

## **El agravamiento de la crisis financiera internacional configura un entorno internacional tremendamente incierto.**

**Alicia García Herrero y José Ramón Perea\***  
**BBVA**

La crisis financiera internacional que durante casi un año se había circunscrito a EE.UU. y Europa Occidental, se ha hecho extensiva al mundo emergente. La actual crisis, que tiene su origen en un apalancamiento masivo y en una toma de riesgo excesiva por buena parte de los sistemas financieros internacionales mas desarrollados, estuvo hasta hace pocas semanas circunscrita precisamente a aquellos mercados que tenían una vinculación directa con estas prácticas. A partir del mes de septiembre, sin embargo, asistimos a uno de los episodios de mayor inestabilidad económica de la historia. Además, este período más reciente confirma definitivamente la extensión de la crisis hacia aquellas economías en desarrollo, que a pesar de no tener una exposición directa al tipo de activos financieros responsables de la crisis, tienen sistemas financieros lo bastante desarrollados e integrados en los mercados globales como para verse arrastrados por la intensificación de la crisis. Condicionantes que dejan a un gran número de países en desarrollo y a la práctica totalidad de emergentes, como las nuevas víctimas de la crisis financiera.

El punto de inflexión en el desarrollo de la crisis ha sido la quiebra de Lehman brothers, evento que marca el contagio de las turbulencias a los sistemas financieros del mundo emergente. La percepción de que incluso una entidad tan importante como Lehman podía quebrar era en sí un problema enorme para unos mercados financieros que ya mostraban tensiones extraordinarias. Por si esto fuera poco, el banco fallido abrió la puerta a problemas adicionales en otros bancos de inversión norteamericanos, que tomaron pasos para constituirse en bancos con un perfil más cercano al de la banca comercial, como fueron los casos de Goldman Sachs y Morgan Stanley; o directamente ser adquiridos por este tipo de instituciones, como ha sido el caso de la compra de Merrill Lynch por parte de Bank of America.

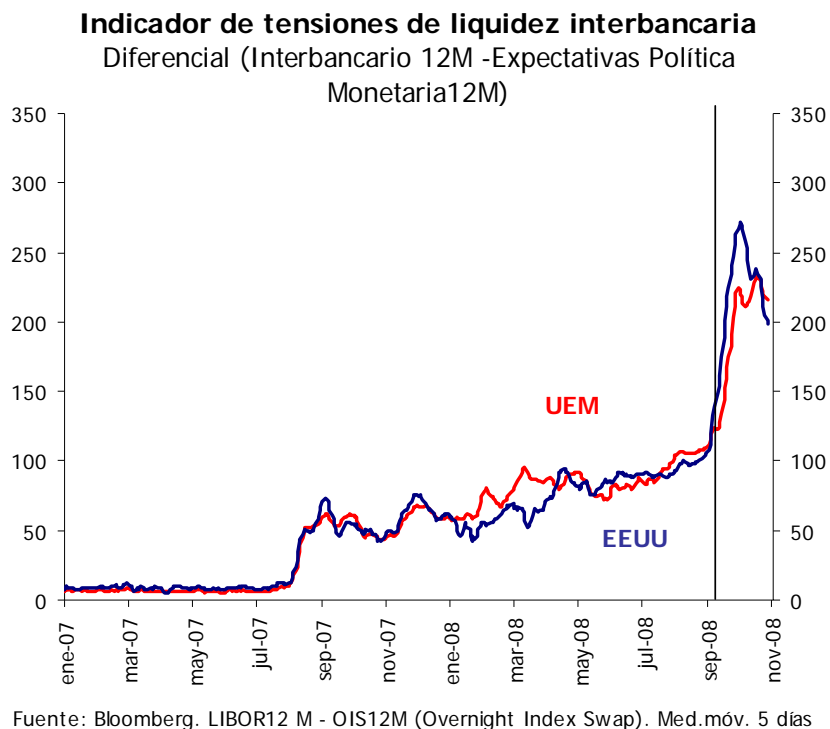
Las convulsiones de la banca de inversión norteamericana, lejos de limitarse a a las pérdidas para accionistas y acreedores de Lehman, se tradujeron en un pánico generalizado, que se manifiesta a través de varios frentes. En primer lugar, los mercados de crédito, que hasta ese momento ya registraban fricciones muy considerables, se paralizaron por completo. Por un lado, los mercados interbancarios se encarecieron enormemente en todos los plazos, fruto de una demanda de liquidez que creció exponencialmente ante la imposibilidad de obtener fuentes alternativas de financiación, y ante mayores temores a un fallo sistémico del sistema financiero global. Como resultado, los tipos interbancarios en EE.UU. y Europa llegan a alcanzar niveles insostenibles (ver gráfico 1), particularmente en el corto plazo. Al mismo tiempo, la

\*Alicia García-Herrero es Economista Jefe de la unidad de Economías Emergentes del Servicio de Estudios de BBVA y José Ramón Perea es Economista Senior en dicha unidad. El presente análisis es exclusiva responsabilidad de los autores, y no refleja necesariamente la opinión del grupo BBVA.

disponibilidad de financiación se limita casi exclusivamente a los mercados *overnight*, agravando aún más los problemas de liquidez ya existentes. Por otro lado, la elevada aversión al riesgo estimula la redirección de fondos hacia activos más seguros, hasta el punto de lograr momentáneamente que algunas Letras del Tesoro de EE.UU. mostraran rentabilidades negativas. Esta situación deterioró aún más la situación patrimonial de algunos bancos que ya venían mostrando síntomas de vulnerabilidad. Y de forma más general, sembró serias dudas sobre las posibilidades de supervivencia de aquellas instituciones financieras que habían cimentado su crecimiento en recursos provenientes de la banca mayorista.

