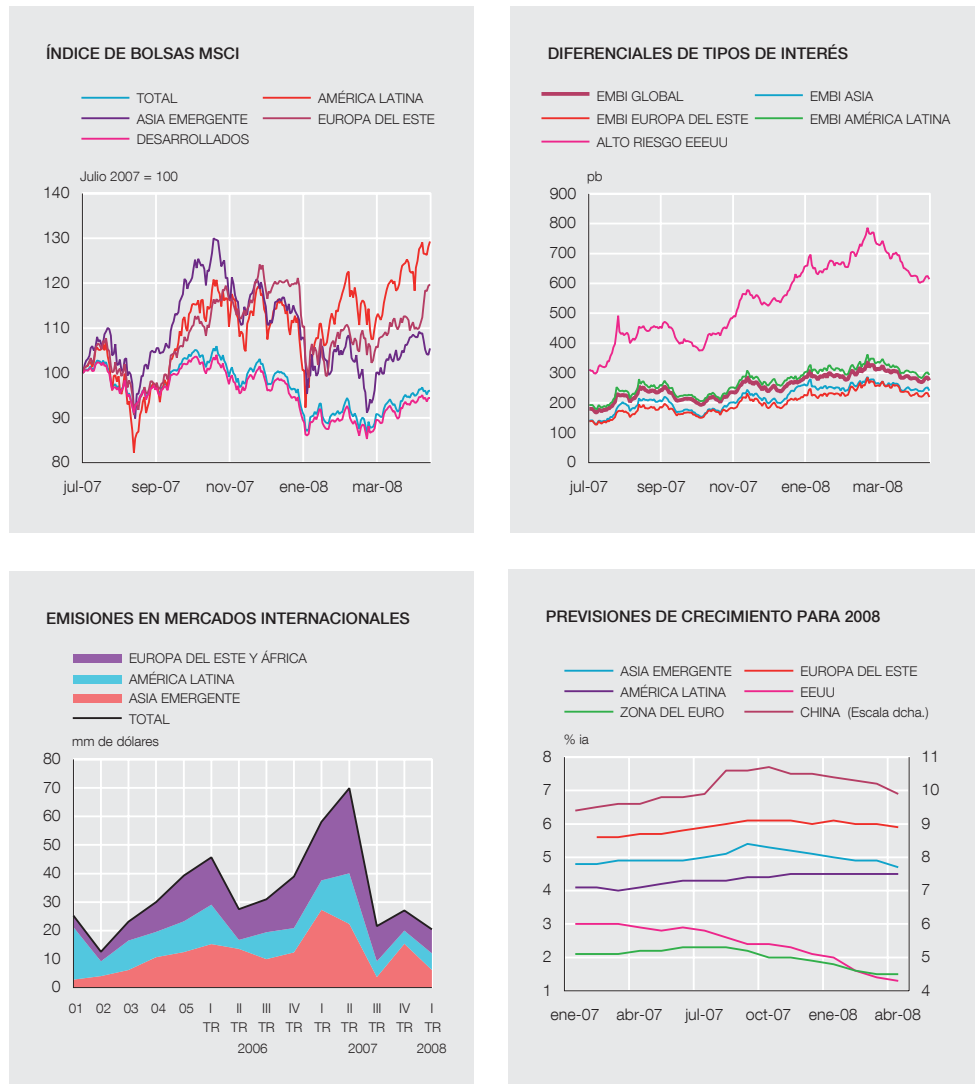
Desde el pasado verano, los mercados financieros de las economías emergentes se han visto afectados, al igual que el resto de los mercados financieros internacionales, por las turbulencias que se originaron en el segmento de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos, y que fueron extendiéndose progresivamente a otros segmentos de los mercados financieros. No obstante, el impacto en las principales variables financieras de los mercados emergentes se puede considerar como relativamente limitado en comparación con el deterioro observado en los mercados financieros globales y, sobre todo, en relación con episodios anteriores de turbulencias, como la crisis rusa en 1998 o el final de la burbuja tecnológica en 2001. Así, aunque los diferenciales soberanos han tendido a ampliarse, lo han hecho de forma moderada y en una magnitud muy inferior a la de los diferenciales de crédito comparables en las economías desarrolladas (véase gráfico 1). Las bolsas han evolucionado a la baja, pero con menor intensidad que en los países industrializados, y los tipos de cambio han tendido a apreciarse por lo general o, cuando menos, se han mantenido relativamente estables frente al dólar.

No obstante, dada la persistencia de las tensiones en importantes segmentos de los mercados internacionales bastantes meses después del inicio de las turbulencias, no puede descartarse completamente la posibilidad de que algunos de sus efectos terminen trasladándose a los mercados financieros emergentes y a sus economías. Este artículo evalúa los posibles canales de transmisión de las actuales turbulencias financieras hacia las economías emergentes, tanto de tipo real como financiero, y su impacto sobre las perspectivas de este grupo de países. En aras de la concisión, las economías emergentes se abordan como un grupo homogéneo, tratando de extraer aquellos elementos comunes y estableciendo diferencias a nivel regional, en algunos casos, pero no por países. No obstante, es obvio que existen heterogeneidades por regiones y países que pueden ser muy relevantes para la transmisión de la turbulencia a través de los canales reales o financieros, y que deberán ser tenidas en cuenta al analizar casos particulares.

