

Vulnerabilidad de las economías emergentes

Documento de trabajo 02/13

Marzo 2013



Estudios y Análisis Económico

www.laCaixa.es/estudios

Àlex Ruiz

Economista

Economía Internacional

Resumen

- A menudo, se tiende a valorar con excesiva complacencia la capacidad de respuesta de las economías emergentes ante una hipotética parada súbita de la entrada de capitales privados. Sin embargo, el episodio de 2008-2009 evidenció que dicha complacencia podría ser infundada. La actual situación presenta suficientes analogías con dicho episodio como para justificar una revisión del balance de riesgos en este ámbito.
- A fin de verificar que se está minusvalorando un riesgo que puede tener efectos económicos significativos, el documento de trabajo:
 - Identifica las dos vulnerabilidades (o desequilibrios) claves que determinan tanto la probabilidad de sufrir una parada súbita de la entrada de capitales como la gravedad de la misma: un nivel insuficiente de reservas y un grado de endeudamiento externo excesivo.
 - Valora si los actuales niveles de reservas internacionales protegerían de un episodio similar al acaecido en 2008-2009.
 - Identifica países emergentes que, en función del análisis anterior, registran un perfil de riesgo frente a una hipotética parada súbita de la entrada de capitales.
- Los resultados obtenidos apuntan a que las grandes economías emergentes, con una mayor capacidad de producir afectación sistémica, se benefician de una situación de reducidas vulnerabilidades externas. En claro contraste, los niveles de reservas y de deuda externa de otras economías emergentes sugieren que su vulnerabilidad frente a una parada súbita de la entrada de capitales es, potencialmente, más significativa.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La **Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona** no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – “la Caixa”, 2013

© Àlex Ruiz

¿Por qué preocupa una parada súbita de entradas de capitales en economías emergentes?

Desde la crisis económica de 2008-2009, la evolución macroeconómica y financiera de las economías emergentes, positiva en términos generales, ha tendido a reforzar la idea de que pueden estar suficientemente protegidas en situaciones de aumentos generalizados de la aversión al riesgo. Esta visión se justifica, en numerosas ocasiones, con la idea de que los menores desequilibrios macroeconómicos de los emergentes, en relación a algunas economías avanzadas, limitan su vulnerabilidad ante hipotéticos episodios de estrés financiero.

Sin embargo, esta visión adolece de un sesgo grave, el de considerar que los emergentes configuran un conjunto homogéneo de economías, cuando en la realidad bajo esta categoría se encuentran países con realidades económicas y financieras radicalmente distintas. En este sentido, cabe recordar que ya en la crisis financiera de 2008-2009 las economías emergentes, lejos de comportarse de forma similar, mostraron notables disparidades.

Así, hubo emergentes que sufrieron retrocesos mínimos. Por ejemplo, Indonesia cedió dos puntos porcentuales en su ritmo de crecimiento respecto a la situación anterior a la crisis. También resistieron relativamente bien países como la India (caída de tres puntos porcentuales), China (-5 puntos porcentuales) o Brasil (-6 puntos porcentuales). No obstante, esta situación se contrapone a la de otras economías emergentes: Ucrania perdió 22 puntos porcentuales de crecimiento, Rumanía 12 puntos porcentuales y Rusia, 16 puntos porcentuales.

Ciertamente, tras este impacto tan heterogéneo se hallan diferentes causas. En parte, y como nos recuerda un estudio sobre el episodio del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2010), los vínculos comerciales o distintos desequilibrios internos jugaron un papel relevante. Sin embargo, entre los determinantes que se demostraron críticos también se incluyen ciertas vulnerabilidades externas.

La noción de vulnerabilidad externa a menudo se utiliza sin definirse de forma precisa. En este documento, dicho concepto se va a asimilar, siguiendo los usos habituales del FMI y la mayoría de analistas, a desequilibrios de fundamentales macroeconómicos cuyos efectos nocivos se ponen de manifiesto en presencia de un choque externo a la economía en cuestión.