Otra manifestación de la gravedad que el colapso de Lehman tiene dentro de la evolución de la crisis financiera es un panorama mucho más negativo para las empresas no financieras. Incapaz de abstraerse a la crisis de confianza, el sector no financiero registra mayores dificultades para captar fondos en los mercados de deuda, tanto a través de crédito como de emisiones de papel comercial. Y como factor añadido, el deterioro de las expectativas sobre el futuro de la economía global, y el hecho de que un gran número de inversores se vean forzados a cerrar posiciones en renta variable para dotarse de liquidez, facilita un desplome bursátil que ha continuado minando la situación patrimonial de muchas empresas no financieras.

Gráfico 1



El deterioro de las condiciones en el entorno financiero ha dado lugar a una actuación sin precedentes por parte de las autoridades económicas de un buen número de países, inicialmente de forma individualizada y crecientemente de

forma más coordinada. Esas medidas incluyen inyecciones de liquidez y ampliación de los colaterales aceptados para obtener liquidez de los bancos centrales, *bail-outs* de entidades financieras, ampliación de las garantías de depósitos, garantías del Estado para las emisiones de deuda de las instituciones financieras, crédito de facilidades de crédito entre la FED y otros bancos centrales para facilitar el acceso a la liquidez en dólares fuera de EE.UU. Al margen de medidas destinadas a mantener un funcionamiento ordenado de los mercados financieros, se contempla también la posibilidad de utilizar las políticas fiscales para limitar el impacto de la crisis sobre la actividad. En este sentido, la tenue y descoordinada respuesta por parte de los países europeos contrasta con la reacción en EE.UU., donde las autoridades ya han aprobado (o están próximos a hacerlo) varias medidas para la reactivación de la economía, de la mano de incentivos fiscales (que aproximadamente equivaldrían a una devolución impositiva de 150 mil millones de dólares), recortes impositivos, o ayudas específicas para sectores especialmente afectados por la crisis (automoción).

Si bien la actuación de las autoridades se considera necesaria para amortiguar el impacto de la crisis en la economía real – y a pesar del riesgo moral que sin duda está creando - no parece suficiente como para devolver la estabilidad a los mercados financieros, que siguen acusando una fuerte restricción en el crédito a nivel global. En definitiva, es previsible que el proceso de ajuste se extienda en el tiempo, dificultando la disponibilidad de financiación de familias y empresas, y por tanto intensificando la desaceleración que ya se cierne sobre las tres principales economías del mundo, EE.UU, Europa y Japón.

En este contexto, el mercado apenas está discriminando al hacer extensiva la crisis a todas las regiones (desarrolladas y emergentes) y activos (renta variable, renta fija, materias primas, etc.). Así, la prolongación e intensificación de la crisis en las economías desarrolladas ha generado un clima de máxima incertidumbre que a su vez ha provocado un fuerte incremento de la aversión global al riesgo por encima de los máximos históricos (ver gráfico 2); una elevada volatilidad en todo tipo de mercados, una percepción cada vez más clara de que las economías desarrolladas están en recesión y un retorno de capitales desde los emergentes hacia los desarrollados como resultado, no tanto de unas condiciones adversas en aquellos, sino del proceso de desapalancamiento que se está produciendo, que requiere que los inversores de países desarrollados cierren posiciones para hacer frente a sus pérdidas.

Gráfico 2



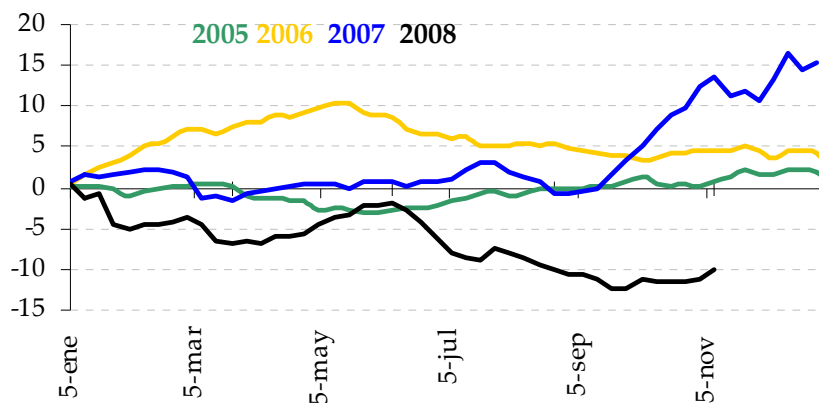
La combinación de todos estos elementos ha dibujado un entorno mucho más sombrío para la mayoría de las economías en desarrollo. Con la acentuación de la crisis, la tesis acerca de la relativa inmunidad de este grupo de países a la misma, ha perdido legitimidad. Este es especialmente el caso de economías emergentes, que por lo general presentan un grado de integración en los mercados financieros internacionales lo bastante importante como para que sus sistemas financieros se conviertan en canales de transmisión de crisis de la gravedad de la actual, incluso si se han generado en mercados desarrollados.

Teniendo en cuenta que uno de los síntomas más evidentes de la crisis es la escasez global de liquidez, el grado de dependencia del capital externo aparece como uno de los puntos más adecuados para diferenciar el impacto de la crisis sobre el mundo emergente. En este sentido, la vulnerabilidad más acusada la presenta Europa Emergente, cuyo ciclo de crecimiento económico, y sobre todo la expansión de su sistema financiero, ha estado fundamentada en el capital extranjero. En este caso, por tanto, la probabilidad de una corrección brusca en el crédito interno, o en los elevados déficits por cuenta corriente es claramente mayor.