Canales de transmisión de la turbulencia financiera a las economías emergentes

Existen varios canales a través de los cuales una perturbación global puede transmitirse a las economías emergentes. El canal habitual es el comercial, que discurre principalmente a través de cambios en la demanda de exportaciones. Este canal será más intenso cuanto mayor sea el grado de apertura comercial, y se verá en parte compensado en la medida en que la demanda interna sea lo suficientemente robusta como para acomodar una menor contribución al crecimiento del sector exterior. Las perturbaciones pueden también transmitirse a través del canal financiero. La importancia potencial de este canal responde a la creciente integración de las economías emergentes en los mercados financieros internacionales, que se refleja, entre otros, en los elevados niveles alcanzados por los flujos de inversión en cartera o en la importante presencia que los bancos extranjeros mantienen en un buen número de estas economías. Además, en la situación actual, resulta fundamental analizar el comportamiento de los precios de las materias primas como posible mecanismo de transmisión, ya que el fuerte ascenso experimentado por estos en los últimos cinco años ha supuesto una perturbación de demanda muy positiva en aquellas economías emergentes exportadoras, que resulta clave para explicar su prolongada fase de expansión de los últimos años.

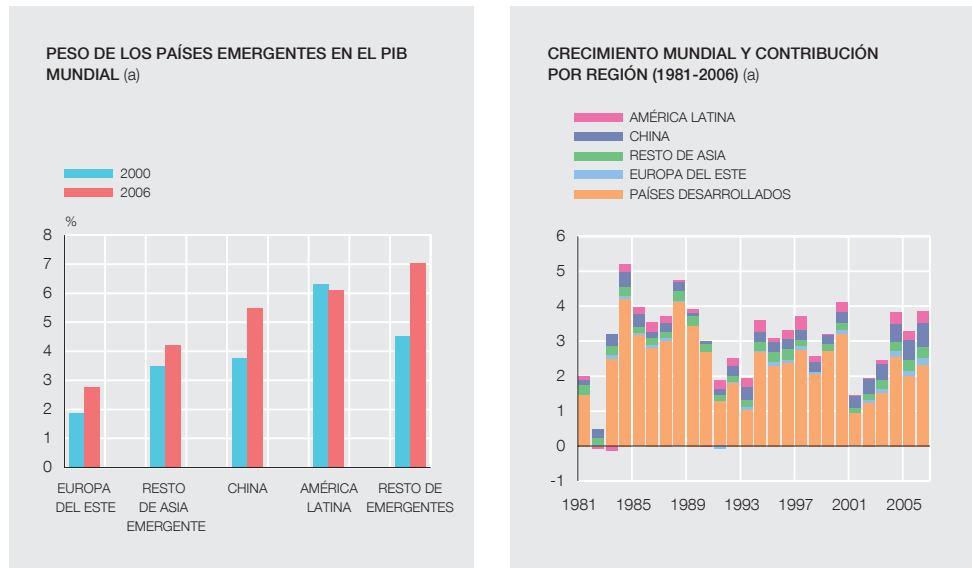
1. Agradecemos a Enrique Martínez Casillas la elaboración de los gráficos de este artículo.



FUENTES: JP Morgan, Datastream y Consensus Forecast.

La importancia de la respuesta de las economías emergentes a la turbulencia, desde el punto de vista global, se pone de manifiesto al considerar el peso que tienen en el conjunto de la economía mundial. Habitualmente, esta proporción se calcula utilizando datos de PIB convertidos con paridades de poder adquisitivo; no obstante, los tipos de cambio de mercado permiten obtener una perspectiva más ajustada de la importancia que tienen las economías emergentes a través de los canales de transmisión de la turbulencia². Con tipos de cambio de mercado, estas economías han aumentado su peso en la producción mundial desde un 20% a un 26% entre 2000 y 2006, y su dinamismo en los últimos cinco años —en los que su crecimiento medio ha sido del 7%— ha elevado su contribución al crecimiento mundial hasta el entorno del 40% (véase gráfico 2); esta cifra se eleva a cerca del 70% si el producto global se mide en términos de paridad del poder adquisitivo. Estas cifras suponen que, en una situación de posible desaceleración de las economías industrializadas, las economías emergentes pueden suponer un elemento de soporte muy importante no solo para los países emergentes, sino también para el conjunto de la economía mundial.

2. Dado que los niveles de precios son menores en las economías emergentes, las cifras en paridad del poder adquisitivo —que están ajustadas por estos diferenciales de precios— suponen un mayor peso de los países emergentes en la economía global. En términos de paridad del poder adquisitivo, las economías emergentes suponen un 50% del producto mundial total y en torno a un 70% de la contribución al crecimiento mundial entre 2003 y 2007.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (WEO).

