

# CRISIS EN LAS ECONOMÍAS DE MERCADOS EMERGENTES

## Perspectiva mundial

**Guillermo A. Calvo**

Universidad de Maryland  
BID y NBER

*Jornadas Monetarias y Bancarias  
Banco Central de la República Argentina  
Buenos Aires, 30 de mayo de 2005*

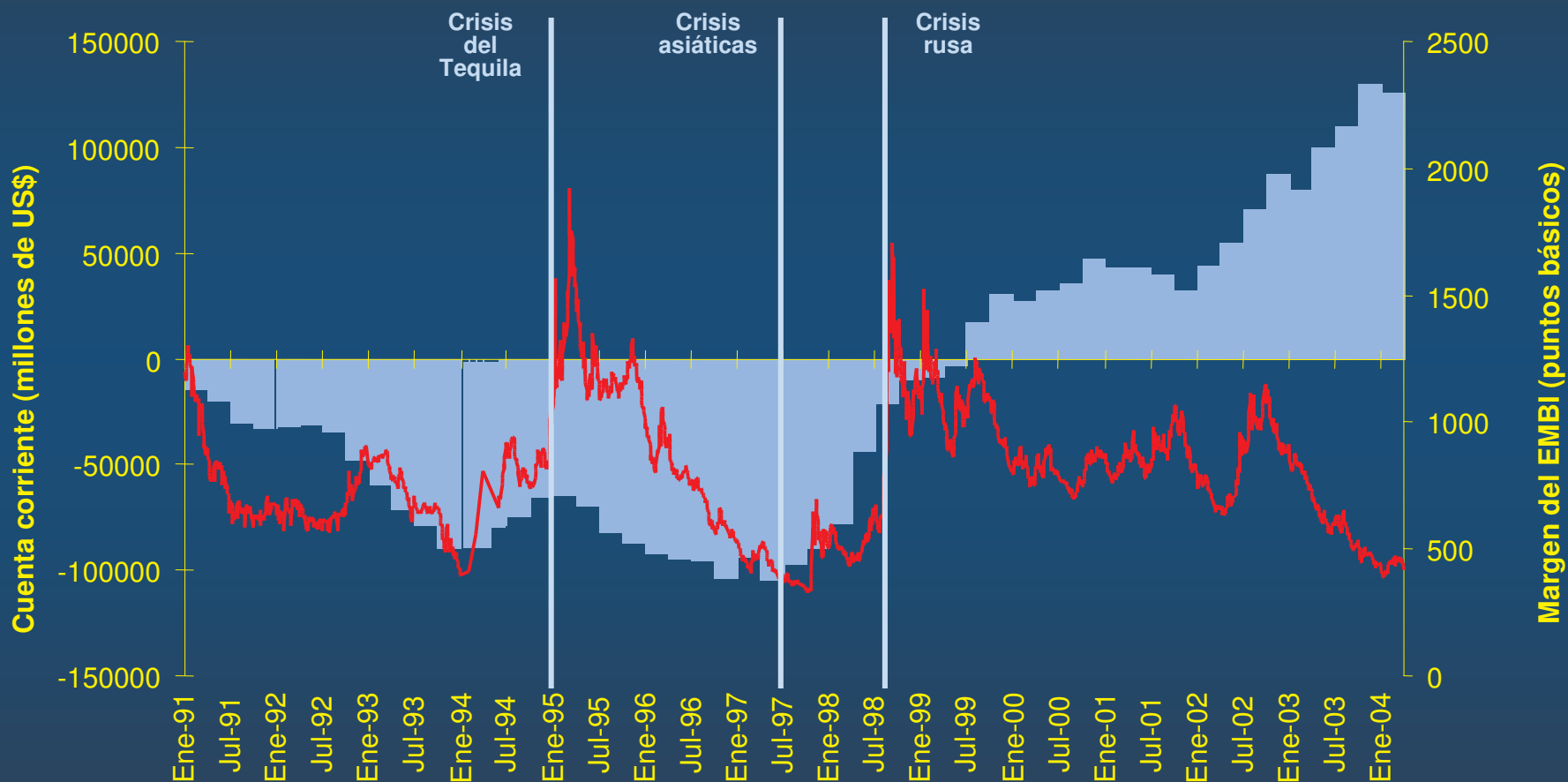
# RESEÑA

- n Accidentes en la ruta
- n Frenazo súbito (de los flujos de capitales)
- n Resurgir de las cenizas: milagros del ave fénix
- n ¿Qué sucedió?
- n Lecciones en materia de políticas: políticas internas, mundiales y dudosas.