América Latina no es una excepción a este tipo de correcciones, especialmente si tenemos en cuenta que en 2009 seguiremos inmersos en un contexto de fragilidad del sistema financiero con la restricción del crédito que conlleva, así como con una persistente retirada de flujos de capital, que se mantiene durante todo 2008 (gráfico 3).

Gráfico 3

**Global EM: entradas acumuladas en renta variable**  
(miles de millones de dólares)



Fuente: EPFR

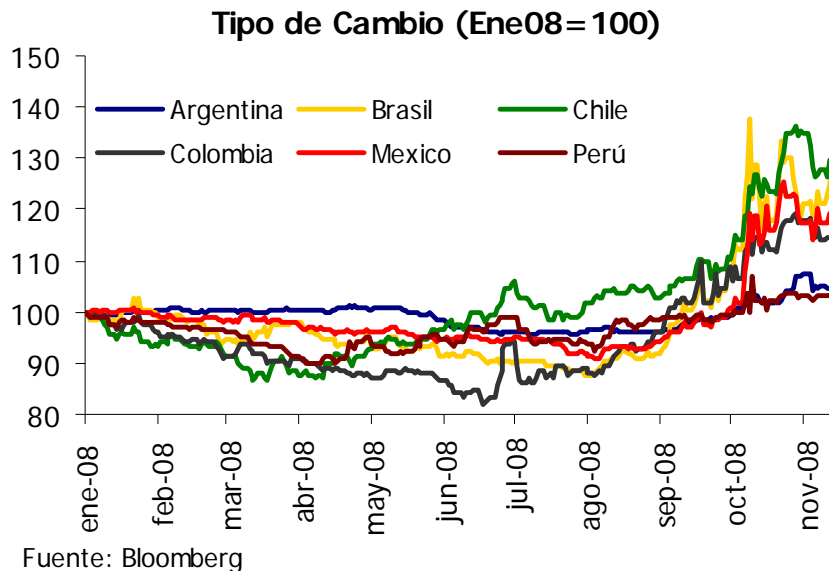
A la hora de analizar las posibles consecuencias de la actual crisis para América Latina hay que tener en cuenta que estamos ante una situación del todo atípica y, desde luego, mucho más grave que cuando se inició la discusión sobre la posibilidad de *decoupling* de las economías emergentes. Este proceso, de hecho, se ha producido en 2008 puesto que el mundo emergente va a crecer mucho más que el mundo desarrollado, acelerando su convergencia. La situación actual supone un empeoramiento sustancial respecto a esa situación por lo que ya no se trataría de que el mundo emergente consiguiera o no aislarse de la desaceleración de EE.UU. sino de una recesión global. Lógicamente, el *decoupling* en estas circunstancias no parece en absoluto posible.

La otra peculiaridad de la situación actual es que, tradicionalmente, las crisis en emergentes en general, y en América Latina en particular han sido eventos con un origen interno o –como mucho – de contagio de otros emergentes. En esta ocasión, en cambio, se trata de una crisis importada y con unos mercados financieros más desarrollados y globalizados. Esta hace que los canales de transmisión puedan tener pesos diferentes a lo habitual.

Los dos principales canales de impacto son el financiero, derivado del aumento de los costes de financiación en los mercados internacionales (vía aumento del *spread* soberano), y el canal puramente real derivado del efecto arrastre de una desaceleración mundial. Así, en el frente puramente financiero habría que considerar: i) la exposición directa a los denominados activos tóxicos que, de hecho, es muy limitada, ii) el propio tensionamiento de los mercados interbancarios locales ante la falta de acceso a la financiación en dólares y iii) la posible restricción de crédito externo que pudiera trasladarse a la concesión de crédito doméstico, así como iv) el impacto directo en los balances corporativos de las devaluaciones cambiarias, que en el caso de América Latina se acentúan

de forma sustancial a partir de la bancarrota de Lehman (gráfico 4). De hecho, este último punto marca una diferencia con crisis precedentes donde la vulnerabilidad de los gobiernos a las depreciaciones cambiarias era muy importante, a otra en la que la exposición del sector privado es mayor.

Gráfico 4



Claramente la capacidad de enfrentar la crisis depende en gran medida del grado de dependencia de la financiación externa así como del volumen de reservas que determina la holgura de las economías para enfrentarse un menor acceso a los mercados internacionales. No obstante, si bien esto marca una diferencia, en situaciones de stress como las actuales los impactos pueden venir amplificados o amortiguados según la capacidad de maniobra que tengan los bancos centrales para proveer de liquidez al sistema, por ellos mismos, bien con la colaboración de otros bancos centrales.

### Varios factores de soporte atenúan el efecto de la crisis sobre América Latina.

La transmisión de la crisis a través de los dos canales antes señalados no deja lugar a dudas sobre la incorporación de América Latina al grupo de países afectados por la crisis financiera. Aún así, este contagio sigue siendo moderado, tanto si los comparamos con la experiencia histórica de la región, como con la de otras áreas emergentes, como puede ser la de Europa. Esta evidencia ilustra el progreso de las economías latinoamericanas durante estos años, que ha permitido recibir a la crisis en una situación de fortalecimiento macroeconómico prácticamente inédito.