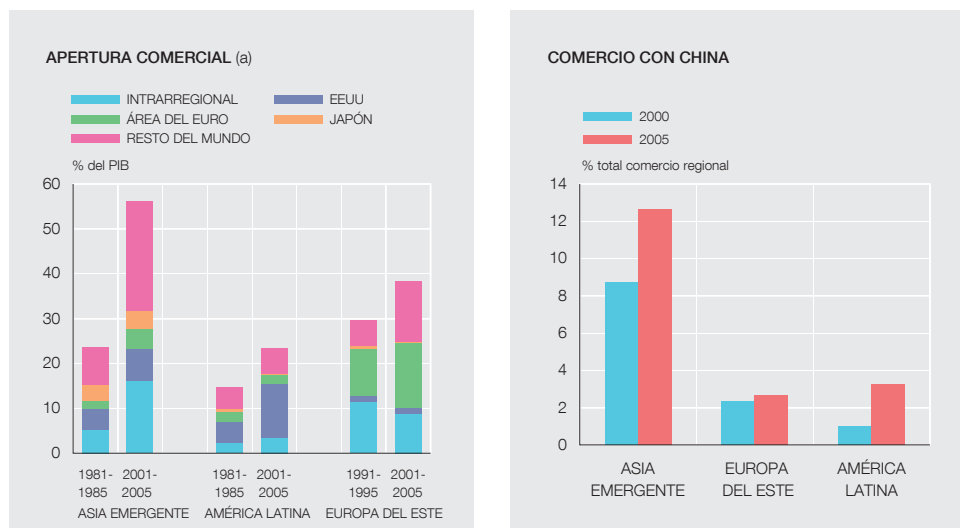
a. El peso de los países está medido por el PIB en dólares.

CANALES REALES DE TRANSMISIÓN

Como se ha comentado anteriormente, los vínculos comerciales son el canal más directo a través del cual una desaceleración (o una expansión) se transmite de un país a otro, mediante la disminución (aumento) de su demanda externa. En la última década, el volumen de intercambios comerciales de las economías emergentes ha aumentado a una tasa superior al 11% anual, frente al 6% de las economías desarrolladas. Además, la apertura comercial en dichas economías, medida por la suma del volumen de importaciones y exportaciones como porcentaje del producto, ha crecido sustancialmente, especialmente en Asia. En esta región, las exportaciones en volumen han pasado a representar el 56% del PIB regional entre 2001 y 2005, frente al 23% que suponían estos flujos a principios de los años ochenta. Todo ello implica que el comercio exterior de Asia se ha más que duplicado en las dos últimas décadas, mientras que el de otras regiones emergentes, como Europa del Este o América Latina, también se ha incrementado notablemente (véase gráfico 3). La mayor apertura de estas economías sugiere que la transmisión de una desaceleración del entorno exterior debería ser elevada, incluso a pesar de que ciertos elementos puedan ayudar a mitigar su impacto.

Uno de estos elementos mitigadores es el fuerte aumento experimentado por el comercio intrarregional. En particular en Asia, este ha alcanzado el 16,2% del PIB entre 2001 y 2005, frente al 5,2% de principios de los ochenta, si bien una parte de dicho comercio intraregional se asocia a la integración vertical de la producción en la región, cuyo destino final son mercados desarrollados. Otro atenuante del canal comercial sería el intenso aumento que en los últimos años han registrado las exportaciones de los países emergentes a China, aunque estos intercambios son todavía limitados en volumen³. En este sentido, la evidencia más reciente apunta a que las exportaciones asiáticas no han sufrido en su conjunto un deterioro acusado como consecuencia de la desaceleración de la demanda de Estados Unidos, en parte por la diversificación del destino de las exportaciones sucedida en los últimos años. En países con un grado elevado de integración comercial con Estados Unidos, como México, la desace-

3. En 2006 las exportaciones a China supusieron un 12,6% de las exportaciones de Asia emergente, pero únicamente un 3,2% de las de América Latina (donde la proporción se ha triplicado desde 2000, gracias a las exportaciones de materias primas) y un 2,6% de las de Europa.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (WEO y DOTS).

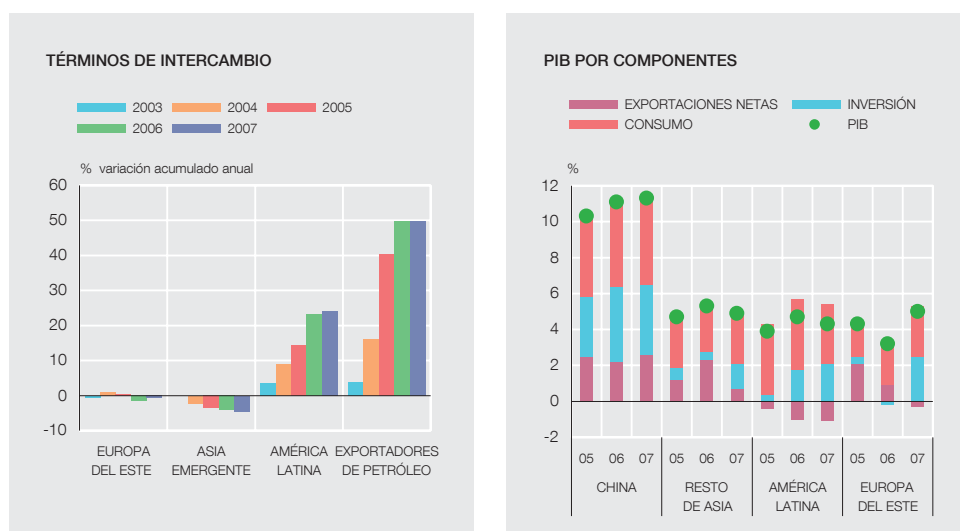
a. Apertura comercial = (exportaciones + importaciones) / PIB.

leración resulta más evidente, aunque ya se había comenzado a observar antes de la turbulencia.