# *Accidentes en la ruta*

# Condiciones financieras externas para los mercados emergentes

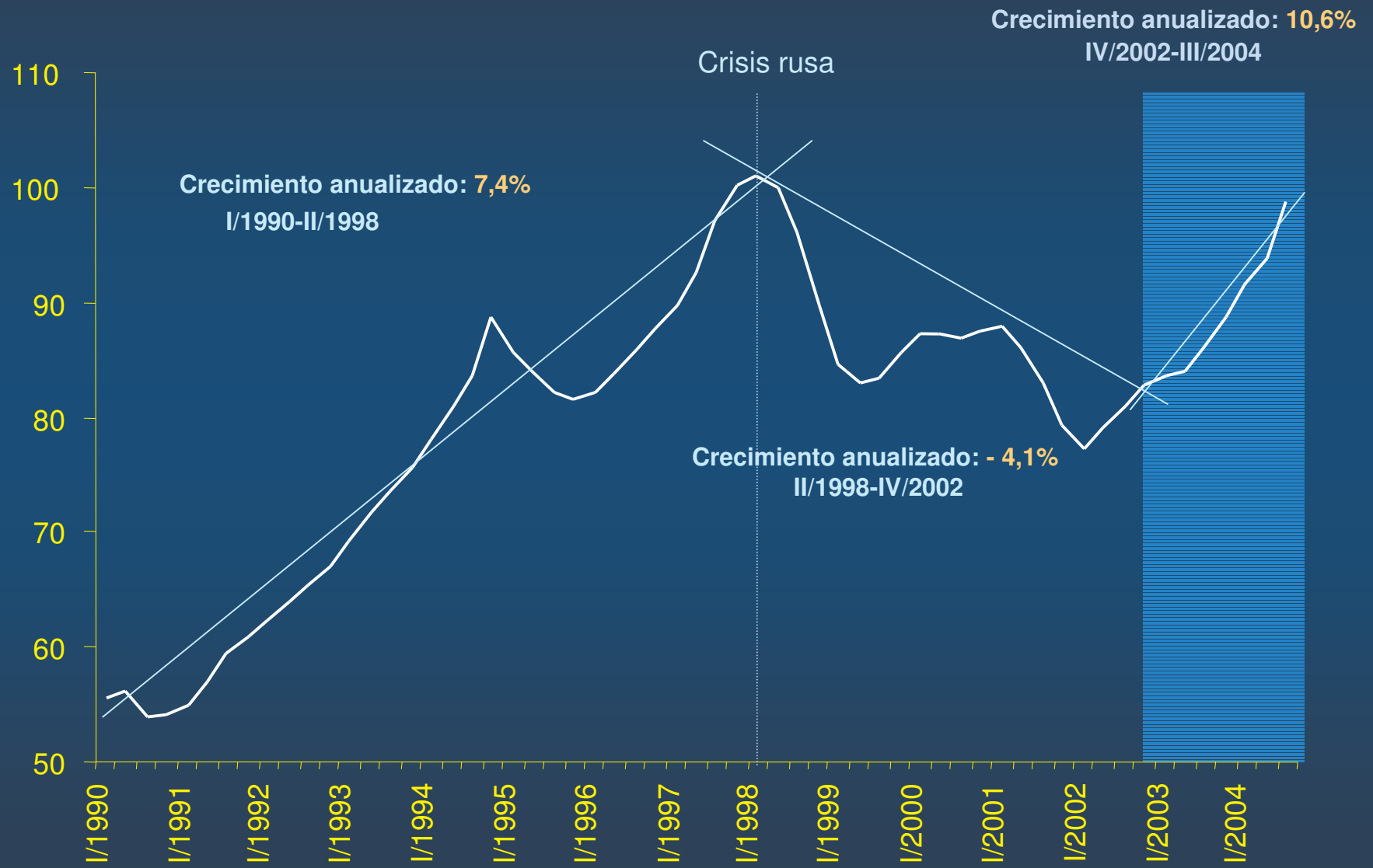
(Margen soberano del EMBI y saldo en cuenta corriente en los mercados emergentes, millones de US\$, cuatro últimos trimestres)



Nota: incluidos Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Pakistán, Perú, Polonia, República Checa, República Eslovaca, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Venezuela.

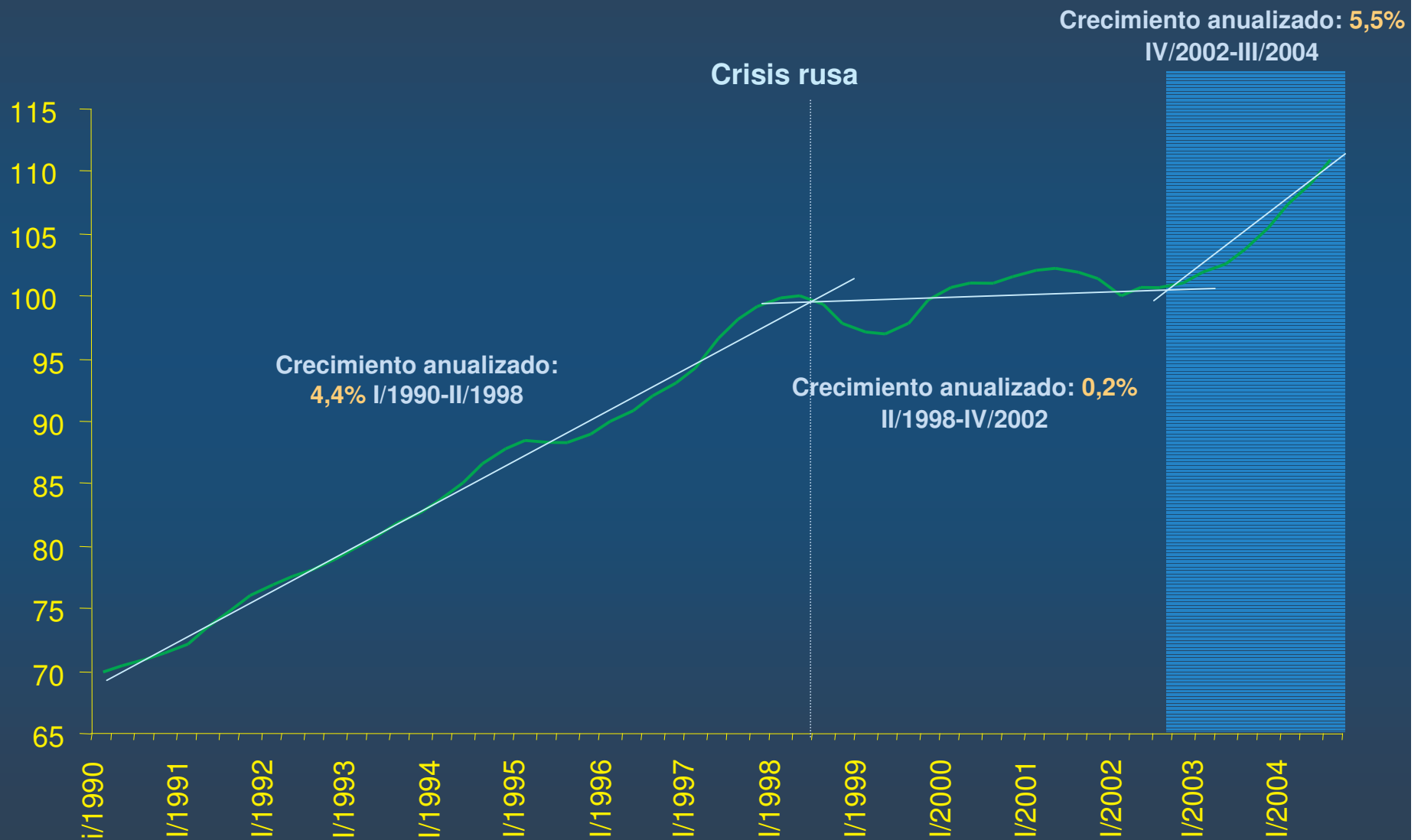
# El grupo de los 7 países de América Latina (LAC-7): INVERSIÓN

