Vulnerabilitat de les economies emergents

Document de treball 02/13
Març 2013

Estudis i Anàlisi Econòmica
www.laCaixa.es/estudis

Àlex Ruiz
Economista
Economia Internacional

Resum

- Tot sovint, es tendeix a valorar amb massa complaença la capacitat de resposta de les economies emergents davant una hipotètica aturada sobtada de l'entrada de capitals privats. Tanmateix, l'episodi de 2008-2009 va fer palès que aquesta complaença podria ser infundada. La situació actual presenta prou analogies amb aquest episodi per justificar una revisió del balanç de riscos en aquest àmbit.

- A fi de verificar que s'està infravalorant un risc que pot tenir efectes econòmics significatius, el document de treball:

  - Identifica les dues vulnerabilitats (o desequilibris) clau que determinen tant la probabilitat de patir una aturada sobtada de l'entrada de capitals com la gravetat d'aquesta: un nivell insuficient de reserves i un grau d'endeutament extern excessiu.

  - Valora si els actuals nivells de reserves internacionals protegirien d'un episodi similar al que es va produir en 2008-2009.

  - Identifica països emergents que, en funció de l'anàlisi anterior, registren un perfil de risc enfront d'una hipotètica aturada sobtada de l'entrada de capitals.

- Els resultats obtinguts apunten que les grans economies emergents, amb una major capacitat de produir afectació sistèmica, es beneficien d'una situació de reduïdes vulnerabilitats externes. En un contrast clar, els nivells de reserves i de deute extern d'altres economies emergents suggereixen que la seva vulnerabilitat enfront d'una aturada sobtada de l'entrada de capitals és, potencialment, més significativa.

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d'aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La **Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona** no s'identifica necessàriament amb les seves opinions.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona – "la Caixa", 2013

© Àlex Ruiz

Per què preocupa una aturada sobtada d'entrades de capitals en economies emergents?

Des de la crisi econòmica de 2008-2009, l'evolució macroeconòmica i financera de les economies emergents, positiva en termes generals, ha tendit a reforçar la idea que poden estar prou protegides en situacions d'augments generalitzats de l'aversió al risc. Aquesta visió, moltes vegades, es justifica amb la idea que els menors desequilibris macroeconòmics dels emergents, en relació amb algunes economies avançades, limiten la seva vulnerabilitat davant d'hipotètics episodis d'estrès financer.

Tanmateix, aquesta visió peca d'un biaix greu, el de considerar que els emergents configuren un conjunt homogeni d'economies, quan, en la realitat, sota aquesta categoria hi ha països amb realitats econòmiques i financeres radicalment diferents. En aquest sentit, cal recordar que ja en la crisi financera de 2008-2009 les economies emergents, lluny de comportar-se de manera similar, van mostrar disparitats notables.

Així, hi va haver emergents que van patir retrocessos mínims. Per exemple, Indonèsia va cedir dos punts percentuals en el seu ritme de creixement respecte a la situació anterior a la crisi. També van resistir relativament bé països com l'Índia (caiguda de tres punts percentuals), la Xina (menys cinc punts percentuals) o el Brasil (menys sis punts percentuals). Això no obstant, aquesta situació es contraposa a la d'altres economies emergents: Ucraïna va perdre 22 punts percentuals de creixement, Romania en va perdre 12 i Rússia, 16 punts percentuals.

Certament, darrere d'aquest impacte tan heterogeni es troben diferents causes. En part, i com ens recorda un estudi sobre l'episodi del Fons Monetari Internacional (FMI, 2010), els vincles comercials o diferents desequilibris interns hi van tenir un paper rellevant. Tanmateix, entre els determinants que es van mostrar crítics també s'inclouen certes vulnerabilitats externes.

La noció de vulnerabilitat externa tot sovint es fa servir sense definir-se de manera precisa. En el present document, aquest concepte s'assimilarà, seguint els usos habituals de l'FMI i la majoria d'analistes, a desequilibris de fonamentals macroeconòmics els efectes nocius dels quals es fan palesos en presència d'un xoc extern a l'economia en qüestió.