Antes de detallar los factores de soporte con los que cuenta América Latina en la actualidad, repasemos algunos de los síntomas que confirman su contagio de la crisis. En el caso del riesgo país, el sostenido incremento que se produce

desde el verano pasado no ha logrado que los niveles actuales superen los de anteriores episodios de crisis. Por ejemplo, el *spread* EMBI Latam se sitúa a finales de octubre de 2008 en torno a 600 puntos básicos, un dato que contrasta con los 1500 de la crisis de Brasil en 1998, o los 1300 de la crisis argentina de 2001 (ver gráfico 5). Esta comparación llama aún más la atención si reparamos en que la aversión global al riesgo, medida a través del índice VIX, es hoy en día más del doble de la registrada durante la crisis asiática de 1997, el máximo histórico hasta el momento actual. En definitiva, nos encontramos con una situación en la que América Latina se enfrenta a incrementos del riesgo país moderados, pese a que el contexto inversor para las economías emergentes sea con diferencia el peor de la historia contemporánea.

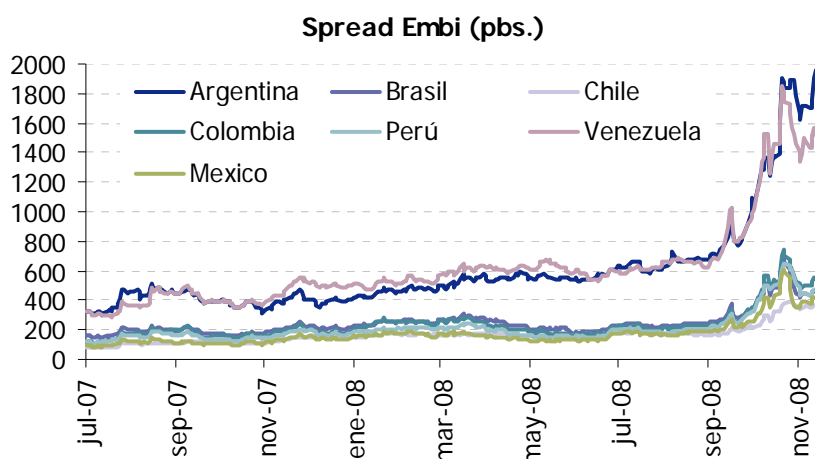
Gráfico 5



Otra puntualización necesaria para entender la evolución del riesgo país en América Latina es que, si bien ningún país es inmune a incrementos en diferenciales EMBI o *Credit Default Swap* soberanos, éstos se han concentrado en Argentina y Venezuela (gráfico 6). Países donde la mayor percepción de riesgo responde en gran medida a factores domésticos, y que ya partían de *spreads* de riesgo más elevados que el agregado regional<sup>1</sup>. Con el tiempo, estas diferencias se han hecho más acusadas, por motivos idiosincráticos que van desde la persistencia del paro agropecuario y de transportes en Argentina, hasta las preocupaciones derivadas de las tensiones diplomáticas entre EE.UU. y Venezuela, a partir de la expulsión del embajador norteamericano en Caracas.

<sup>1</sup> Al inicio de la crisis en julio de 2007, el spread EMBI Latam se encontraba en torno a los 200 puntos básicos, 100 puntos básicos por debajo de Argentina, y 150 de Venezuela.

Gráfico 6



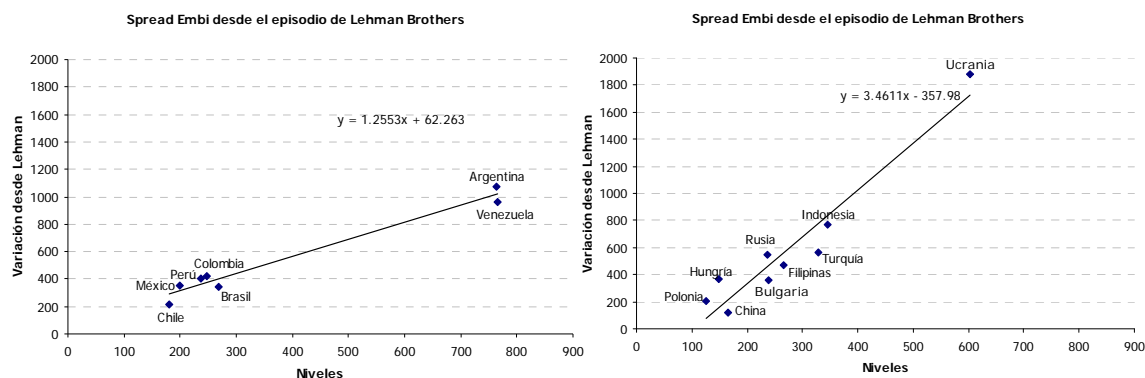
Fuente: Datastream

Con estas dos excepciones, el hecho de que los indicadores de riesgo latinoamericanos hayan tenido un deterioro moderado a pesar de la gravedad de la actual crisis, parece apuntar a dos motivos profundamente relacionados. En primer lugar, y como ya hemos mencionado, nos encontramos ante una crisis importada, cuya raíz se encuentra en el sistema financiero de EE.UU., y que hace que el contagio actual a América Latina no responda a factores fundamentales, sino más bien al mencionado aumento en la percepción de riesgo y al cierre de los mercados de crédito internacionales. Una situación diametralmente opuesta a la vivida en anteriores crisis, fundamentalmente endógenas, y que respondían a profundos desequilibrios en las economías de la región. Al mismo tiempo, el hecho de que el origen de la crisis se encuentre en aquellos mercados que tradicionalmente se convertían en refugio del capital ante los primeros signos de inestabilidad en América Latina puede estar mitigando el impacto, a través de menores salidas de flujos de capital hacia los mercados de renta variable en estos países. Esta peculiaridad, sin embargo, no es el único factor que explica el moderado impacto de la crisis sobre América Latina, ya que otras áreas emergentes que originalmente no participaban del fenómeno *subprime*, pero que presentaban importantes vulnerabilidades macroeconómicas o financieras, se han visto eventualmente afectadas por la crisis con casi o más virulencia que algunas economías desarrolladas. En este sentido, el progreso de América Latina en el ámbito macroeconómico y financiero está amortiguando el efecto de la mayor aversión al riesgo sobre la región, que registra incrementos en su riesgo país más contenidos que los de otras áreas emergentes (ver gráfico 7).