(LAC-7, inversión desestacionalizada, II/1998=100)



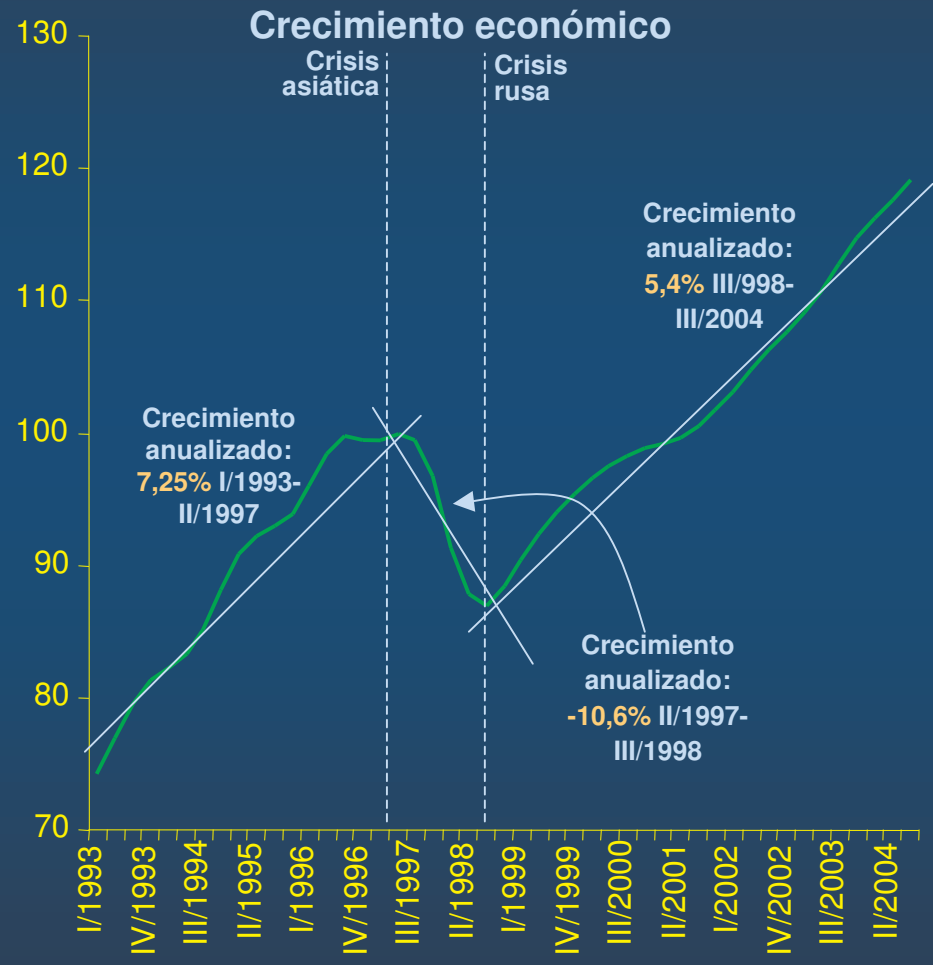
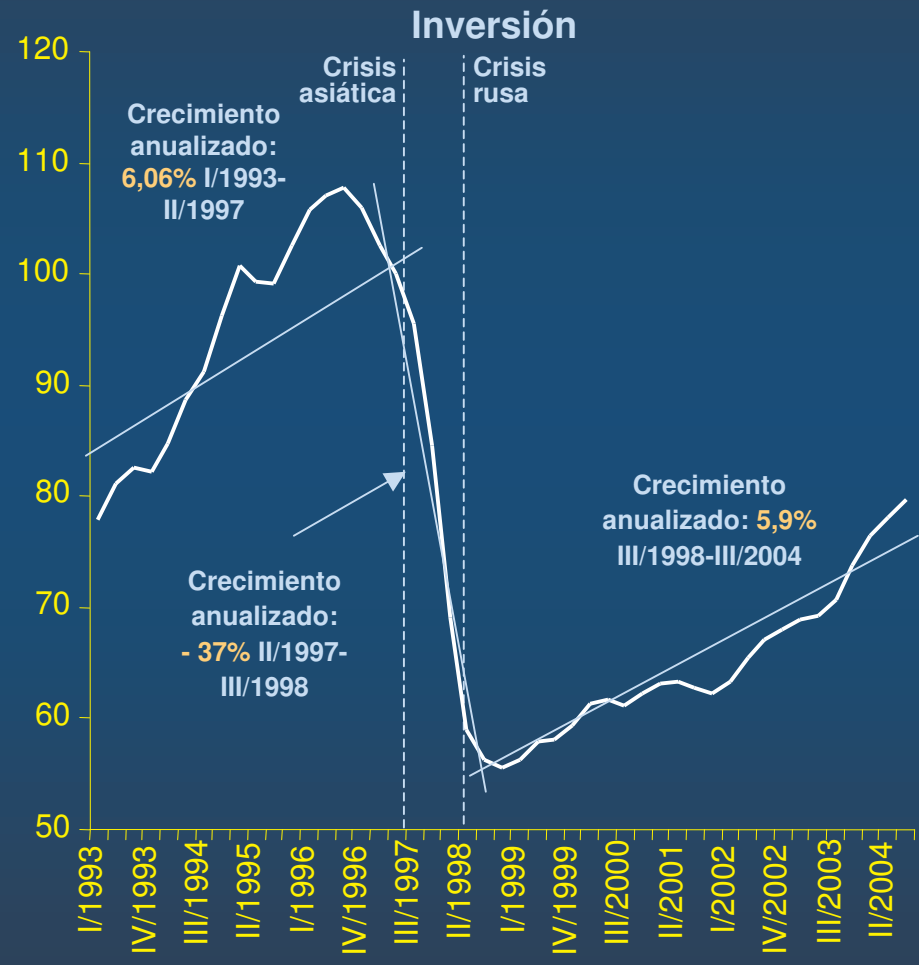
# LAC-7: CRECIMIENTO