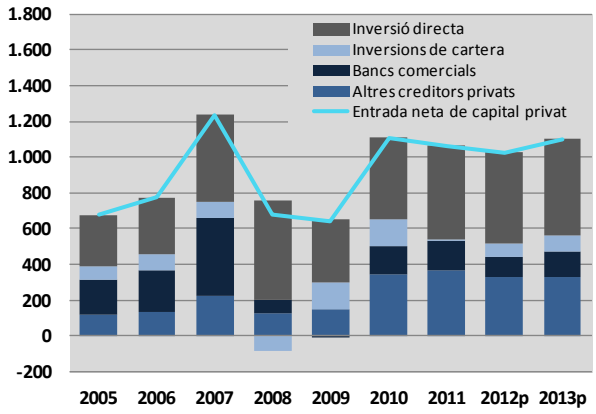
El xoc extern en què ens centrarem en aquest document és una aturada sobtada de les entrades de capitals privades (d'ara endavant, PS), que acostuma a acompanyar una crisi financera.[1]

En una etapa de PS es produeix una forta caiguda de les entrades netes de capitals en l'economia, situació que, en determinades condicions, a l'últim pot provocar disfuncions greus en el funcionament de l'economia afectada que comportin pèrdua de dinamisme econòmic, reducció del crèdit bancari i possibles problemes de solvència pública i privada.

La crisi de 2008-2009 va ser, precisament, l'últim episodi generalitzat de PS que va afectar les economies emergents. Segons que es desprèn de les dades mostrades en el gràfic següent, les entrades netes de capitals privats van recular aproximadament des d'1,2 bilions de dòlars nord-americans el 2007 fins a 675.000 milions de dòlars el 2008 i a 640.000 milions de dòlars el 2009.

En aquest document de treball es planteja una classificació de les economies emergents en funció del seu perfil de risc davant d'una hipotètica PS d'intensitat similar a la produïda en 2008-2009. Aquest mapa es fonamentarà en l'anàlisi de les vulnerabilitats externes, que es revisaran tenint en compte les lliçons que es poden extreure de l'episodi 2008-2009. Per fer-ho es planteja, primer, una descripció de la rellevància de les vulnerabilitats externes en una crisi de PS. Fetes

Entrades netes de capitals privats als emergents
Milers de milions de dòlars



Fonts: IIF i elaboració pròpia.

[1] Cal assenyalar que els fluxos que integren aquestes entrades de capital inclouen les d'inversió directa estrangera, inversions en cartera, fluxos bancaris (sobretot crèdits) i altres fluxos privats. El concepte d'altres fluxos privats inclou entitats financeres diferents de bancs (companyies d'assegurances, sobretot), instruments d'inversió col·lectiva, etc.

les precisions conceptuals necessàries, es passa a examinar el cas particular de la PS de 2008-2009. Tot seguit, s'aplica la mateixa metodologia d'anàlisi a la situació actual de les economies emergents.

Vulnerabilitats externes i aturades sobtades d'entrades de capitals

Tradicionalment, la literatura que analitza els riscos de les economies emergents enfront d'hipotètiques aturades sobtades d'entrades de capitals s'han centrat en dos aspectes. D'una banda, quins són els determinants de la probabilitat d'esdeveniment d'una PS; de l'altra, quins factors expliquen el cost econòmic associat a una PS.

Tot i que aquesta distinció té ple sentit, fa poc les recerques en la línia de Calvo[2] apunten que alguns dels factors que expliquen la probabilitat d'esdeveniment d'una PS també determinen la major o menor gravetat dels efectes econòmics de la PS.

En aquest conjunt de factors destaquen, com no és sorprenent, dues vulnerabilitats externes: un nivell insuficient de reserves internacionals i un endeutament elevat.[3]

Aquesta línia de raonament és la que se segueix en aquest document, per la qual cosa començarem per considerar, tot i que sigui de manera succinta, el paper de les reserves i del deute en el context d'una PS.

Les reserves delimiten la capacitat de resposta quan es produeix una PS. En reduir-se el finançament en divisa estrangera i produir-se usualment una depreciació de la moneda nacional, les empreses nacionals amb deutes denominats en divises registraran un deteriorament del seu balanç, podent arribar a situacions de fallida. En el cas que les firmes afectades siguin entitats financeres, aquestes circumstàncies podrien tenir importants repercussions si comporten una reducció de la concessió de crèdit. Davant d'aquesta situació, el banc central pot oferir finançament en divisa recorrent a les reserves internacionals prèviament acumulades, alleujant els efectes nacionals de la PS. El paper de les reserves és fonamental especialment en el curt termini, que és quan poden actuar de tallafocs de la crisi. Els anys 2008-2009 una de les economies que va utilitzar àmpliament aquesta opció va ser el Brasil.