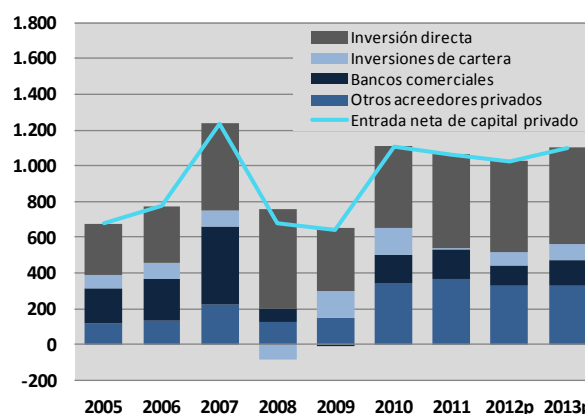
El choque externo en el que nos centraremos en este documento es una parada súbita de las entradas de capitales privadas (PS, en adelante), que suele acompañar a una crisis financiera¹.

En una etapa de PS se produce una apreciable caída de las entradas netas de capitales en la economía, situación que, en determinadas condiciones, puede acabar provocando disfunciones graves en el funcionamiento de la economía afectada que conlleven pérdida de dinamismo económico, reducción del crédito bancario y posibles problemas de solvencia pública y privada.

La crisis de 2008-2009 fue, precisamente, el último episodio generalizado de PS que afectó a las economías emergentes. Según se desprende de los datos mostrados en el gráfico siguiente, las entradas netas de capitales privados retrocedieron aproximadamente desde 1,2 billones de dólares estadounidenses en 2007, hasta 675.000 millones de dólares en 2008 y a 640.000 millones de dólares en 2009.

En el presente documento de trabajo se plantea una clasificación de las economías emergentes en función de su perfil de riesgo frente a una hipotética

Entradas netas de capitales privados en los emergentes
Miles de millones de dólares



Fuentes: IIF y elaboración propia.

¹ Cabe señalar que los flujos que integran dichas entradas de capital incluyen las de inversión directa extranjera, inversiones en cartera, flujos bancarios (fundamentalmente créditos) y otros flujos privados. El concepto de otros flujos privados incluye entidades financieras distintas de bancos (compañías de seguros, fundamentalmente), instrumentos de inversión colectiva, etc.

PS de intensidad similar a la acaecida en 2008-2009. Dicho mapa se fundamentará en un análisis de las vulnerabilidades externas, que se revisarán teniendo en cuenta las lecciones que se pueden extraer del episodio 2008-2009. Para ello se plantea, primero, una descripción de la relevancia de las vulnerabilidades externas en una crisis de PS. Hechas las precisiones conceptuales necesarias, se pasa a examinar el caso particular de la PS de 2008-2009. Seguidamente, se aplica la misma metodología de análisis a la situación actual de las economías emergentes.

Vulnerabilidades externas y paradas súbitas de entradas de capitales

Tradicionalmente, la literatura que analiza los riesgos de las economías emergentes frente a hipotéticas paradas súbitas de entradas de capitales se han centrado en dos aspectos. Por un lado, cuáles son los determinantes de la probabilidad de ocurrencia de una PS; por otro, qué factores explican el coste económico asociado a una PS.

Aunque dicha distinción tiene pleno sentido, recientemente las investigaciones en la línea de Calvo² apuntan a que algunos de los factores que explican la probabilidad de ocurrencia de una PS también determinan la mayor o menor gravedad de los efectos económicos de la PS.

En dicho conjunto de factores destacan, como no es sorprendente, dos vulnerabilidades externas: un nivel insuficiente de reservas internacionales y un elevado endeudamiento³.

Esta línea de razonamiento es la que se sigue en el presente documento, por lo que empezaremos por considerar, aunque sea de forma sucinta, el papel de las reservas y de la deuda en el contexto de una PS.

Las reservas delimitan la capacidad de respuesta cuando se produce una PS. Al reducirse la financiación en divisa extranjera y producirse usualmente una depreciación de la moneda nacional, las empresas nacionales con deudas denominadas en divisas registrarán un deterioro de

su balance, pudiéndose llegar a situaciones de quiebra. En el caso de que las firmas afectadas sean entidades financieras, estas circunstancias podrían tener importantes repercusiones si acarrearán una reducción de la concesión de crédito. Frente a esta situación, el banco central puede ofrecer financiación en divisa recurriendo a las reservas internacionales previamente acumuladas, aliviando los efectos nacionales de la PS. El papel de las reservas es fundamental especialmente en el corto plazo, que es cuando pueden actuar de cortafuegos de la crisis. En los años 2008-2009 una de las economías que usó ampliamente esta opción fue Brasil.