El segundo canal de transmisión real es la demanda y el precio de las materias primas, que ha registrado un incremento muy importante en los últimos cinco años. En este ámbito, cabe diferenciar entre los países importadores de materias primas —Asia o Europa del Este— y los países exportadores. En los primeros, el incremento de los precios constituye una perturbación negativa que retrae la actividad y empuja la inflación al alza. En cambio, los aumentos de precios de las materias primas han supuesto una notable mejora en la relación de intercambio de aquellos países exportadores de materias primas (como América Latina y los principales productores de petróleo), a los que ha beneficiado notablemente, contribuyendo a su ciclo expansivo y al mantenimiento de balanzas externas en posiciones fuertemente superavitarias, aunque también haya supuesto una presión aún mayor sobre la inflación.

Los precios de la mayor parte de las materias primas guardan una correlación relativamente elevada con el ciclo económico, por lo que una desaceleración del crecimiento mundial en principio haría anticipar un retroceso, sobre todo después de las fuertes alzas de los últimos años. Sin embargo, los precios del petróleo, metales preciosos y alimentos han continuado su tendencia alcista en los últimos meses, sin acusar los indicios de desaceleración económica. Los precios de los metales industriales y otras materias primas han disminuido moderadamente, pero se mantienen en niveles elevados. Detrás de esta evolución está, en parte, la resistencia a la desaceleración de la actividad mostrada por algunas economías emergentes ante las turbulencias financieras. De hecho, un elemento clave en la evolución de los mercados de materias primas en los últimos tiempos ha sido la fuerte demanda procedente de las economías emergentes en proceso de industrialización, que explica en torno al 40% del incremento marginal de la demanda de petróleo en los últimos años y una elevada proporción del incremento del precio de otras materias primas⁴. En la medida en que estas economías sigan

4. En el período 2002-2005 las economías emergentes contribuyeron a un incremento del 37% de la demanda de petróleo (el 30% pertenece a China) y a más del 100% del incremento del precio de otros metales, como el cobre, el zinc o el plomo.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (WEO), Datastream y Banco de España.

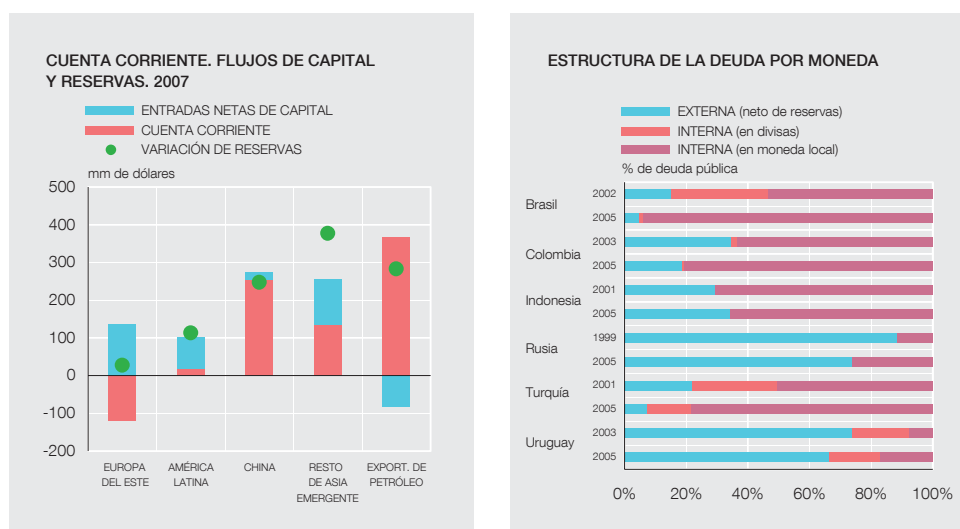
mostrando resistencia a la desaceleración y capacidad de crecimiento sostenido, y dada la existencia de restricciones por el lado de la oferta, es probable que los precios de las materias primas continúen situados en niveles elevados en el futuro próximo, lo que debería continuar beneficiando a las regiones emergentes exportadoras.

Por ello, un elemento crucial para evaluar la capacidad de resistencia de las economías emergentes ante una eventual desaceleración global es la intensidad de la contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB. En este sentido, quizá con la excepción de China, se puede hablar de la aparición de un nuevo patrón de crecimiento en las economías emergentes, en los últimos años, basado en mayor medida que en el pasado en la fortaleza de la demanda interna (véase gráfico 4). En particular, se observa que la contribución de las exportaciones netas al crecimiento ha disminuido gradualmente en la mayor parte de las economías emergentes, e incluso ha pasado a ser negativa en algunos casos, como en América Latina. En el caso de China, la contribución de la demanda externa sigue siendo considerable, aunque se ha estabilizado, a pesar de que las políticas económicas se han orientado hacia el fortalecimiento del consumo privado y la sustitución de importaciones. En este contexto, la saneada situación de las políticas fiscales en muchas economías emergentes podría otorgar cierto margen para la aplicación de políticas fiscales contracíclicas o, al menos, puede evitar la adopción de un ajuste fiscal restrictivo en un período de inestabilidad financiera, algo habitual en el pasado, sobre todo en América Latina⁵. Otro soporte potencial es la utilización interna de los cuantiosos recursos financieros acumulados en los últimos años, en forma de fondos de estabilización, de riqueza soberana o reservas internacionales.