Tanmateix, en la perspectiva de mitjà termini, la vulnerabilitat externa essencial radica en el grau d'endeutament. Com s'ha esmentat abans, el retrocés del finançament exterior, i la depreciació de la divisa nacional que s'acostuma a donar davant d'una PS, pressionaran amb força sobre la solvència dels deutors que tinguin deutes denominats en moneda estrangera. Aquesta tensió serà més gran si el deute té un venciment de més curt termini i està en mans de tenidors estrangers. Per això, i tot i que es poden identificar diverses mesures que aproximen els riscos d'insolvència de certs sectors econòmics residents, un dels més rellevants serà l'import del deute extern a curt termini que manté l'economia en el seu conjunt.[4]

[2] Vegeu, en particular, Calvo, Izquierdo i Mejía, 2008; i Calvo, Izquierdo i Loo-Kung, 2012.

[3] Certament, altres variables tendeixen a incloure's en els models economètrics habituals, com ara les desviacions significatives del tipus de canvi real com a precedent a una PS. Tanmateix, les esmentades compleixen de manera inequívoca el doble paper de determinant de la probabilitat d'una PS i de la intensitat dels seus efectes econòmics.

[4] De manera ideal, la variable realment fonamental és el valor del deute a curt termini denominat en divisa estrangera. Per desgràcia, per a moltes de les economies emergents, aquesta dada no està disponible. Amb tot, aquesta pèrdua d'informació no és preocupant, per tal com una part proporcionalment elevada del deute extern d'aquestes economies està emès en divisa estrangera.

Un indicador de vulnerabilitat externa

A fi de determinar quins nivells són indicatius d'una situació de reserves internacionals insuficients o un nivell de deute excessiu, es calcularà una mitjana basada en els treballs de Colliac i els seus coautors.[5]

La idea bàsica subjacent a aquest nou enfocament és que un país estarà en una situació que podem qualificar de "segura" si el seu nivell de reserves és capaç de cobrir la PS més el deute extern a curt termini. Així, i situant-nos ja en l'episodi 2008-2009, una economia estarà en una situació segura si les reserves que mantenia el 2007, és a dir, abans de la PS, són superiors a la suma de la PS que va patir en 2008-2009 més els venciments de deute extern a curt termini.

Aquesta mesura l'anomenarem "llindar bàsic", per contraposar-la a una segona situació, més exigent, en la qual pretenem valorar la capacitat de l'economia en qüestió per afrontar una PS de més intensitat. Seguint Colliac, una possibilitat és construir aquest escenari més advers assumint que el país està en una situació realment segura quan satisfà un "llindar exigent" en el qual la PS que ha de poder cobrir és equivalent a la del país de la seva regió econòmica que pateix la pitjor PS en l'episodi 2008-2009.

Un exemple concret pot servir per entendre com s'estableix aquest llindar més exigent. En 2008-2009, el país de la zona d'Europa emergent que va patir la pitjor PS va ser Ucraïna. Aquesta PS va equivaler, aproximadament, al 20 % del PIB d'Ucraïna. Per calcular ara el llindar exigent de qualsevol altre país de la regió s'aplicaria aquest percentatge al PIB d'aquell país i se li sumaria el seu deute extern a curt termini. Si les reserves internacionals encara són superiors a la suma de la PS màxima regional i del deute, llavors es considera que el país satisfà el llindar exigent.

En definitiva, el llindar bàsic es calcularà com a:

$Reserves_{t-1} > PS_t$ + Deute ext. c/t_t

On

PS_t = entrades netes de capitals $privats_t$ - entrades netes de capitals $privats_{t-1}$

I el llindar exigent, com a:

$Reserves_{t-1}$ > màxima PS_t de la regió + deute ext. c/t_t

[5] Vegeu, en particular, Fabrice i Colliac, 2010, i Colliac i Rebillard, 2011.

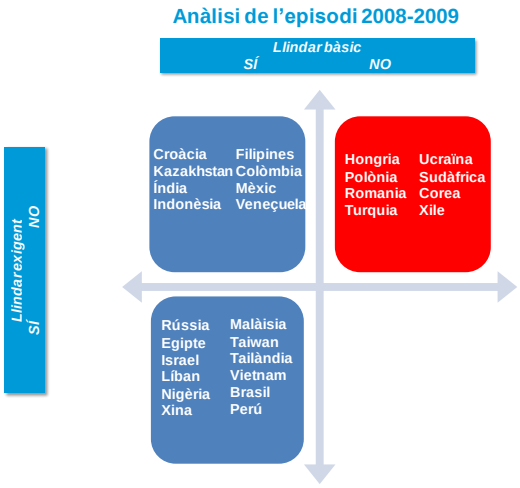
L'aturada sobtada d'entrades de capitals en l'episodi 2008-2009

Apliquem ara els indicadors anteriors per tal de situar un conjunt ampli d'economies emergents[6] en termes de vulnerabilitat externa en el context de la situació que es va donar en 2008-2009.