(LAC-7, PBI desestacionalizado, II/1998=100)



# Asia emergente: inversión y crecimiento económico

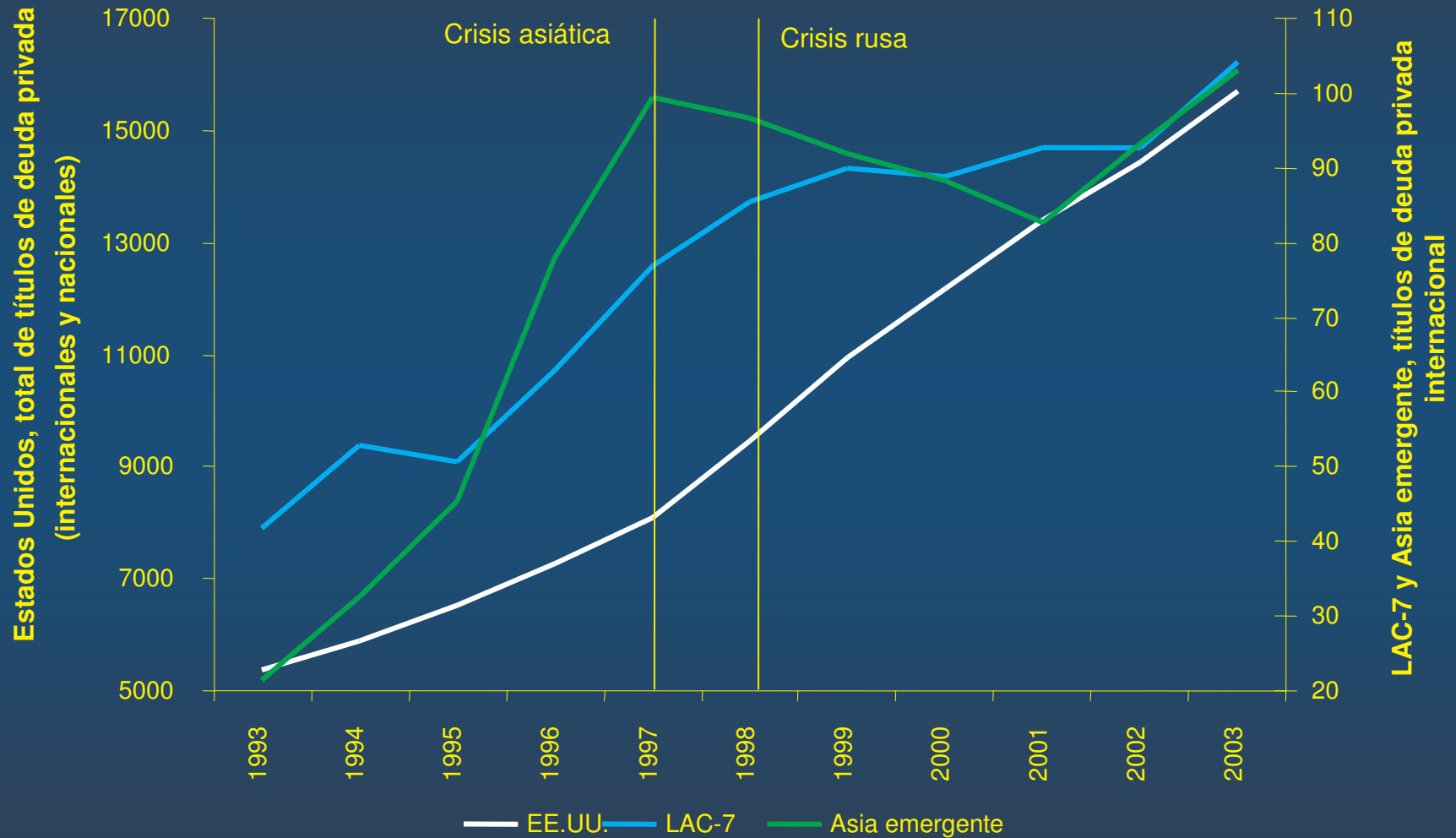
(inversión y PBI desestacionalizados, II/1997=100)



Incluidos Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

# Títulos de deuda privada

(Montos pendientes, miles de millones de US\$)



Fuente: BPI.

Nota: El grupo de LAC-7 está formado por Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. *Asia emergente* está formado por Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.



# *FRENAZO SÚBITO*

(de flujos internacionales de capitales)

# Cantidad de frenazos súbitos: el efecto de concentración



# Los frenazos súbitos y la fuerte depreciación

En % del total

	Mercados emergentes	Economías desarrolladas
Depreciaciones asociadas con los frenazos súbitos	<b>63</b>	<b>17</b>
De las cuales: primero frenazo, luego depreciación	42	9
primero depreciación, luego frenazo	21	9

Nota: en los mercados emergentes ha habido en total 19 devaluaciones fuertes y en las economías desarrolladas, 23.