CANALES FINANCIEROS DE TRANSMISIÓN

El canal de transmisión financiero se puede evaluar desde múltiples ángulos; entre ellos, el de una reconsideración del atractivo inversor en los mercados emergentes en el contexto de reevaluación del riesgo que está produciéndose a nivel global, y el de una posible transmisión de la turbulencia a través del canal bancario. En este sentido, dado que la turbulencia que se originó en el mercado de hipotecas de alto riesgo ha expuesto algunas debilidades importantes en instituciones financieras que mantienen una presencia importante en las economías

5. Véase Alberola y Montero (2006).



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (WEO), Datastream y Banco de España.

emergentes, una situación de menor liquidez podría tener algún impacto en aquellas economías emergentes con mayor dependencia del capital exterior.

Respecto a la reconsideración de los riesgos y vulnerabilidades en las economías emergentes, cabe señalar que en los últimos años la percepción de riesgo se ha reducido notablemente, debido a la mejora de los fundamentos macroeconómicos y a la reducción de las vulnerabilidades financieras. Dicha mejora en los fundamentos se ha reflejado, entre otros, en un importante descenso de las tasas de inflación y en unas posiciones fiscales más sólidas, así como en una menor dependencia de la financiación externa, dada la mayor profundidad de los mercados en moneda local. Además, la reducción de la vulnerabilidad financiera se ha afianzado gracias a una mayor flexibilidad cambiaria —aunque con algunas excepciones— y al fortalecimiento de las posiciones por cuenta corriente, si bien es cierto que en algunas regiones tal fortalecimiento se deriva en gran medida de una relación real de intercambio muy favorable y/o de una gestión del tipo de cambio muy activa, que ha limitado la apreciación de la divisa. La mejora en la composición de la balanza de pagos de la mayoría de economías emergentes es especialmente relevante, dado que la acumulación de reservas internacionales ha permitido la coincidencia de fuertes entradas de flujos de capital privados con amplios superávits por cuenta corriente, convirtiendo a la mayor parte de economías emergentes en «prestamistas netos» frente al resto del mundo (véase gráfico 5).

La excepción a este patrón de comportamiento son los países de Europa del Este, donde la dependencia de los flujos de capital exteriores se ha visto reflejada en el mantenimiento de amplios déficits por cuenta corriente. En cambio, en el resto de las economías la recepción de flujos netos de capital se ha visto complementada, en el último año, con un incremento de las salidas de capital, canalizadas principalmente a través de los fondos de riqueza soberana de países exportadores de materias primas (principalmente, petróleo) y países que han acumulado una fuerte cantidad de reservas en moneda extranjera.

Esta mejora en los fundamentos macroeconómicos ha debido influir en un comportamiento de los mercados financieros emergentes relativamente más favorable durante el presente episodio de estabilidad financiera que en el pasado. Con todo, se mantienen algunas vulnerabilidades: en particular, la percepción de que una parte de la mejora de los funda-

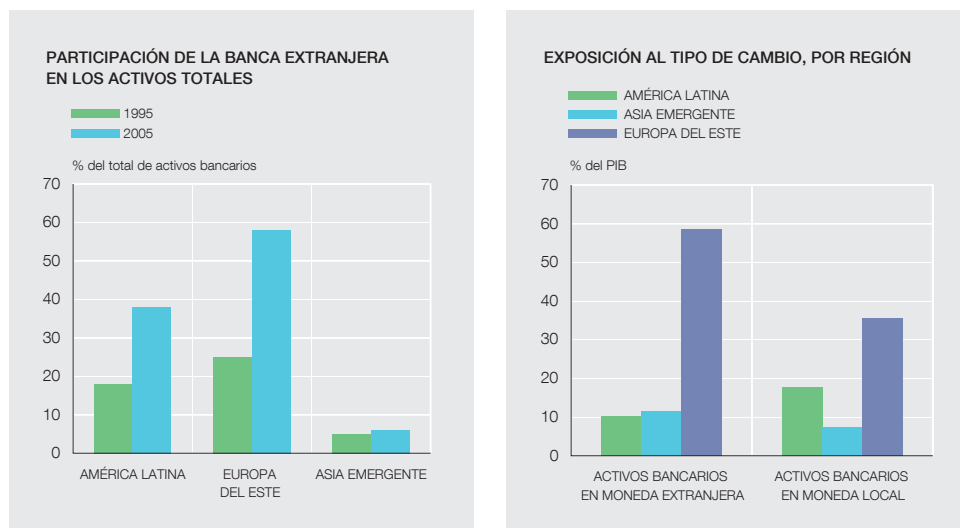
mentos de estas economías en los últimos años se ha basado en una combinación poco habitual de condiciones externas favorables (fuerte crecimiento de la economía mundial, abundancia de liquidez y elevados precios de las materias primas), algunas de las cuales han perdido vigencia.

En este sentido, durante el año 2007 los flujos de capital netos privados a economías emergentes se situaron en máximos históricos, lo que supone un cambio fundamental respecto a episodios pasados de turbulencia global, en los que con frecuencia se producían retrocesos importantes en situaciones de reconsideración del riesgo. En esta ocasión, los emisores soberanos y los corporativos de mejor calificación crediticia han continuado teniendo acceso a la financiación en los mercados internacionales, si bien a un coste de financiación más elevado. Los flujos bancarios también han continuado aumentando. Con todo, se ha constatado en los últimos meses un menor volumen de emisiones de renta fija y variable por parte de emisores en mercados emergentes, que podría ser indicativo de una cierta transmisión de los efectos de la turbulencia por el canal financiero.