En la perspectiva de medio plazo, no obstante, la vulnerabilidad externa esencial radica en el grado de endeudamiento. Como se ha mencionado antes, el retroceso de la financiación exterior, y la depreciación de la divisa nacional que acostumbra a darse ante una PS, presionarán fuertemente sobre la solvencia de los deudores cuyas deudas estén denominadas en moneda extranjera. Dicha tensión será mayor si la deuda tiene un vencimiento de más corto plazo y está en manos de tenedores extranjeros. Por ello, y aunque pueden identificarse distintas medidas que aproximan los riesgos de insolvencia de ciertos sectores económicos residentes, uno de los más relevantes será el montante de deuda externa a corto plazo que mantiene la economía en su conjunto⁴.

² Véanse, en particular, Calvo, Izquierdo y Mejía, 2008; y, Calvo, Izquierdo y Loo-Kung, 2012.

³ Ciertamente, otras variables tienden a incluirse en los modelos econométricos al uso, como, por ejemplo, las desviaciones significativas del tipo de cambio real como precedente a una PS. Sin embargo las mencionadas cumplen de forma inequívoca el doble papel de determinante de la probabilidad de una PS y de la intensidad de los efectos económicos de la misma.

⁴ Idealmente, la variable realmente fundamental es el valor de la deuda a corto plazo denominada en divisa extranjera. Desafortunadamente, para muchas de las economías emergentes, dicho dato no está disponible. Con todo, dicha pérdida de información no es preocupante, toda vez que una parte proporcionalmente elevada de la deuda externa de estas economías está emitida en divisa extranjera.

Un indicador de vulnerabilidad externa

A fin de determinar qué niveles son indicativos de una situación de reservas internacionales insuficientes o un nivel de deuda excesivo, se va a calcular una medida basada en los trabajos de Colliac y sus coautores⁵.

La idea básica que subyace a este enfoque es que un país va a estar en una situación que podemos calificar como “segura” si su nivel de reservas es capaz de cubrir la PS más la deuda externa a corto plazo. Así, y situándonos ya en el episodio 2008-2009, una economía estará en una situación segura si las reservas que mantenía en 2007, esto es, antes de la PS, son superiores a la suma de la PS que sufrió en 2008-2009 más los vencimientos de deuda externa a corto plazo.

Esta medida la denominaremos “umbral básico”, para contraponerla a una segunda situación, más exigente, en la cual pretendemos valorar la capacidad de la economía en cuestión para afrontar una PS de mayor intensidad. Siguiendo a Colliac, una posibilidad es construir este escenario más adverso asumiendo que el país está en una situación realmente segura cuando satisface un “umbral exigente” en el cual la PS que tiene que poder cubrir es equivalente a la del país de su región económica que sufre la peor PS en el episodio 2008-2009.

Un ejemplo concreto puede servir para entender cómo se establece este umbral más exigente. En 2008-2009, el país de la zona de Europa emergente que padeció la peor PS fue Ucrania. Dicha PS equivalió, aproximadamente, al 20% del PIB de Ucrania. Para calcular ahora el umbral exigente de cualquier otro país de la región se aplicaría este porcentaje al PIB de dicho país y se le sumaría su deuda externa a corto plazo. Si las reservas internacionales todavía son superiores a la suma de la PS máxima regional y de la deuda, entonces se considera que el país satisface el umbral exigente.

En definitiva, el umbral básico se calculará como:

$$\text{Reservas}_{t-1} > \text{PS}_t + \text{Deuda ext. } c/p_t$$

Donde

$$\text{PS}_t = \text{entradas netas de capitales privados}_t - \text{entradas netas de capitales privados}_{t-1}$$

Y el umbral exigente, como:

$$\text{Reservas}_{t-1} > \text{máxima PS}_t \text{ de la región} + \text{deuda ext. } c/p_t$$