Gráfico 7

## Spreads en América del Sur



Dada la naturaleza de la crisis, la situación del sistema financiero es una referencia fundamental para comprender la velocidad con la que se está propagando al mundo emergente. Paradójicamente, uno de los factores que puede estar minorando este proceso en América Latina es su bajo grado de desarrollo financiero. Con la excepción de Chile, con un porcentaje de crédito sobre PIB similar al de países desarrollados (superior al 80%), el resto de la región presenta ratios inferiores al 40%. Fruto en parte de las fuertes reducciones de crédito derivadas de crisis financieras anteriores, y que en principio deberían mermar la capacidad del canal crediticio como vehículo de transmisión de la crisis.

Al mismo tiempo, parte del mérito tiene que ver con los progresos que en materia de regulación han sido adoptados en la región. El actual crecimiento del crédito en América Latina no ha tenido lugar a costa de una regulación más laxa, y a día de hoy la mayoría de los países presentan ratios de capital ajustado por riesgo ampliamente por encima de los estándares internacionales. Otro factor que cobra especial relevancia en el actual contexto de escasez de liquidez, es que la expansión crediticia latinoamericana se ha apoyado en una base de depósitos más extensa, y que ha crecido de forma paralela a la del crédito. Situación que por ejemplo contrasta con la de Europa del Este, que dentro del mundo emergente comprende los sistemas financieros con ratios de crédito sobre depósitos más elevados (ver gráfico 8); siendo por tanto más dependientes de la financiación exterior, y más proclives a sufrir una corrección brusca del crédito como consecuencia de la falta de liquidez global. De hecho, hasta el momento los pocos casos de bancos de áreas emergentes con problemas de liquidez o solvencia han surgido precisamente en países de Europa emergente<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> En este sentido, destacan los problemas de la banca de inversión en Rusia, que han supuesto la quiebra de la tercera institución especializada en este tipo de actividad financiera (KIT Finance). Pérdidas extraordinarias se han registrado asimismo en la filial de Dexia en Eslovaquia. Por otro lado, el agravamiento de la crisis dio lugar durante el mes de octubre a

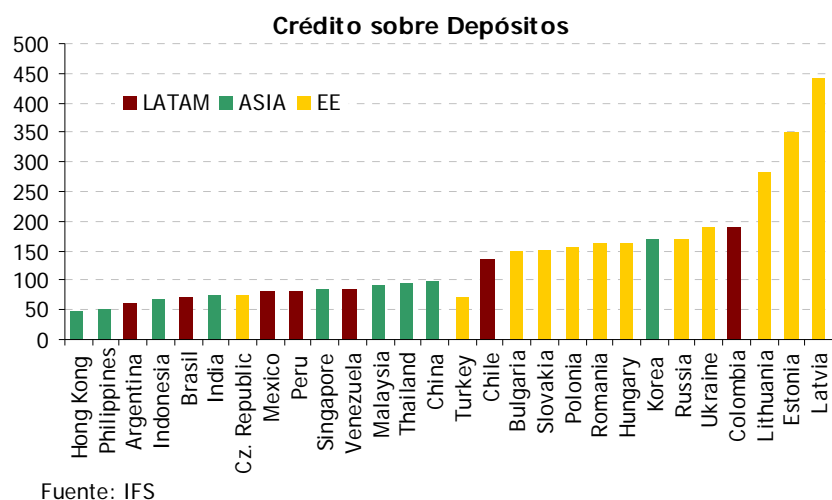
Más allá del origen de los recursos de los que se nutre el sistema financiero, el destino de los fondos aparece como otro factor de debilidad. En Europa emergente, la expansión del crédito doméstico ha sido canalizado en gran medida hacia el sector inmobiliario, favoreciendo un importante aumento en los precios de bienes raíces en algunos países de la región. Como resultado, un gran número de bancos de Europa del Este presentan una exposición alta a los bienes raíces. Proceso que, hasta el momento, no ha generado pérdidas como las inducidas por otros sectores inmobiliarios (sobre todo el de EE.UU.), pero que depara una mayor incertidumbre sobre la calidad futura de las carteras crediticias, sobre todo si las expectativas de desaceleración de estas economías se traducen también en una corrección de los precios inmobiliarios. Desafortunadamente, ya han aparecido algunas señales que apuntan a que Europa del Este, o algunas de sus economías, pueden estar acercándose a este escenario. Por ejemplo, resulta significativo que, hasta el momento, la única quiebra de un banco comercial en la región ha sido la de un banco ruso (Globex) con una fuerte concentración en el sector inmobiliario de Moscú, uno de los mercados cuyos precios han aumentado más durante los últimos años. Con una importancia menos anecdótica, la posibilidad de un deterioro significativo en la calidad de la cartera crediticia gana probabilidad en el caso de los bancos de países bálticos, que en algunas zonas empiezan a registrar una caída de precios.