El segundo canal de transmisión financiero analizado es el canal bancario. En este sentido, una consideración importante a la hora de explicar la favorable evolución de las economías emergentes en este episodio de turbulencias es que la exposición directa de las instituciones financieras en las economías emergentes al segmento de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, o a productos derivados complejos, parece haber sido limitada, salvo contadas excepciones, dado el menor grado de sofisticación de estos mercados. Sin embargo, la importante presencia de algunos bancos internacionales en economías emergentes dependientes de la financiación exterior podría ser una vía de transmisión de la inestabilidad financiera a las economías emergentes, a través del canal bancario. La literatura muestra que pueden producirse alteraciones en la oferta de crédito en aquellos países con importante presencia de banca extranjera cuando esta tiene dificultades en su país de origen⁶. Tras más de dos décadas de liberalización financiera, los bancos extranjeros se han convertido en agentes relevantes en muchas economías emergentes y sus activos suponen a menudo una proporción muy sustancial de los activos bancarios nacionales en Europa del Este (58%), América Latina (38%) y, en menor medida, en Asia (6%), tal y como se muestra en el gráfico 6. Según el Banco de Pagos Internacionales (BIS) (2007), los bancos extranjeros concedieron más del 30% del total del crédito interno en las cuatro mayores economías de América Latina en 2004.

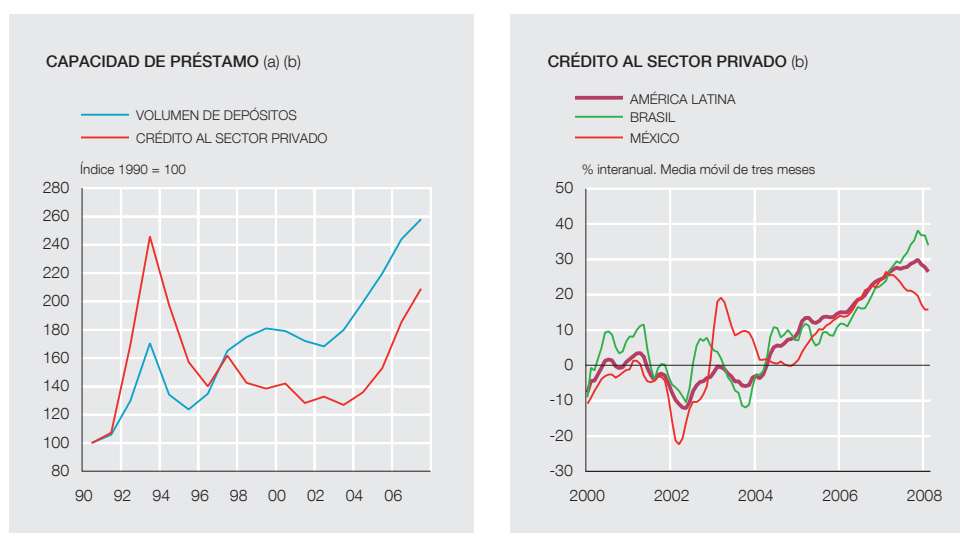
En este contexto, cabría pensar en dos efectos alternativos (un efecto sustitución y otro complementario) como posible reacción de los bancos extranjeros en economías emergentes. El efecto sustitución tendría lugar si, como consecuencia del deterioro de las condiciones de negocio en el país de origen, los bancos extranjeros optaran por continuar explotando los beneficios de la diversificación y concentraran esfuerzos en la consolidación de su actividad en el exterior, la cual presenta, por el momento, expectativas favorables⁷. El segundo efecto ocurriría si, como resultado de la acumulación de pérdidas, de las necesidades de liquidez o de la urgencia de reponer capital, los bancos se vieran obligados a reducir su exposición, incluyendo los activos en países emergentes. En este segundo caso, la extensión de las turbulencias a través del sistema bancario hacia las economías emergentes podría ser apreciable. Sin embargo, el hecho de que buena parte del crecimiento del crédito bancario haya sido

6. Véanse Peek y Rosengren (1997, 2001) y Goldberg (2001). Además, Martínez Peria et ál. (2005) muestran que existe cierta evidencia de que los cambios en el crédito en países receptores tiene una elevada correlación entre sí, en parte debida a la presencia de la banca extranjera. 7. García-Herrero y Vázquez (2007) aportan evidencia sobre el hecho de que los bancos internacionales con una mayor diversificación internacional, en particular en mercados emergentes, son capaces de lograr unos mayores rendimientos ajustados por el riesgo. Estos beneficios se reducen en cierta medida cuando los bancos internacionales concentran sus filiales en regiones geográficas específicas.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (IFS, WEO) y Banco de Pagos Internacionales.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (IFS) y Datastream.

a. Argentina, Brasil, México y Chile.
 b. En términos reales.

respaldado por el crecimiento de los depósitos en regiones como América Latina debería actuar como elemento mitigador (véase gráfico 7).