La parada súbita de entradas de capitales en el episodio 2008-2009

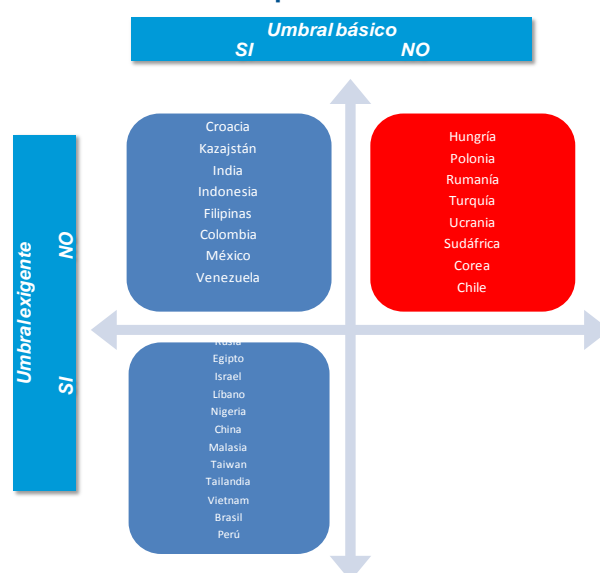
Apliquemos ahora los indicadores anteriores a fin de situar un conjunto amplio de economías emergentes⁶ en términos de vulnerabilidad externa en el contexto de la situación que se dio en 2008-2009.

Aunque los resultados detallados pueden consultarse en el anexo 1, es posible sintetizar la clasificación de países en el cuadro-resumen posterior.

Como se puede apreciar en el cuadro, tres situaciones distintas son posibles: economías que superan el umbral exigente, otras que satisfacen el umbral básico y, finalmente, un tercer grupo que no supera ni siquiera dicho umbral básico.

Las economías en esta última situación estaban, en teoría, en una situación de elevada vulnerabilidad externa frente a una PS. Tras el episodio se puede valorar que, efectivamente, el indicador sirve para identificar situaciones de riesgo. De las ocho economías situadas en el cuadrante de mayor vulnerabilidad, cuatro

Análisis del episodio 2008-2009



⁶ Las economías se han seleccionado de forma que coincidan con las reseñadas en el estudio del FMI (2012), a fin de permitir la comparabilidad de resultados entre ambos ejercicios, el del Fondo y el propio.

acabaron requiriendo del apoyo financiero del FMI: convencional en el caso de Rumanía, Hungría y Ucrania; preventivo en el de Polonia.

¿Cómo afrontarían hoy los emergentes una parada súbita de entradas de capitales?

Ahora puede extrapolarse el análisis anterior a la situación actual. Si en 2013 se produjese una PS equivalente a la acaecida en 2008 y 2009 los resultados sugieren que no se sostiene la visión, bastante común, de que los fundamentales de los emergentes protegen a dichas economías en esta tesitura.

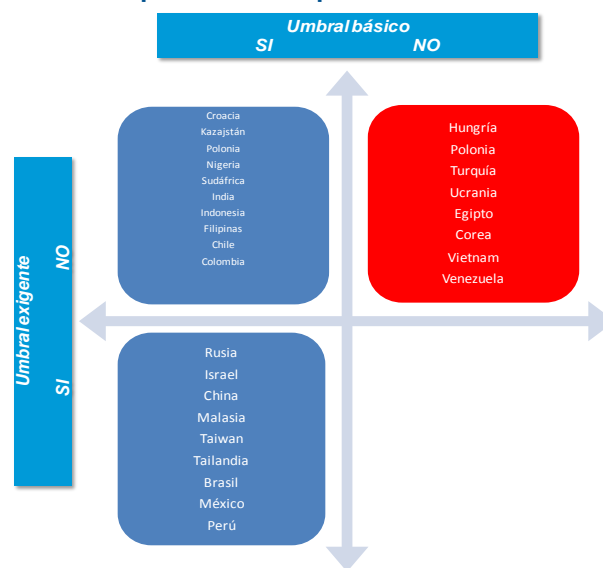
En este caso, procede realizar una adaptación del cálculo de los indicadores, ya que, lógicamente, la PS que se considera es hipotética. Específicamente, el umbral básico se define en este caso como la capacidad de hacer frente a una PS equivalente a la que el propio país sufrió en 2008-2009 (en porcentaje del PIB) y a la deuda externa a corto plazo. Por su parte, para la determinación del umbral exigente se calcula la parada súbita de capitales privados equivalente al máximo regional multiplicando el PIB de 2013 por la mayor parada súbita de capitales de la región, como porcentaje del PIB y obtenida de los datos 2008-2009.