# LA VOLATILIDAD EN LOS FRENAZOS SÚBITOS Y PERÍODOS DE CALMA

**Volatilidad de la relación IPM-IPC durante los episodios de frenazos súbitos en comparación con épocas de calma**

---

MERCADOS EMERGENTES	2,6
ECONOMÍAS DESARROLLADAS	1,6

---

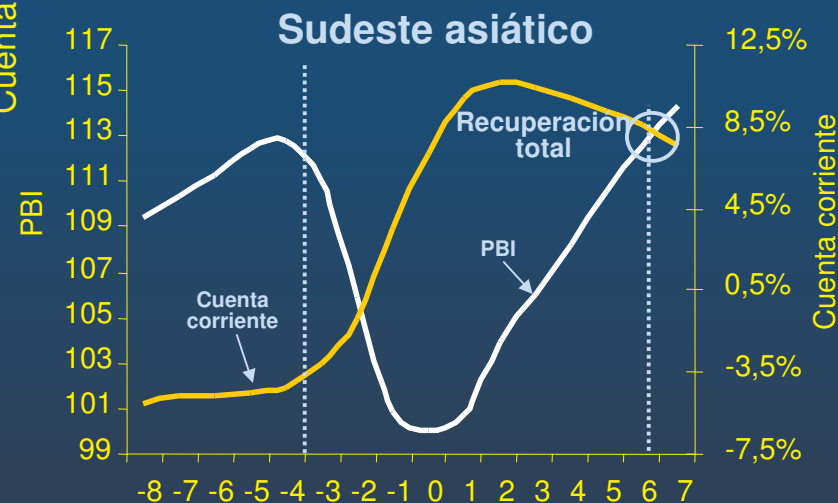
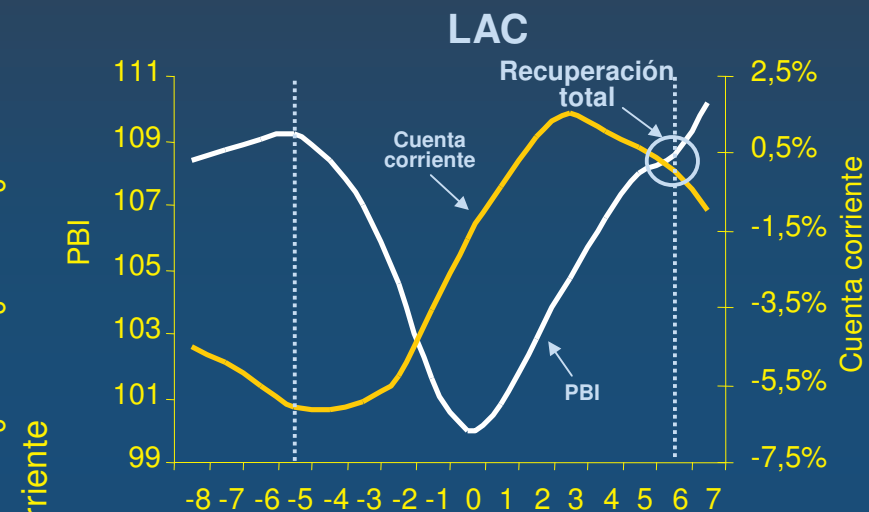
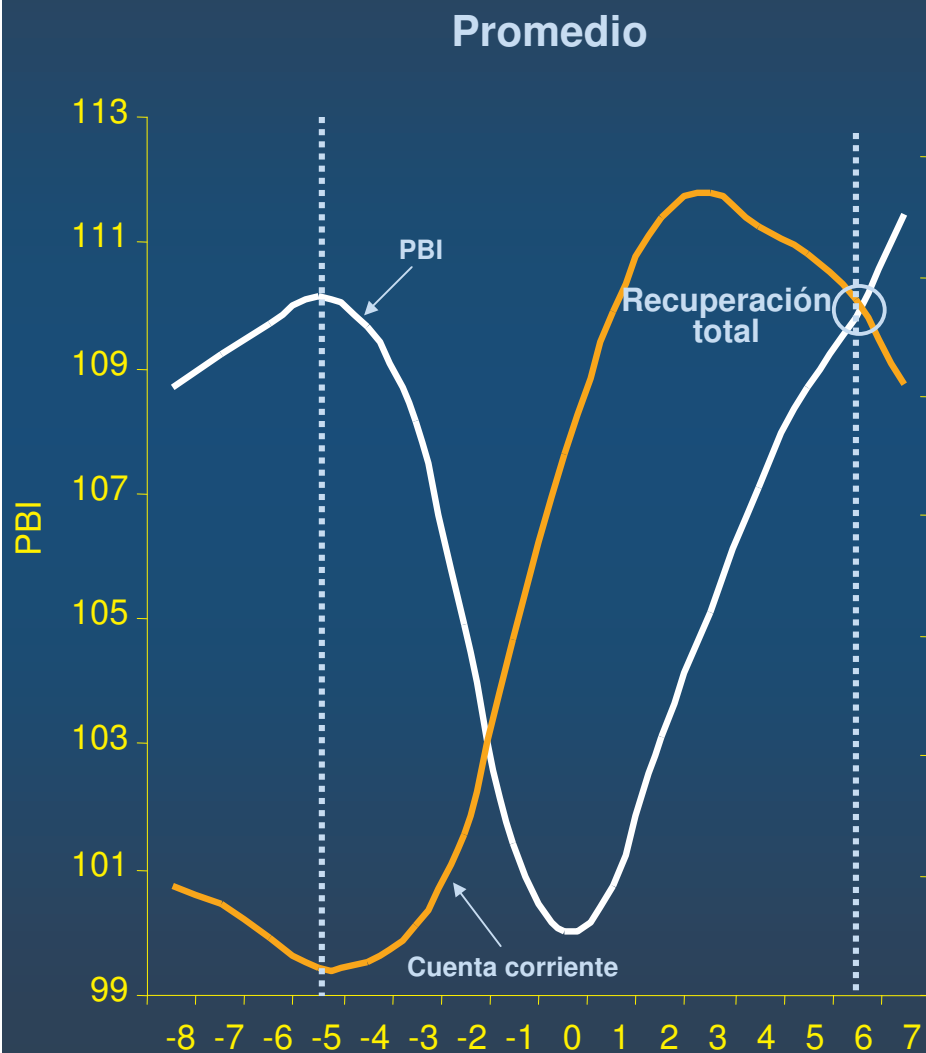
*MILAGROS*