Tot i que els resultats detallats es poden consultar a l'annex 1, és possible sintetitzar la classificació de països en el quadre resum posterior.

Com es pot observar en el quadre, són possibles tres situacions diferents: economies que superen el llindar exigent, d'altres que satisfan el llindar bàsic i, finalment, un tercer grup que no supera ni tan sols aquest llindar bàsic.

Les economies en aquesta última situació estaven, en teoria, en una situació d'elevada vulnerabilitat externa enfront d'un PS. Després de l'episodi es pot valorar que, efectivament, l'indicador serveix per identificar situacions de risc. De les vuit economies situades en el quadrant de més vulnerabilitat, quatre finalment van requerir el suport financer de l'FMI: convencional en el cas de Romania, Hongria i Ucraïna; preventiu en el de Polònia.



[6] Les economies s'han seleccionat de manera que coincideixin amb les ressenyades a l'estudi de l'FMI (2012), a fi de permetre la comparabilitat de resultats entre tots dos exercicis, el del Fons i el propi.

Com afrontarien avui els emergents una aturada sobtada d'entrades de capitals?

Ara l'anàlisi anterior es pot extrapolar a la situació actual. Si el 2013 es produís una PS equivalent a la que va passar el 2008 i el 2009, els resultats suggereixen que no se sosté la visió, força comuna, que els fonamentals dels emergents protegeixen les economies esmentades en aquesta tessitura.

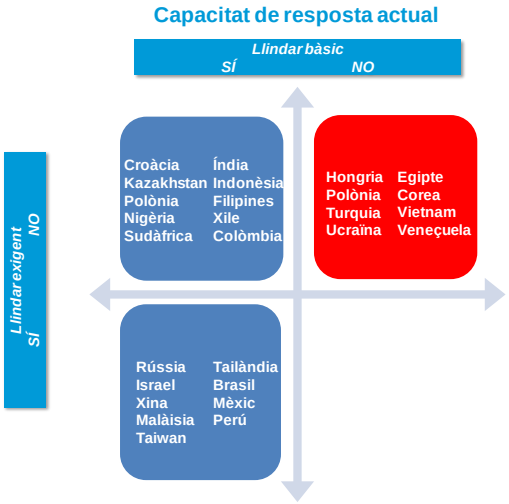
En aquest cas, és procedent fer una adaptació del càlcul dels indicadors, ja que, lògicament, la PS que es considera és hipotètica. Específicament, el llindar bàsic es defineix en aquest cas com la capacitat de fer front a una PS equivalent a la que el mateix país va patir en 2008-2009 (en percentatge del PIB) i al deute extern a curt termini. Per la seva banda, per a la determinació del llindar exigent es calcula l'aturada sobtada de capitals privats equivalent al màxim regional multiplicant el PIB del 2013 per la major aturada sobtada de capitals de la regió, com a percentatge del PIB i obtinguda de les dades de 2008-2009.

Els resultats obtinguts es detallen a continuació en forma de matriu (les dades detallades estan disponibles a l'annex 2). De nou, els països analitzats es poden enquadrar en tres grups. Un primer conjunt el formen països que superen el llindar exigent (podrien respondre a una PS equivalent a la més greu que es va donar a la seva regió). El segon conjunt de països l'integren països que satisfan el llindar bàsic (podrien cobrir una PS com la que ells mateix van registrar en 2008-2009).

Finalment, el quadrant més rellevant és aquell en el qual els països considerats no compleixen ni tan sols les condicions de seguretat que estableix el llindar bàsic, cosa que implica, a priori, una notable vulnerabilitat externa.

És convenient aturar-se un moment en els països que formen aquest grup. Juntament amb països que es poden entendre sense gaires dificultats com a vulnerables (seria, potser, el cas d'Ucraïna, Veneçuela o Egipte), apareixen altres països que normalment no es perceben com en situació d'excessiva vulnerabilitat, com Corea o Polònia. I també hi apareixen països que, per la seva importància regional, com Turquia o Hongria, sembla justificat plantejar-se la solidesa dels resultats anteriors.