La evidencia disponible hasta la fecha es un tanto preliminar, pues se limita al tercer trimestre de 2007, lo que impide extraer conclusiones muy firmes sobre el comportamiento de este canal de transmisión. En todo caso, dicha evidencia, basada en las estadísticas del BIS, muestra que los flujos bancarios hacia países emergentes tendieron a moderarse tras haber alcanzado cifras récord durante el segundo trimestre, pero siguieron siendo fuertemente positivos en las tres principales regiones emergentes. En este sentido, tampoco existen indicios de que los bancos extranjeros estén utilizando sus filiales en el exterior como fuente de liquidez o de financiación de modo generalizado o continuado, aunque sí puede haberse producido esporádicamente alguna acción en este sentido por algún banco específico. Esta evidencia es

coherente también con los datos sobre el crédito al sector privado derivados de fuentes nacionales, donde se observa que el impacto de la turbulencia ha sido muy moderado, lo que haría pensar, al menos inicialmente, en que el efecto «complementariedad» no está teniendo por el momento lugar. En América Latina, por ejemplo, el crédito al sector privado continuó dando muestras de solidez, al crecer a tasas próximas al 25% interanual en términos reales en el agregado de la región a comienzos de 2008, lo que supone tan solo cierta moderación respecto a las tasas de principios de año. En México, el crecimiento del crédito se moderó durante 2007 hacia tasas interanuales algo superiores al 15%, en términos reales, a comienzos de 2008, pero esta moderación se puede relacionar con la desaceleración que ya venía produciéndose en la economía mexicana en paralelo con la de Estados Unidos, y no directamente con las turbulencias en los mercados de crédito. Por último, en Brasil el crecimiento del crédito ha continuado siendo muy dinámico, como muestran tasas interanuales cercanas al 40%, en términos reales, a comienzos de 2008.

Finalmente, una consideración adicional es la divisa en la que se denominan los préstamos en las economías emergentes. Tal y como se observa en el gráfico 6, los préstamos denominados en moneda extranjera constituyen una proporción elevada del PIB (y del crédito total) en Europa emergente, mientras que esta magnitud es mucho menor en Asia y en América Latina, tras las lecciones aprendidas en episodios pasados de crisis financieras⁸. Una elevada proporción de préstamos en moneda extranjera podría ocasionar serias dificultades a algunos sectores, ante una eventual depreciación de la divisa local.

Evaluación de los diferentes canales por regiones

Las economías de los países emergentes no son homogéneas, por lo que el análisis anterior debe complementarse con una evaluación del impacto de los diferentes canales por región (Asia, América Latina y Europa del Este).

Las economías asiáticas están muy abiertas al comercio, mientras que su integración financiera con el exterior es relativamente más reducida, por lo que, de producirse alguna transmisión de la turbulencia global, sería de esperar que tuviera lugar a través de la demanda externa. No obstante, como se ha comentado, estas economías cuentan con importantes puntos de apoyo, como el creciente peso de la demanda interna y, en la vertiente financiera, su volumen de reservas. Además, la exposición de los bancos a productos estructurados complejos parece ser muy limitada. En cualquier caso, la evolución de la actividad y la respuesta de política económica en China en el contexto de las turbulencias van a ser claves, dado el papel crucial de este país en el comercio y en la demanda externa asiática y mundial.

América Latina, por otro lado, parece haber superado, de momento, su tradicional predisposición a la inestabilidad financiera, aunque su elevado grado de integración en los mercados financieros internacionales puede exponer a la región a una potencial reversión de los flujos de capital. Dentro de América Latina existen importantes diferencias sobre el impacto potencial de la turbulencia. Por una parte, el canal comercial puede impactar notablemente en América Central y en México, aunque los fundamentos financieros de este país sean sólidos, por su elevado grado de integración comercial con Estados Unidos. Por otro lado, los exportadores de materias primas se podrían ver afectados en caso de que tuvieran lugar una reducción de la demanda y una caída de los precios de las materias primas, aunque, dada la fuerte eleva-

⁸. Las cifras utilizadas en el gráfico 6 pueden sesgar al alza la exposición al riesgo de tipo de cambio de los sistemas financieros en Europa del Este, ya que incluyen todos los tipos de activos bancarios denominados en moneda extranjera, incluida la inversión extranjera directa en el sistema financiero (IED). La mayor participación extranjera en los sistemas financieros de Europa del Este puede exagerar también la exposición real al riesgo de tipo de cambio. No obstante, la diferencia en el grado de exposición relativo de las tres regiones a los activos denominados en moneda extranjera ilustra la potencial vulnerabilidad de Europa del Este respecto a otras áreas.

ción experimentada por estos en los últimos años, existe un cierto margen de corrección de los precios que no implicaría un deterioro importante de las perspectivas de crecimiento. No obstante, la interacción negativa entre ambos canales, el canal comercial y el financiero, podría complicar la situación si una reversión de las posiciones por cuenta corriente impactara en la vulnerabilidad financiera y llevara a una reevaluación del riesgo por parte de los inversores internacionales. Finalmente, países como Argentina, Ecuador y, de un modo mucho más nítido, Venezuela han utilizado el incremento de las materias primas como catalizador del cambio en su modelo económico hacia posiciones más intervencionistas, pero una disminución del precio de las materias primas podría hacer aflorar sus limitaciones.