*DEL AVE*

*FÉNIX*

# Cuenta corriente y producto

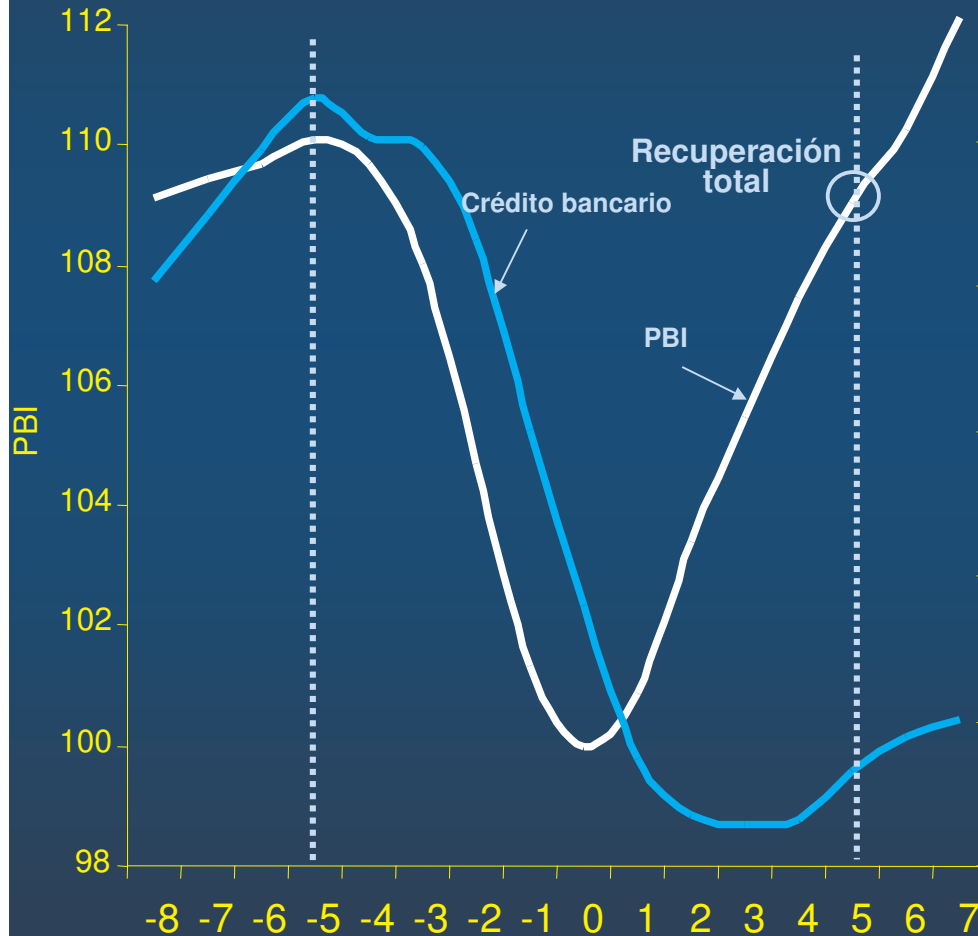
(cuenta corriente en % de PBI, PBI desestacionalizado)



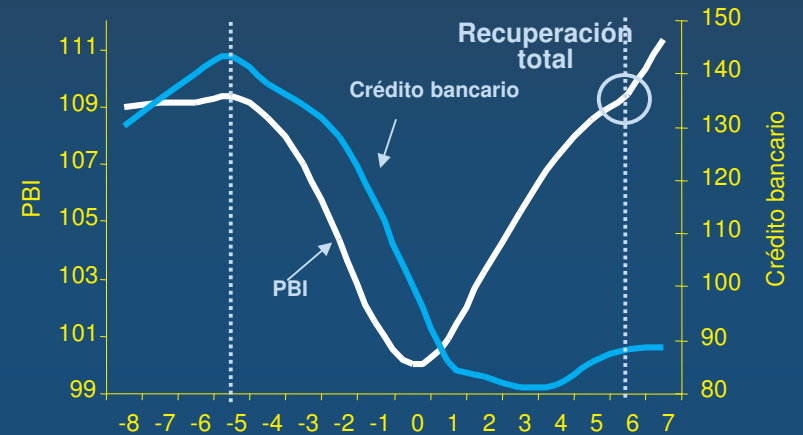
# Crédito bancario y producto

(crédito bancario deflactado por IPC; PBI desestacionalizado)