Concretament, cal preguntar-se què passaria si la PS hipotètica afectés només una part de les entrades de capitals. En aquest cas, els països vulnerables serien els mateixos que en l'exercici anterior? També cal preguntar-se quina és la



situació de la balança corrent, ja que el marge de maniobra és menor si s'està en una situació deficitària.

El cas d'una PS centrada en fluxos de cartera i crèdits bancaris

Comencem per la primera de les preguntes anteriors: què passaria si es restringeix la PS a dos tipus de fluxos de capitals, els de cartera i els vinculats al crèdit bancari? Aquests fluxos responen bé, en principi, al qualificatiu d'"arriscats": els de cartera, per la seva major volatilitat, i els fluxos de capitals bancaris (fonamentalment, crèdits) per l'actual context de dificultats bancàries. Específicament, aquests últims es considera que comporten més risc, atès que, en no pocs casos, aquests fluxos procedeixen de països amb uns sistemes bancaris que estan sent pressionats per reduir el seu grau de palanquejament en general, incloent-hi el que deriva de les seves operacions amb les economies emergents.[7]

Doncs bé, un estudi recent de l'FMI (FMI, 2012) parteix precisament d'aquesta hipòtesi i fa una anàlisi amb la mateixa finalitat de l'exercici que anteriorment hem fet de determinar economies potencialment vulnerables. La investigació del Fons té, a més, el valor addicional de proporcionar una estimació de l'impacte econòmic de la PS. En concret, l'FMI treballa sota la hipòtesi que es

[7] Tot i que, en termes generals, els processos de despalanquejament són graduals, en circumstàncies d'augment brusc de l'aversió al risc poden adoptar un caràcter més sobtat. Així, per exemple, entre el 2007 i el 2008, les entrades de capitals bancaris a les economies emergents van passar de 440.000 milions de dòlars a 70.000 milions de dòlars.

produeix una aturada sobtada d'entrades de capitals equivalent a les entrades de capitals de cartera i bancaris registrades durant 2009-2011.

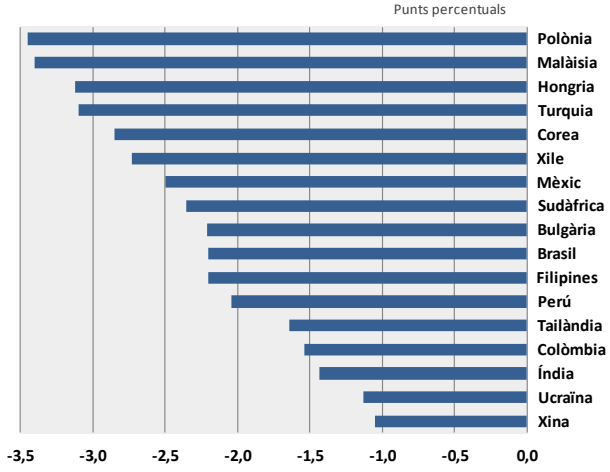
Sota aquest supòsit, el desenvolupament dels esdeveniments que esperaria l'FMI és una forta contracció del crèdit bancari nacional i un deteriorament de la solvència de la cartera de crèdits. Tot això, en determinades circumstàncies, podria comportar la necessitat d'emprendre la recapitalització de certes entitats bancàries. Com a resultat, l'activitat econòmica s'alentiria i, probablement, es produiria una notable pressió a la baixa sobre la divisa nacional. Per fer front a aquesta depreciació excessiva caldria esperar una intervenció significativa en el mercat canviari i la conseqüent pèrdua de reserves internacionals. Com a resultat de la depreciació, es generarien tensions sobre la solvència dels deutors nacionals (famílies, Govern, empreses i bancs) els deutes dels quals estiguessin denominats en divisa estrangera.

En termes quantitatius, els dos principals resultats que dóna la simulació de l'FMI estan presentats en els gràfics següents: el retrocés del creixement i del crèdit. En concret, l'FMI estima que, en la mitjana del conjunt de les economies estudiades, el creixement del PIB en la situació del PS durant l'any següent a aquesta seria 2,3 punts percentuals menor que en absència de la crisi. Pel que fa a l'evolució del crèdit, i sempre referit a la mitjana conjunta de les economies analitzades, recularia en un valor equivalent al 3,8 % del PIB.