El crecimiento del crédito en América Latina también ha permitido en algunos casos una expansión considerable del sector inmobiliario. Aun así, ésta ha sido en general mucho más moderada que en Europa emergente, y no ha generado el incremento de precios observable en esta región. En algunos casos, los precios inmobiliarios se mantienen en niveles bastante moderados, por motivos tan diversos como el escaso desarrollo de productos financieros diseñados para la compra de vivienda, o una política monetaria que durante los últimos ejercicios ha mantenido un sesgo restrictivo. Con todo, y a diferencia del sector bancario de Europa emergente y de varios países desarrollados, el balance de los bancos latinoamericanos parece estar mucho menos expuesto a burbujas inmobiliarias.

---

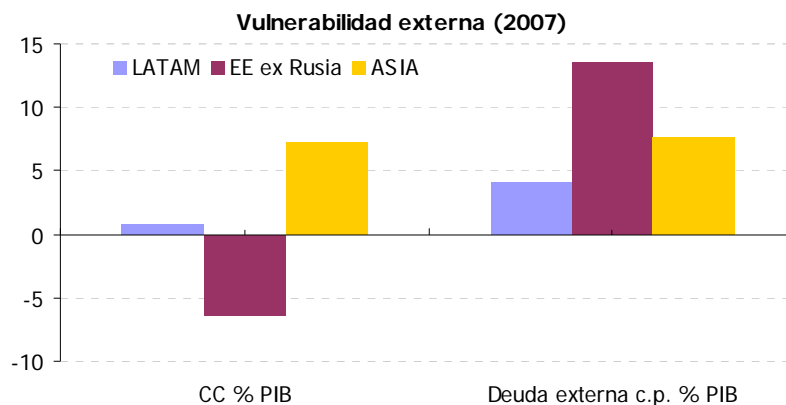
revisiones a la baja de la calificación de riesgo soberano, o de sus perspectivas, en Bulgaria, Hungría, Letonia, Lituania, Rumania y Ucrania.

Gráfico 8



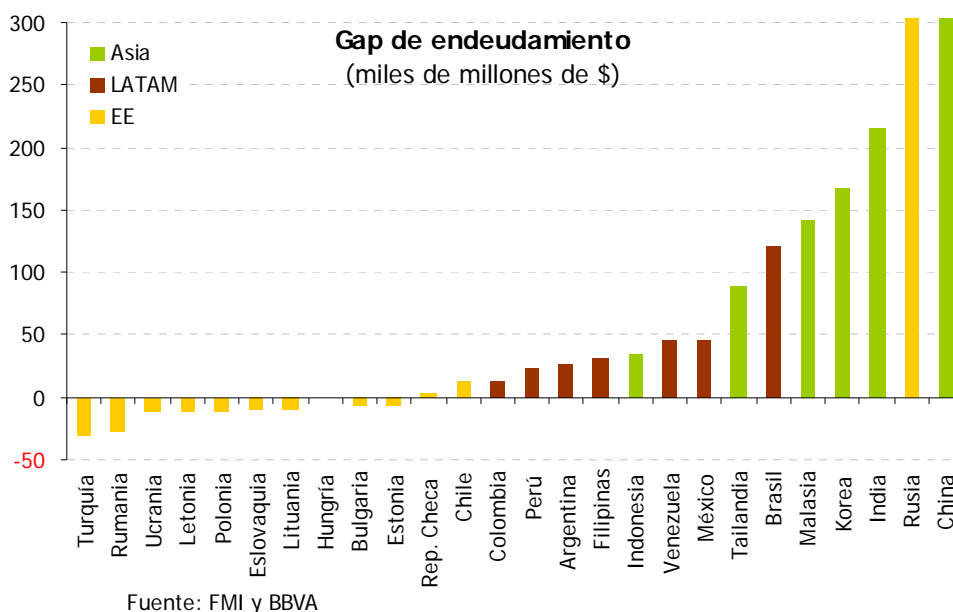
De forma más general, la estabilidad macroeconómica que América Latina ha alcanzado durante los últimos años aparece como la mejor garantía para reducir el impacto de la crisis sobre la región. Entre los avances más palpables destaca la mayor solvencia financiera, reflejada por ejemplo en las reservas que algunos países han acumulado en estos años; la mayor regularidad en la obtención de saldos fiscales o por cuenta corriente positivos, o la minoración de la deuda denominada en divisa. Según estos indicadores, y como muestra el gráfico 9, la América Latina de hoy se acerca más al grado de fortaleza macroeconómica alcanzado por los países asiáticos que a la difícil situación de Europa del Este.

Gráfico 9



Otra forma de apreciar la consecución de perfiles de deuda más favorables en América Latina, la proporciona el gap de endeudamiento, medido como los vencimientos de deuda a corto plazo más el saldo por la cuenta corriente menos las reservas. Como muestra el gráfico 10, América Latina registra niveles todavía por debajo de los de la mayoría de Asia emergente, pero aún así positivos y más favorables que los de Europa del Este.

Gráfico 10



Algunos analistas dudan de que este saneamiento macroeconómico responda a un cambio en la política económica de estos países sino más bien a los rendimientos que las exportaciones de materias primas han generado desde 2003. Pero incluso si le restamos responsabilidad política, la estabilidad macroeconómica conseguida en algunos países latinoamericanos está permitiendo acotar su contagio de la crisis. Así, los repuntes de indicadores de riesgo que han tenido lugar en países que disfrutaban de los soportes mencionados (Chile, Brasil o Perú) han sido mucho más moderados que en emergentes que combinan abultados déficit por cuenta corriente con el endeudamiento externo (situación que encontramos fundamentalmente en países de Europa del Este) o aquellos que presentan un claro riesgo institucional (Argentina, Venezuela, Rusia).