### Promedio



### LAC

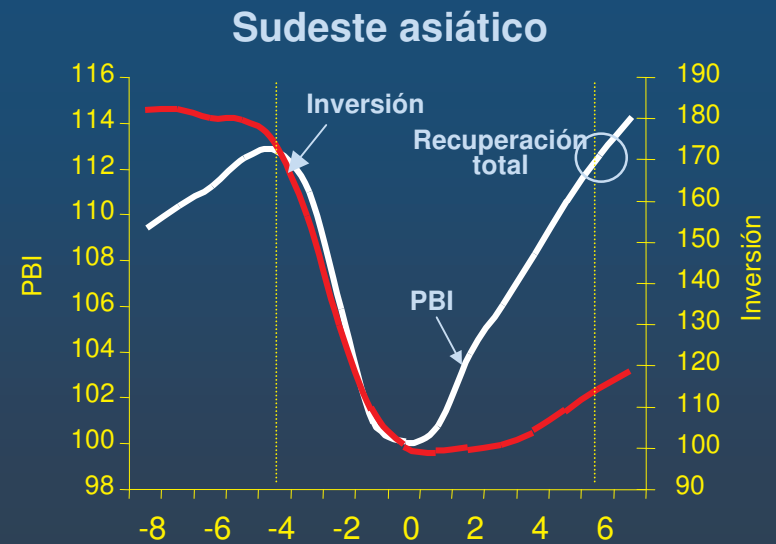
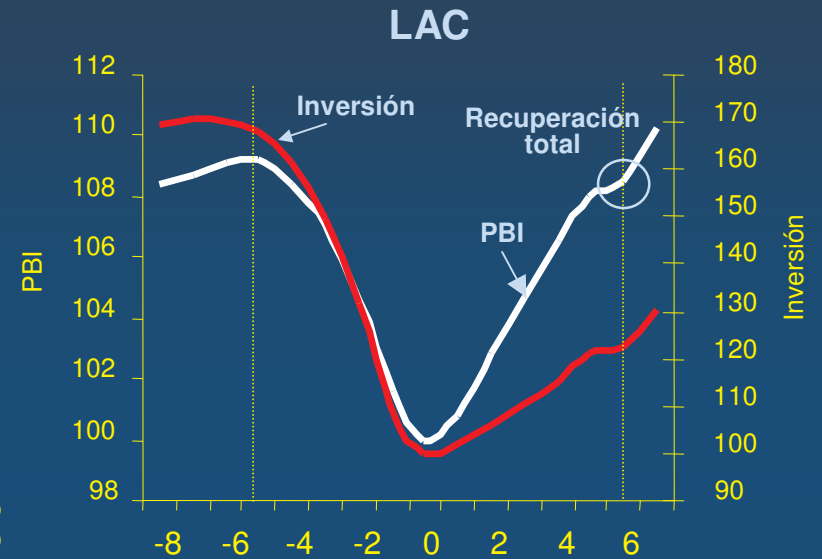
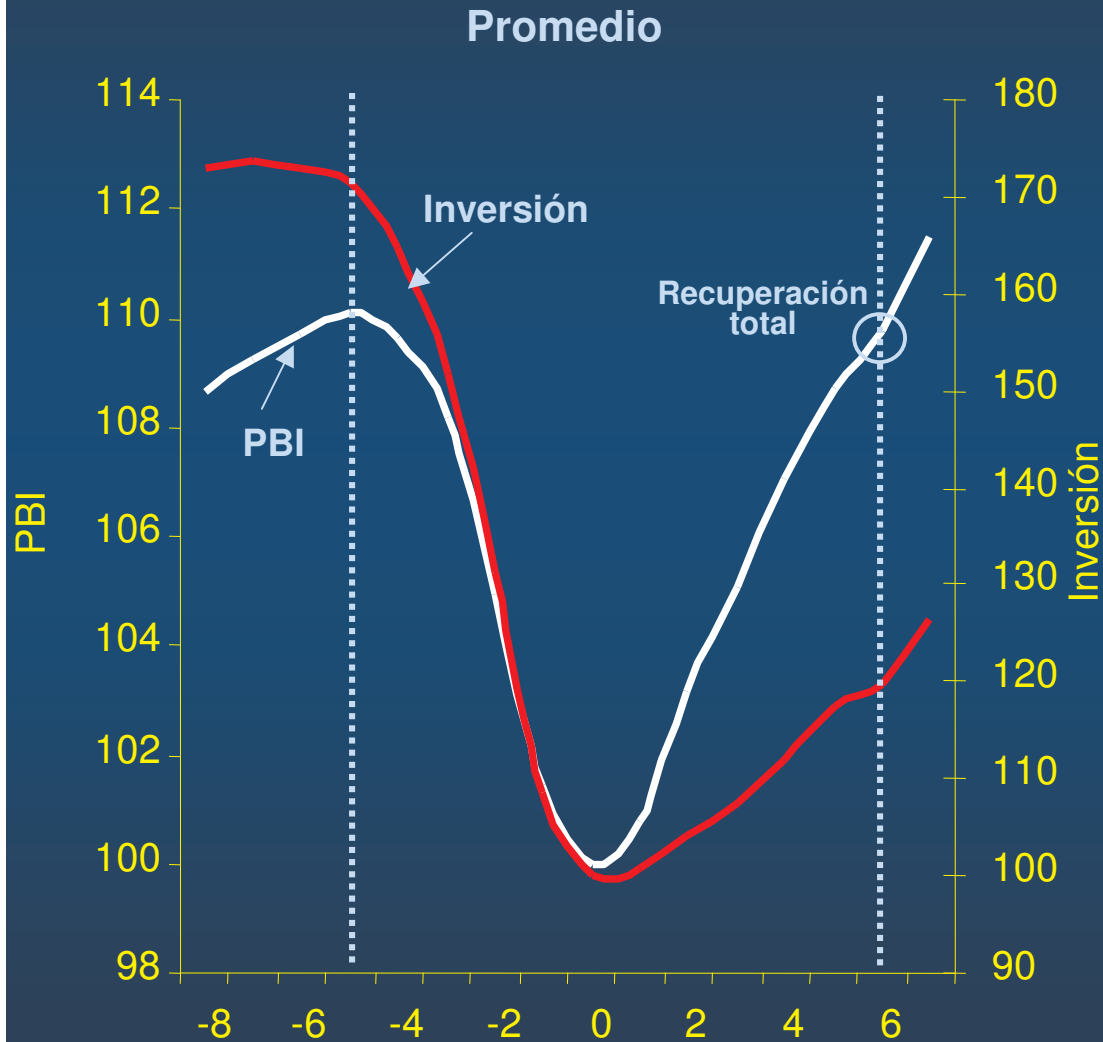