Més enllà d'aquests resultats conjunts, és interessant assenyalar quins països considera l'FMI més afectats per una hipotètica PS de fluxos de cartera i bancaris (el resultat que, recordem-ho, volem comparar amb el nostre exercici). Tot i que l'ordenació varia en funció de si prenem com a criteri principal la caiguda de l'activitat o el retrocés del crèdit, combinant-los tots dos apareixen cinc economies com les que patirien els majors efectes: Malàisia, Corea del Sud, Polònia, Xile i Hongria. Comparant els dos exercicis, el nostre i el de l'FMI, i tenint en compte els aspectes quantitatius (impacte sobre el creixement i el crèdit, però també dèficit de reserves internacionals), la coincidència més apreciable és la d'Hongria, seguida, a distància, per Corea i Polònia.

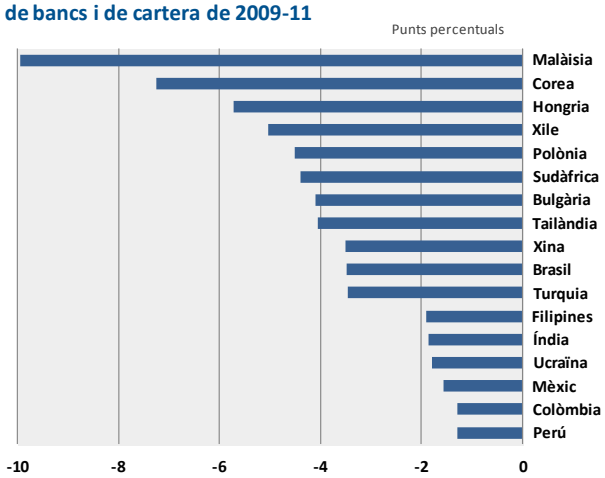
En aquest punt de l'anàlisi recuperem la segona de les preguntes amb què tancàvem l'apartat anterior, la de quina és la situació de la balança corrent. Com s'ha comentat abans, la vulnerabilitat externa

Efecte sobre el creixement econòmic d'una reversió dels fluxos de bancs i de cartera de 2009-11



Font: FMI, 2012.

Efecte sobre el crèdit d'una reversió dels fluxos de bancs i de cartera de 2009-11



Font: FMI, 2012.

serà superior si la PS es produeix en un país en situació de dèficit per compte corrent. Per això, s'integraran la mesura de vulnerabilitat externa del nostre exercici (l'incompliment del llindar bàsic), l'impacte estimat per l'FMI i la situació per compte corrent.

Presos en conjunt els tres indicadors (vegeu la taula següent), es pot concloure que cap dels països estudiats no ofereix un perfil de risc totalment advers. Així, dels vuit països identificats com els que disposen d'un menor marge de resposta enfront d'una PS similar a la de 2008-2009 (recordem-ho, Hongria, Polònia, Turquia, Ucraïna, Egipte, Corea, el Vietnam i Veneçuela), només dos, Turquia i Ucraïna, registraran el 2003, a més, un dèficit corrent elevat. Tanmateix, el cas turc es pot matisar, ja que la notable reconducció

del dèficit corrent que l'economia està registrant des del final del 2011 en mitiga la vulnerabilitat.

Visió sintètica sobre la capacitat de resposta enfront d'una PS

	Incompleix el llindar bàsic?	Es veuria especialment afectat per reversió de crèdits bancaris i de cartera?	Quina és la seva situació per compte corrent (2013)?
Europa			
Croàcia			-0,2
Hongria	√	√	1,2
Kazakhstan			5,6
Polònia	√	√	-4,2
Romania			-4,7
Rússia			1,9
Turquia	√		-8,1
Ucraïna	√		-5,2
Àfrica i Orient Mitjà			
Egipte	√		-2,1
Israel			0,0
Líban			-13,4
Nigèria			5,3
Sudàfrica			-5,5
Àsia			
Xina			2,6
Índia			-2,9
Indonèsia			-0,9
Corea	√	√	1,5
Malàisia		√	10,5
Filipines			1,0
Taiwan			8,4
Tailàndia			1,4
Vietnam	√		-1,4
Amèrica Llatina			
Brasil			-3,2
Xile		√	-2,4
Colòmbia			-2,4
Mèxic			-0,9
Perú			-1,9
Veneçuela	√		5,6

Nota: (*) S'han destacat en color els països amb dèficits corrents superiors al 5% del PIB.
Fonts: IIF, Banc Mundial (WDI), Thomson Reuters Datastream, FMI i elaboració pròpia.