Los resultados obtenidos, se detallan a continuación en forma de matriz (los datos detallados están disponibles en el anexo 2). De nuevo, los países analizados pueden encuadrarse en tres grupos. Un primer conjunto lo forman países que superan el umbral exigente (podrían responder a una PS equivalente a la más grave que se dio en su región). El segundo conjunto de países lo integran países que satisfacen el umbral básico (podrían cubrir una PS como la que ellos mismos registraron en 2008-2009).

Finalmente, el cuadrante más relevante es aquel en el que los países considerados no cumplen ni las condiciones de seguridad que establece el umbral básico, implicando, a priori, una notable vulnerabilidad externa.

Es conveniente detenerse un momento en los países que componen este grupo. Junto a países que se pueden entender sin excesivas dificultades como vulnerables (sería, quizás, el caso de Ucrania, Venezuela o Egipto), aparecen otros países que normalmente no se perciben como en situación de excesiva vulnerabilidad como Corea o Polonia. Y también aparecen países que por su importancia regional, como Turquía o Hungría,

Capacidad de respuesta actual



parece justificado plantearse la robustez de los resultados anteriores.

Concretamente, cabe preguntarse qué sucedería si la PS hipotética afectase solo a una parte de las entradas de capitales. ¿Serían los países vulnerables en este caso los mismos que en el ejercicio anterior? También cabe preguntarse cuál es la situación de la balanza corriente, ya que el margen de maniobra es menor si se está en una situación deficitaria.

El caso de una PS centrada en flujos de cartera y créditos bancarios

Empecemos por la primera de las preguntas anteriores: ¿qué sucedería si se restringe la PS a dos tipos de flujos de capitales, los de cartera y los vinculados al crédito bancario? Dichos flujos responden bien, en principio, al calificativo de "arriesgados": los de cartera, por su mayor volatilidad, y los flujos de capitales bancarios (fundamentalmente, créditos) por el actual contexto de dificultades bancarias. Específicamente, estos últimos se considera que comportan mayor riesgo, dado que, en no pocos casos, dichos flujos proceden de países cuyos sistemas bancarios se están viendo presionados para reducir su grado de apalancamiento en general, incluyendo el que deriva de sus operaciones con las economías emergentes⁷.

⁷ Aunque en términos generales los procesos de desapalancamiento son graduales, en circunstancias de aumento brusco de la aversión al riesgo pueden tomar

Pues bien, un reciente estudio del FMI (FMI, 2012), parte precisamente de esta hipótesis y realiza un análisis con la misma finalidad del ejercicio que anteriormente realizamos de determinar economías potencialmente vulnerables. La investigación del Fondo tiene además el valor adicional de proporcionar una estimación del impacto económico de la PS. Concretamente, el FMI trabaja bajo la hipótesis de que se produce una parada súbita de entradas de capitales equivalente a las entradas de capitales de cartera y bancarios registradas durante 2009-2011.

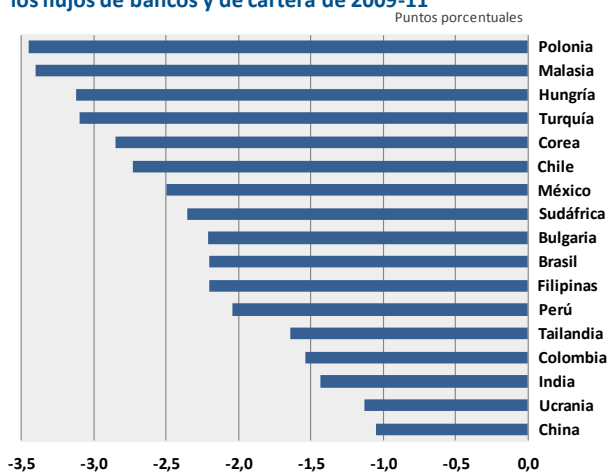
Bajo este supuesto, el desarrollo de los acontecimientos que esperaría el FMI es una fuerte contracción del crédito bancario nacional y un deterioro de la solvencia de la cartera de créditos. Todo ello, en determinadas circunstancias, podría conllevar la necesidad de acometer la recapitalización de ciertas entidades bancarias. Como resultado, la actividad económica se ralentizaría y, probablemente, se produciría una notable presión depreciatoria sobre la divisa nacional. Para hacer frente a esta depreciación excesiva cabría esperar una intervención significativa en el mercado cambiario y la consecuente pérdida de reservas internacionales. Como resultado de la depreciación, se generarían tensiones sobre la solvencia de los deudores nacionales (familias, Gobierno, empresas y bancos) cuyas deudas estuviesen denominadas en divisa extranjera.