Europa del Este parece, en principio, la región más vulnerable a través del canal financiero. La elevada dependencia de las entradas de flujos de capital —reflejadas en fuertes desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente, elevada financiación en moneda extranjera y notable expansión del crédito— ha situado a algunos de estos países en una posición menos holgada, en caso de una retracción importante de los flujos de capital. En concreto, aquellos países con mayores desequilibrios y tipos de cambio menos flexibles se perciben como especialmente vulnerables. El paraguas económico e institucional que proporciona la Unión Europea y el proceso de convergencia para la adopción del euro pueden mitigar estos riesgos, pero no garantizan la inmunidad ante posibles crisis.

Conclusiones

La resistencia de las economías emergentes está siendo un elemento diferencial importante en la respuesta de la economía global al episodio de turbulencia financiera. Aunque los diferenciales soberanos se han ampliado y los flujos de capital han tendido a moderarse a partir del tercer trimestre de 2007, no se ha producido una reevaluación generalizada del riesgo por parte de los inversores ni se ha perdido el acceso a los mercados internacionales por parte de estos emisores. De hecho, la evolución reciente de los mercados emergentes podría resultar más coherente con una normalización progresiva de las condiciones de mercado tras la abundancia de liquidez de los últimos años que con un deterioro generalizado en los mercados financieros de estas economías.

Es importante señalar que, en un contexto de mayor globalización —y, por tanto, de mayor integración entre economías industrializadas y emergentes—, estas economías han mostrado una mayor resistencia que en el pasado, lo cual resulta llamativo. Parte de la explicación es, sin duda, que estas economías muestran unos fundamentos macroeconómicos más sólidos y una menor vulnerabilidad financiera que en episodios anteriores. No obstante, estas mejores condiciones se han visto favorecidas por unas condiciones globales muy benignas durante los últimos años, que podrían revertir.

En la vertiente financiera, además de la escasa exposición directa al mercado hipotecario *subprime*, hay elementos que proporcionan soportes importantes, como, por ejemplo, la gran acumulación de reservas, las posiciones exteriores superavitarias y el fortalecimiento de los mercados financieros internos. No obstante, dados los factores idiosincrásicos de la actual perturbación, que han puesto de manifiesto problemas de liquidez y vulnerabilidad en bancos con una importante presencia global, no puede descartarse la transmisión de las turbulencias hacia aquellas economías en las que existe una importante dependencia del capital exterior.

En la vertiente real, la mayor integración de las economías emergentes en los mercados globales, que, en principio, haría esperar una transmisión más rápida de la desaceleración económica en los países industrializados, se ha visto parcialmente compensada por el creciente comercio intrarregional (en Asia), el fortalecimiento de las demandas internas en las economías emergentes y un mayor margen para desarrollar políticas fiscales contracíclicas. También

cabe destacar el elemento de soporte que aporta la continuidad de la bonanza de las materias primas para las economías emergentes exportadoras de estos productos. Sin embargo, esta fortaleza de los precios está provocando también un incremento de las presiones inflacionistas en productos primarios, que tienen un impacto inflacionario, económico y social mayor en las economías emergentes que en las economías desarrolladas.

Esta conjunción de factores lleva, en la actual coyuntura, a una situación inédita y notable, donde el gran riesgo inmediato de las economías emergentes se ubica en el ámbito de la inflación, mientras que la preocupación predominante —aunque no única— en muchas economías avanzadas es la estabilidad financiera. Además, en este contexto, y dado el peso económico adquirido, las economías emergentes pueden constituirse en un soporte económico —e incluso financiero— importante para las economías avanzadas, que facilite, en última instancia, la recuperación y la estabilización de la economía global.

En cualquier caso, no debe descartarse que esta suerte de «mundo al revés», y en particular el reducido impacto de las turbulencias en las economías emergentes, sea un fenómeno pasajero, sobre todo en caso de que la turbulencia financiera persista o se agrave en los próximos trimestres y tenga un impacto real notablemente más acusado que hasta ahora en las economías avanzadas. Un período prolongado de debilidad de la actividad y de fragilidad financiera en los países de la OCDE arrastraría sin duda a las economías emergentes a una situación difícil desde el punto de vista económico y financiero, por lo que es necesario seguir siendo cauto a la hora de valorar las perspectivas de estos países.

19.5.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y J. M. MONTERO (2006). «Debt sustainability and procyclical fiscal policy in Latin America», *Economía-Lacea*, vol. 7, n.º 1.
- BIS (2007). *Evolving banking systems in Latin America and the Caribbean: challenges and implications for monetary policy and financial stability*, BIS Papers, n.º 33.
- FMI (2007). *Global Financial Stability Report* (abril), capítulo III, «The Globalization of Financial Institutions and its Implications for Financial Stability».
- GARCÍA-HERRERO, A., y F. VÁZQUEZ (2007). *International Diversification Gains and Home Bias in Banking*, IMF Working Paper WP/07/281.
- GOLDBERG, L. (2001). *When Is U.S. Bank Lending to Emerging Markets Volatile?*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, n.º 119.
- MARTÍNEZ PERIA, S., A. POWELL e I. VLADKOVA-HOLLAR (2005). *Banking on Foreigners: The Behavior of International Bank Claims on Latin America, 1985-2000*, IMF Staff Papers, FMI, vol. 52(3).
- PEEK J., y E. ROSENGREN (1997). «The international transmission of financial shocks: the case of Japan», *American Economic Review*, n.º 4. pp. 495-505.
- (2001). *Troubled banks, impaired foreign direct investment: the role of relative access to credit*, Federal Reserve Bank of Boston Working Paper 00-04.