La mayor fortaleza macroeconómica y financiera de Latinoamérica no ha evitado que algunos agentes en la región se hayan visto especialmente afectados por la crisis. Los casos más graves han sido protagonizados por empresas no financieras en México y Brasil, con unas coberturas sobre sus tipos de cambio que han resultado inadecuadas ante las súbitas depreciaciones del peso y del real. Pero a pesar de las cuantiosas pérdidas que estas prácticas han generado (2.500 y 10.000 millones de dólares anunciados en México y Brasil,

respectivamente), el problema parece estar limitado a un número reducido de empresas, ante la intervención de ambos gobiernos para evitar una depreciación mayor de sus monedas, y el cierre de la mayoría de coberturas de derivados que presentaban un riesgo similar ante mayores depreciaciones.

Fuera del ámbito financiero, y a un plazo más largo, encontramos asimismo una serie de fortalezas que en este caso ayudarían a atenuar el impacto que por el canal real tendría la desaceleración en la actividad de los mercados desarrollados. Aunque en este punto encontramos una gran variación entre países latinoamericanos, en líneas generales la región ha tendido a reducir su dependencia comercial de Estados Unidos. Mientras que en 1998 aproximadamente la mitad de las exportaciones latinoamericanas iban destinadas a su vecino del norte, en la actualidad estas se han reducido hasta constituir el 40% del total de la región. Esta reorientación del tráfico comercial latinoamericano ha aumentado la participación de la eurozona y Asia, región que al mantener un ritmo de crecimiento todavía elevado durante el futuro próximo, seguiría siendo una fuente de demanda externa estable para América Latina.

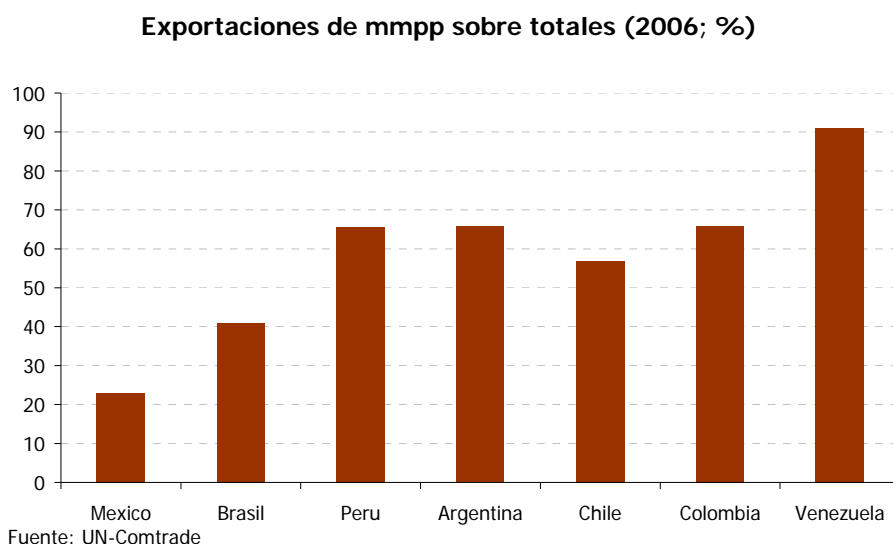
La previsible evolución de los flujos comerciales latinoamericanos requiere un análisis similar para las materias primas. En general, la integración de América Latina en el comercio internacional ha supuesto para la región asumir el rol de proveedor de materias primas (gráfico 11). Tendencia que se mantiene durante los últimos años al calor del aumento de precios de estos productos, y que ha generado voces que alertan del riesgo de una excesiva dependencia comercial de estos bienes, en un debate al que la región está de sobra acostumbrada.

La caída que se registra en la mayoría de las materias primas durante la segunda mitad de 2008 ha reavivado las críticas sobre la idoneidad de la especialización comercial en materias primas. Además del ya mencionado deterioro de las expectativas económicas, otro de los factores que han incidido en la última reducción de precios ha sido el fin de un período en que los mercados financieros han mostrado un gran interés en las materias primas. La evidencia sobre la influencia de las inversiones especulativas sobre los precios de materias primas no es del todo clara. Aun así, existen estudios que relacionan la presencia de inversiones "no comerciales" con presiones alcistas sobre precios de materias primas, inicialmente a través de los precios del mercado de futuros, pero que eventualmente se trasladan a los precios *spot*.

A pesar del desaliento que demanda real y especulativa deparan para las expectativas de precios de materias primas, parece poco probable que asistamos a un desplome acusado de los precios. De hecho, el escenario más considerado por la comunidad de analistas es que la reducción de precios de materias primas que se observa desde el verano de 2008 debería finalizar con éstos en unos niveles todavía elevados. En el caso del petróleo, el papel de la OPEP en la formación de precios aparece como un soporte a tener en cuenta. Asimismo, un hipotético aumento de la oferta global de crudo requiere unos precios elevados, que garantizaría la rentabilidad de aquellos yacimientos que

hasta ahora han permanecido sin explotar precisamente por el coste de su puesta en funcionamiento. Por último, y constituyendo un razonamiento que puede extenderse a otras materias primas, encontramos otro soporte estructural a los precios de materias primas en la demanda de algunos grandes emergentes. Con China a la cabeza, estos países se han convertido en las nuevas fuentes de demanda global de materias primas. Factores como la baja eficiencia energética, el cambio de hábitos alimenticios derivado de la mejora de rentas reales, o una tasa de crecimiento económico que seguiría siendo intensa, son algunos de los factores que hacen presagiar un ritmo de demanda de materias primas por parte de estos países lo bastante relevante como para evitar un descenso mucho más intenso que el registrado hasta ahora. De cumplirse estos pronósticos, América Latina seguiría registrando un flujo de ingresos por exportaciones favorables.