### Sudeste asiático



# Inversión y producto

(datos trimestrales desestacionalizados)





*¿QUÉ SUCEDIÓ?*

# El caso de Rusia: capítulo I

- n La crisis de 1998 y la posición del FMI de no prestar asistencia tomaron a los inversores por sorpresa.
- n Estaban obligados (por las *demandas para margen adicional*) o dispuestos a liquidar sus posiciones en los mercados emergentes,
- n lo que ejerció presión a la baja sobre los precios de los bonos de todos los mercados emergentes,
- n aumentó considerablemente las tasas de interés para los mercados emergentes
- n y redujo el producto, la inversión y el crecimiento.

# El caso de Rusia: capítulo II

- n Los nuevos inversores demoraron en sacar provecho de las posibilidades del arbitraje porque no contaban con la suficiente información.
- n Las tasas de interés mundiales demoraron en bajar porque ni la carta orgánica de la Fed ni de la del BCE contemplan los mercados emergentes.
- n Esto postergó aun más la recuperación de los mercados emergentes.

# El caso de Rusia: capítulo III

- n El efecto de los frenazos súbitos en los países depende de las *vulnerabilidades internas*.
- n Los casos de la Argentina y Chile demuestran que es peligroso tener:
  - los pasivos internos dolarizados,
  - una baja elasticidad de los precios de corto plazo de las exportaciones y,
  - en especial, la combinación de ambos.

# La montaña rusa del mercado de bonos

- n El stock de bonos de mercados emergentes aumentó súbitamente hasta 1997, impulsado por:
  - la gran expansión del mercado de bonos de EE.UU. y
  - la creación de los bonos Brady.
- n La crisis de Rusia demostró que los precios de los bonos de los mercados emergentes podían caer todos al mismo tiempo y parecer más riesgosos de lo previsto;
- n así, se llegó a una contracción permanente de la demanda de bonos de mercados emergentes.
- n Sin embargo, el mercado de bonos de mercados emergentes no ha desaparecido. Tras el reposicionamiento de la cartera, los nuevos ahorros probablemente vuelvan a fluir hacia los mercados emergentes.

# Los milagros del ave fénix

- n Una suba repentina de las tasas de interés disminuye los valores de las garantías y lleva a
  - una caída abrupta del crédito para el capital de trabajo
  - y, en consecuencia, de la utilización de la capacidad.
- n Por lo tanto, las empresas dependen más del autofinanciamiento para el capital de trabajo.
- n Así, las empresas tienen incentivos para aumentar el capital de trabajo y la utilización de la capacidad reduciendo la tasa de inversión.

# Resumen

- n Las crisis financieras en los mercados emergentes han mostrado un significativo componente mundial.
- n Además, si se combinan con vulnerabilidades internas graves, es probable que se produzca una crisis de grandes proporciones.
- n El renacimiento al estilo del ave fénix tras las crisis de grandes proporciones es un fenómeno general,
- n lo que sugiere que debería ser posible *prevenir* estas crisis.

*LECCIONES  
EN MATERIA  
DE POLÍTICAS*



# POLÍTICAS INTERNAS

**Minimizar las vulnerabilidades, por ej.,**

n Autoseguro

n Desdolarización y desarrollo del mercado de bonos indexados por no transables

- Las instituciones financieras internacionales podrían ayudar endeudándose en moneda local.
- La desdolarización forzosa no sirve

n Dolarización total.

# POLÍTICAS MUNDIALES

- n La integración comercial con el *norte* aumentará la elasticidad de los precios de las exportaciones en caso de dificultades financieras.
- n El Código de Conducta facilitará la renegociación de la deuda.
- n Prestamista internacional de última instancia.  
Por ejemplo, el Fondo de Mercados Emergentes (EMF) estabilizará el EMBI.
  - Justificación: Las **fricciones** tales como las restricciones de garantía y la **naturaleza de bien público de la información sobre mercados financieros**.

# POLÍTICAS DUDOSAS

## n Controles de flujos de capital

- El frenazo súbito no requiere ninguna reversión del flujo de capital.
- El frenazo súbito ocurre aun cuando los flujos constituyen inversión extranjera directa
- Chile muestra los mayores frenazos súbitos de América Latina, aunque impuso controles en los ingresos de capital.

## n Tipos de cambio flotantes

- peligrosos en caso de dolarización de los pasivos internos.

## n (tras la crisis) Políticas monetarias y fiscales expansionistas

- la expansión fiscal no es factible si el gobierno forma parte del problema
- la expansión monetaria:
  - n requiere el control de los egresos de capital en regímenes de tipo de cambio fijo
  - n puede crear expectativas inflacionarias en regímenes de tipo de cambio flotante.

# Conclusiones

- n Las políticas internas deberían apuntar a reducir las vulnerabilidades financieras internas.
- n Las políticas monetarias y fiscales estándar no son muy prometedoras en tiempos de crisis.
- n Las instituciones internacionales deberían fortalecer su papel de:
  - Prestamistas de última instancia
  - Creadores y garantes de un nuevo Código de Conducta para la reprogramación de la deuda.

# CRISIS EN LAS ECONOMÍAS DE MERCADOS EMERGENTES

## Perspectiva mundial

**Guillermo A. Calvo**

Universidad de Maryland  
BID y NBER

*Jornadas Monetarias y Bancarias  
Banco Central de la República Argentina  
Buenos Aires, 30 de mayo de 2005*