En términos cuantitativos, los dos principales resultados que arroja la simulación del FMI están presentados en los gráficos siguientes: el retroceso del crecimiento y del crédito. Concretamente, el FMI estima que, en el promedio del conjunto de las economías estudiadas, el crecimiento del PIB en la situación de PS durante el año siguiente a la misma sería 2,3 puntos porcentuales menor que en ausencia de la crisis. Por lo que se refiere a la evolución del crédito, y siempre referido al promedio conjunto de las economías analizadas, este retrocedería en un valor equivalente al 3,8% del PIB.

Más allá de estos resultados conjuntos, es interesante señalar qué países considera el FMI como más afectados por una hipotética PS de flujos de cartera y bancarios (el resultado que, recordemos, queremos comparar con nuestro

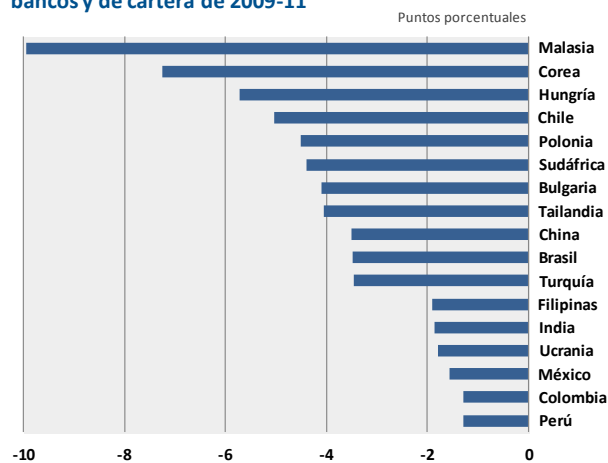
un carácter más súbito. Así, por ejemplo, entre 2008 y 2007 las entradas de capitales bancarios en las economías emergentes pasaron de 440.000 millones de dólares a 70.000 millones de dólares.

Efecto sobre el crecimiento económico de una reversión de los flujos de bancos y de cartera de 2009-11



Fuente: FMI, 2012.

Efecto sobre el crédito de una reversión de los flujos de bancos y de cartera de 2009-11



Fuente: FMI, 2012.

ejercicio). Aunque la ordenación varía en función de si tomamos como criterio principal la caída de la actividad o el retroceso del crédito, combinando ambos aparecen cinco economías como las que sufrirían los mayores efectos: Malasia, Corea del Sur, Polonia, Chile y Hungría. Comparando ambos ejercicios, el nuestro y el del FMI, y teniendo en cuenta los aspectos cuantitativos (impacto sobre el crecimiento y el crédito, pero también déficit de reservas internacionales), la coincidencia más apreciable es la de Hungría, seguida, a distancia, por Corea y Polonia.

En este punto del análisis recuperamos la segunda de las preguntas con que cerrábamos el apartado anterior, la de cuál es la situación de la balanza corriente. Como se ha comentado antes, la vulnerabilidad externa será superior si la PS se

produce en un país en situación de déficit por cuenta corriente. Para ello se van a integrar la medida de vulnerabilidad externa de nuestro ejercicio (el incumplimiento del umbral básico), el impacto estimado por el FMI y la situación por cuenta corriente.

Tomados en su conjunto los tres indicadores (véase tabla siguiente), puede concluirse que ninguno de los países estudiados ofrece un perfil de riesgo totalmente adverso. Así, de los ocho países identificados como los que disponen de un menor margen de respuesta frente a una PS similar a la de 2008-2009 (recordemos, Hungría, Polonia, Turquía, Ucrania, Egipto, Corea, Vietnam y Venezuela), solo dos, Turquía y Ucrania, registrarán en 2013, además, un déficit corriente elevado. El caso turco, no obstante, puede ser matizable, ya que la notable reconducción del déficit corriente que la economía lleva registrando desde finales de 2011 mitiga su vulnerabilidad.