Gráfico 11



Las anteriores consideraciones, no obstante, tienen un marcado carácter general, por lo que no debemos esperar un impacto uniforme de la crisis a través del canal exportador de los países latinoamericanos. En principio, países como México o la mayoría de los centroamericanos se verían más afectados por esta vía, al presentar una muy elevada dependencia comercial de los EE.UU. Una situación parecida tiene lugar en el caso de Colombia, esta vez por un marco exportador en el que EE.UU. y Venezuela, ambos abocados a una fuerte corrección en su ritmo de crecimiento, son los destinos prioritarios de las exportaciones. En el otro extremo, países como Brasil, Chile o Perú disfrutaban de una red de exportaciones multipolar, y en la que EE.UU., Asia, Europa, y el comercio intrarregional presentan una importancia equivalente.

Por lo que respecta al tipo de bienes exportados, aquellos países con una concentración de exportaciones en metales básicos podrían sufrir una mayor corrección en sus ingresos comerciales, al presentar estos bienes una mayor

sensibilidad al ciclo económico que productos energéticos o agrícolas, y no disponer de mecanismos de fijación de precios que puedan contener la reducción de sus precios. Chile y Perú, con porcentajes de exportaciones de metales en torno al 50% de las exportaciones totales, serían los países latinoamericanos más afectados. En este punto, Brasil aparece de nuevo como uno de los países con unas exportaciones más resistentes al actual ciclo, gracias a una distribución de exportaciones de materias primas repartida entre bienes agrícolas, minerales y energéticos.

Para finalizar esta sección, y de forma paralela a la demanda externa, algunas características de la demanda interna en América Latina pueden erigirse en un soporte adicional al crecimiento de la región. La duración e intensidad del presente ciclo, con tasas de crecimiento regionales que superan el 5% anual desde 2002, ha permitido que amplios sectores de la sociedad latinoamericana hayan superado los umbrales de pobreza, para pasar a engrosar las filas de la clase media. Este nuevo status no implica en modo alguno que la desaceleración en la actividad o el menor acceso al crédito no modifique los patrones de gasto de estos individuos. Pero aún así, la expansión de la clase media en estos países debería traducirse en una mayor estabilidad del consumo interno ante el cambio de ciclo. Asimismo, y dado el persistente déficit que en este sentido caracteriza a América Latina, otro elemento a tener en cuenta por el lado de la demanda es el mayor peso que la inversión productiva está teniendo en el actual ciclo de expansión, y que sienta las bases de un crecimiento a largo plazo a niveles más elevados que a los que la región ha estado acostumbrada.

## **Conclusiones**

La crisis financiera originada en 2007 y recrudecida durante el presente año, ha encontrado a América Latina con la mejor situación macroeconómica de las últimas décadas. El progreso de los últimos años, con una responsabilidad compartida entre el ciclo alcista de materias primas de los últimos años, pero también con un mayor compromiso de los gobiernos latinoamericanos con la ortodoxia macroeconómica y la sostenibilidad de sus modelos de crecimiento, ha conseguido que los fundamentales de la región hayan atenuado su sensibilidad a la crisis.

Por otro lado, el germen financiero de la crisis encuentra en América Latina unos sectores bancarios que acumulan la experiencia de anteriores crisis, y que en la actualidad no solo funcionan mejor sino que también están mejor supervisados. Además los países cuentan con una dotación de capital más adecuada por la fuerte inversión de los últimos años y un menor riesgo de cambio y plazos. Esta situación está permitiendo que las medidas de ayuda al sector financiero en la región sean más contenidas, y tengan un coste menor, que para otros emergentes (especialmente en Europa del Este) que han necesitado un rescate mucho más considerable, bien de sus gobiernos, o bien de organismos multilaterales.

Con todo, América Latina está abocada a una desaceleración del intenso crecimiento que llevaba registrando durante los últimos siete años. Si la región parecía ya dirigirse por sí misma hacia tasas de crecimiento cercanas a su potencial, después de años con una brecha de producto positiva, tanto las tensiones en los mercados financieros internacionales, como la mayor ralentización de la actividad en el entorno de la OCDE, depara riesgos a la baja sobre la demanda interna y externa latinoamericana, a través de un menor crecimiento del crédito interno, y una menor demanda de exportaciones. En algunos casos, la concentración de las exportaciones en una materia prima concreta (por ejemplo, petróleo en Venezuela), es un elemento de vulnerabilidad añadida.

Para terminar, es importante resaltar la oportunidad que un período como el actual presenta para ahondar en la senda de reformas. En América Latina, las crisis macroeconómicas vividas durante la década pasada fueron el catalizador necesario para lograr un consenso político y social que, irónicamente, permitió que hoy en día la región disfrute de un entorno macroeconómico más resistente a la volatilidad económica. En este sentido, la región sigue mostrando algunos problemas, que van desde la elevada presencia de la economía informal, a la existencia en algunos sectores de monopolios sustentados en prebendas. Esta situación limita la eficiencia y la competencia, hasta un intervencionismo arbitrario en el funcionamiento de los mercados, que genera un clima relativamente poco propicio a las inversiones de largo plazo.