Conclusions

Si es reproduís una PS d'intensitat semblant a l'esdevinguda en 2008-2009, les economies emergents no quedarien uniformement protegides d'aquest fet. Tot i que hi pot haver altres formes d'acostar-se a la qüestió, és convenient no perdre de vista que, pel seu nivell de reserves internacionals relativament menor i el seu grau d'endeutament extern a curt termini, Turquia, Hongria, Ucraïna, el Vietnam, Veneçuela o Egipte poden, en el cas hipotètic que es produís una PS greu, patir de manera diferenciada.

Tot i així, aquesta llista es pot reduir si s'apliquen criteris menys exigents. Així, si es restringeix la PS als fluxos bancaris i de cartera i es pren en consideració la seva situació per compte corrent, que determina la capacitat de resposta enfront d'una PS, només Turquia i Ucraïna es mantenen entre les economies amb més vulnerabilitat externa.

La conclusió global, més positiva, és que cap dels grans emergents no mostra excessives febleses a priori. Això té importants repercussions, ja que evitaria que aquestes economies, de caire sistèmic per la seva mida i inserció en els fluxos comercials i financers globals, acabessin actuant com a detonant d'un fenomen d'abast més general.

Annexos

ANNEX 1

Capacitat de resposta financera enfront de la parada sobtada de capitals privats en 2008-2009

(En milions de dòlars)

	Reserves internacionals abans de la crisi (2007) [1]	Parada sobtada de capitals privats [2]	Deute extern a curt termini (2008) [3]	Parada sobtada de capitals privats equivalent al màxim regional (*) [4]	Llindar bàsic [1+2-3]	Llindar exigent [1+4-3]
Europa						
Croàcia	13.675	-1.116	8.744	-13.637	3.815	-8.706
Hongria	24.052	-25.801	32.262	-30.424	-34.011	-38.634
Kazakhstan (**)	10.062	-6.830	-	-26.411	3.232	-16.349
Polònia	65.734	-26.990	65.919	-104.553	-27.175	-104.738
Romania	39.956	-30.082	28.660	-39.895	-18.786	-28.600
Rússia	478.762	-167.884	73.600	-325.090	237.277	80.072
Turquia	76.507	-69.316	53.104	-144.629	-45.913	-121.226
Ucraïna	32.479	-35.153	20.636	-35.153	-23.310	-23.310
Àfrica i Orient Mitjà						
Egipte	31.374	-8.607	2.843	-9.704	19.925	18.827
Israel (**)	28.519	-8.627	-	-11.872	19.891	16.647
Líban (**)	8.492	1.105	-	-1.771	9.598	6.721
Nigèria (**)	32.509	-923	-	-12.249	31.586	20.260
Sudàfrica	32.943	-16.296	17.937	-16.296	-1.290	-1.290
Àsia						
Xina	1.534.354	-28.175	187.188	-899.472	1.318.991	447.694
Índia	273.859	-58.161	43.821	-254.429	171.877	-24.391
Indonèsia	56.925	-5.530	20.488	-101.636	30.906	-65.200
Corea	262.224	-188.890	149.894	-188.890	-76.560	-76.560
Malàisia	101.313	-38.877	22.800	-45.968	39.636	32.545
Filipines	33.751	-16.646	7.001	-34.433	10.104	-7.683
Taiwan	275.027	-4.964	78.773	-79.526	191.290	116.728
Tailàndia	87.455	-9.239	19.189	-54.814	59.027	13.452
Vietnam	23.748	-9.943	4.279	-18.086	9.527	1.383
Amèrica Llatina						
Brasil	180.334	-59.008	28.220	-107.846	93.105	44.268
Xile	16.842	-7.059	17.849	-11.752	-8.066	-12.759
Colòmbia	20.952	-4.428	5.633	-15.684	10.891	-364
Mèxic	87.203	-49.184	28.405	-70.990	9.614	-12.192
Perú	17.034	-8.201	6.240	-8.201	2.593	2.593
Veneçuela	34.286	-11.739	19.566	-20.287	2.980	-5.568

Notes: (*) La parada sobtada de capitals privats equivalent al màxim regional es calcula multiplicant el PIB del 2008 del país en qüestió per la major parada sobtada de capitals de la regió (com a percentatge del PIB). (**) No està disponible el deute extern a curt termini per al 2008. Els càlculs subsegüents es realitzen assumint un valor igual a zero per a aquesta variable. Això implica una certa minusvaloració dels llindars de risc.