Visión sintética sobre la capacidad de respuesta frente a una PS

	¿Incumple el umbral básico?	¿Se vería especialmente afectado por reversión de créditos bancarios y de cartera?	¿Cuál es su situación por cuenta corriente (2013)?
Europa			
Croacia			-0,2
Hungría	√	√	1,2
Kazajistán			5,6
Polonia	√	√	-4,2
Rumanía			-4,7
Rusia			1,9
Turquía	√		-8,1
Ucrania	√		-5,2
África y Oriente Medio			
Egipto	√		-2,1
Israel			0,0
Líbano			-13,4
Nigeria			5,3
Sudáfrica			-5,5
Asia			
China			2,6
India			-2,9
Indonesia			-0,9
Corea	√	√	1,5
Malasia		√	10,5
Filipinas			1,0
Taiwan			8,4
Tailandia			1,4
Vietnam	√		-1,4
América Latina			
Brasil			-3,2
Chile		√	-2,4
Colombia			-2,4
México			-0,9
Perú			-1,9
Venezuela	√		5,6

Nota: () Se han destacado en color aquellos países con déficits corrientes superiores al 5% del PIB.*

Fuentes: IIF, Banco Mundial (WDI), Thomson Reuters Datastream, FMI y elaboración propia.

Conclusiones

De reproducirse una PS de intensidad semejante a la acaecida en 2008-2009 las economías emergentes no quedarían uniformemente protegidas del evento. Aunque pueden existir otras formas de aproximarse a la cuestión, es conveniente no perder de vista que por su nivel de reservas internacionales relativamente menor y su grado de endeudamiento externo a corto plazo, Turquía, Hungría, Ucrania, Vietnam, Venezuela o Egipto pueden, en el caso hipotético de producirse una PS grave, sufrir de forma diferenciada.

Esta lista puede, con todo, reducirse si se aplican criterios menos exigentes. Así, si se restringe la PS a los flujos bancarios y de cartera y se toma en consideración su situación por cuenta corriente, que determina la capacidad de respuesta frente a una PS, solo Turquía y Ucrania se mantienen entre las economías con mayor vulnerabilidad externa.

La derivada global, más positiva, es que ninguno de los grandes emergentes muestra excesivas debilidades a priori. Ello tiene importantes repercusiones, ya que evitaría que estas economías, de carácter sistémico por su tamaño e inserción en los flujos comerciales y financieros globales, acabasen actuando como detonante de un fenómeno de alcance más general.

Anexos

ANEXO 1

Capacidad de respuesta financiera frente a la parada súbita de capitales privados en 2008-2009

(En millones de dólares)

	Reservas internacionales antes de la crisis (2007) [1]	Parada súbita de capitales privados [2]	Deuda externa de corto plazo (2008) [3]	Parada súbita de capitales privados equivalente al máximo regional (*) [4]	Umbral básico [1+2-3]	Umbral exigente [1+4-3]
Europa						
Croacia	13.675	-1.116	8.744	-13.637	3.815	-8.706
Hungría	24.052	-25.801	32.262	-30.424	-34.011	-38.634
Kazajstán (**)	10.062	-6.830	-	-26.411	3.232	-16.349
Polonia	65.734	-26.990	65.919	-104.553	-27.175	-104.738
Rumania	39.956	-30.082	28.660	-39.895	-18.786	-28.600
Rusia	478.762	-167.884	73.600	-325.090	237.277	80.072
Turquía	76.507	-69.316	53.104	-144.629	-45.913	-121.226
Ucrania	32.479	-35.153	20.636	-35.153	-23.310	-23.310
África y Oriente Medio						
Egipto	31.374	-8.607	2.843	-9.704	19.925	18.827
Israel (**)	28.519	-8.627	-	-11.872	19.891	16.647
Libano (**)	8.492	1.105	-	-1.771	9.598	6.721
Nigeria (**)	32.509	-923	-	-12.249	31.586	20.260
Sudáfrica	32.943	-16.296	17.937	-16.296	-1.290	-1.290
Asia						
China	1.534.354	-28.175	187.188	-899.472	1.318.991	447.694
India	273.859	-58.161	43.821	-254.429	171.877	-24.391
Indonesia	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
Malasia	101.313	-38.877	22.800	-45.968	39.636	32.545
Filipinas	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
Tailandia	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
América Latina						
Brasil	180.334	-59.008	28.220	-107.846	93.105	44.268
Chile	16.842	-7.059	17.849	-11.752	-8.066	-12.759
Colombia	20.952	-4.428	5.633	-15.684	10.891	-364
México	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
Venezuela	34.286	-11.739	19.566	-20.287	2.980	-5.568