Fonts: IIF, Banc Mundial (WDI), Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

ANNEX 2

Capacitat de resposta financera actual enfront d'una parada sobtada de capitals privats

(En milions de dòlars)

	Reserves internacionals abans de la crisi (2012) [1]	Parada sobtada de capitals privats (*) [2]	Deute extern a curt termini (2013) [3]	Parada sobtada de capitals privats equivalent al màxim regional (**) [4]	Llindar bàsic [1+2-3]	Llindar exigent [1+4-3]
Europa						
Croàcia	17.085	-912	8.712	-11.047	7.460	-2.675
Hongria	48.172	-22.189	48.242	-25.940	-22.259	-26.010
Kazakhstan (***)	21.450	-10.817	-	-41.466	10.634	-20.015
Polònia	106.565	-26.460	80.720	-101.618	-615	-75.773
Romania	55.906	-25.229	28.664	-33.171	2.013	-5.929
Rússia	547.321	-216.263	82.740	-415.171	248.318	49.409
Turquia	104.473	-79.695	97.613	-164.856	-72.835	-157.996
Ucraïna	29.914	-34.851	34.035	-34.552	-38.972	-38.673
Àfrica i Orient Mitjà						
Egipte	15.515	-13.273	3.714	-22.597	-1.472	-10.796
Israel (***)	75.694	-10.170	-	-21.131	65.524	54.563
Nigèria (***)	26.524	-1.354	-	-27.144	25.170	-620
Sudàfrica	51.812	-24.606	14.816	-37.153	12.390	-157
Àsia						
Xina	3.447.501	-56.852	518.941	-2.332.980	2.871.708	595.581
Índia	307.144	-97.905	76.724	-550.537	132.515	-320.116
Indonèsia	111.497	-10.695	29.074	-252.679	71.728	-170.256
Corea	319.405	-242.802	135.778	-312.102	-59.175	-128.475
Malàisia	156.733	-54.897	56.127	-83.436	45.709	17.170
Filipines	74.015	-25.219	7.430	-67.055	41.366	-470
Taiwan	406.702	-6.234	115.184	-128.382	285.284	163.137
Tailàndia	192.174	-12.458	42.761	-95.009	136.954	54.404
Vietnam	18.532	-16.966	5.922	-39.671	-4.356	-27.061
Amèrica Llatina						
Brasil	382.454	-92.442	40.189	-152.295	249.823	189.971
Xile	42.088	-10.593	27.052	-15.897	4.443	-861
Colòmbia	32.101	-6.684	13.353	-21.341	12.064	-2.593
Mèxic	160.986	-57.228	32.867	-74.457	70.891	53.662
Perú (***)	30.858	-13.015	-	-11.732	17.843	19.126
Veneçuela	25.437	-13.567	14.886	-21.135	-3.016	-10.584

Notes: (*) La parada sobtada de capitals privats es calcula multiplicant el PIB del 2013 per la xifra registrada en la crisi del 2008 corresponent a la parada sobtada de cada país (com a percentatge del PIB). (**) La parada sobtada de capitals privats equivalent al màxim regional es calcula multiplicant el PIB del 2013 per la major parada sobtada de capitals de la regió, com a percentatge del PIB. (***) No està disponible el deute extern a curt termini estimat per al 2013. Els càlculs subsegüents es realitzen assumint un valor igual a zero per a aquesta variable. Això implica una certa minusvaloració dels llindars de risc.

Fonts: IIF, Banc Mundial (WDI), Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

Referències

Berthaud, Fabrice i Stéphane Colliac; "Which Emerging Countries Have Experienced a Sudden Stop of Capital Inflows During the Recent Crisis?", Trésor-Economics No. 76, Direction Générale du Trésor, 2010.

Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo i Luis Fernando Mejía; ''On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration'' Research Department No. 637, Inter-American Development Bank, 2008.

Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo i Rudy Loo-kung; ''Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance against Sudden Stop'', National Bureau of Economic Research, Working Paper 18219, 2012.

Colliac, Stéphane i Cyril Rebillard; ''Emerging Countries' Foreign Exchange Reserves and Accumulation Strategies'', Trésor-Economics No. 87, Direction Générale du Trésor, 2011.

Fons Monetari Internacional (FMI); ''How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?'', International Monetary Fund, 2010.

Fons Monetari Internacional (FMI); ''Sovereigns, Banks and Emerging Markets: Detailed Analysis and Policies'', a International Monetary Fund (Eds.), *Global Financial Stability Report*, abril 2012.