Notas: (*) La parada súbita de capitales privados equivalente al máximo regional se calcula multiplicando el PIB de 2008 del país en cuestión por la mayor parada súbita de capitales de la región (como porcentaje del PIB). (**) No se reporta la deuda externa de corto plazo para 2008. Los cálculos subsiguientes se realizan asumiendo un valor igual a cero para esta variable. Ello implica una cierta minusvaloración de los umbrales de riesgo.

Fuentes: IIF, Banco Mundial (WDI), Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

ANEXO 2**Capacidad de respuesta financiera actual frente a una parada súbita de capitales privados**

(En millones de dólares)

	Reservas internacionales antes de la crisis (2012) [1]	Parada súbita de capitales privados (*) [2]	Deuda externa de corto plazo (2013) [3]	Parada súbita de capitales privados equivalente al máximo regional (**) [4]	Umbral básico [1+2-3]	Umbral exigente [1+4-3]
Europa						
Croacia	17.085	-912	8.712	-11.047	7.460	-2.675
Hungría	48.172	-22.189	48.242	-25.940	-22.259	-26.010
Kazajstán (***)	21.450	-10.817	-	-41.466	10.634	-20.015
Polonia	106.565	-26.460	80.720	-101.618	-615	-75.773
Rumanía	55.906	-25.229	28.664	-33.171	2.013	-5.929
Rusia	547.321	-216.263	82.740	-415.171	248.318	49.409
Turquía	104.473	-79.695	97.613	-164.856	-72.835	-157.996
Ucrania	29.914	-34.851	34.035	-34.552	-38.972	-38.673
África y Oriente Medio						
Egipto	15.515	-13.273	3.714	-22.597	-1.472	-10.796
Israel (***)	75.694	-10.170	-	-21.131	65.524	54.563
Nigeria (***)	26.524	-1.354	-	-27.144	25.170	-620
Sudáfrica	51.812	-24.606	14.816	-37.153	12.390	-157
Asia						
China	3.447.501	-56.852	518.941	-2.332.980	2.871.708	595.581
India	307.144	-97.905	76.724	-550.537	132.515	-320.116
Indonesia	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
Malasia	156.733	-54.897	56.127	-83.436	45.709	17.170
Filipinas	74.015	-25.219	7.430	-67.055	41.366	-470
Taiwan	406.702	-6.234	115.184	-128.382	285.284	163.137
Tailandia	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
América Latina						
Brasil	382.454	-92.442	40.189	-152.295	249.823	189.971
Chile	42.088	-10.593	27.052	-15.897	4.443	-861
Colombia	32.101	-6.684	13.353	-21.341	12.064	-2.593
México	160.986	-57.228	32.867	-74.457	70.891	53.662
Perú (***)	30.858	-13.015	-	-11.732	17.843	19.126
Venezuela	25.437	-13.567	14.886	-21.135	-3.016	-10.584

Notas: (*) La parada súbita de capitales privados se calcula multiplicando el PIB de 2013 por la cifra reportada en la crisis de 2008 correspondiente a la parada súbita de cada país (como porcentaje del PIB). (**) La parada súbita de capitales privados equivalente al máximo regional se calcula multiplicando el PIB de 2013 por la mayor parada súbita de capitales de la región, como porcentaje del PIB. (***) No se reporta la deuda externa de corto plazo estimada para 2013. Los cálculos subsiguientes se realizan asumiendo un valor igual a cero para esta variable. Ello implica una cierta minusvaloración de los umbrales de riesgo.

Fuentes: IIF, Banco Mundial (WDI), Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Referencias

Berthaud, Fabrice y 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 y 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 y Rudy Loo-kung; "Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance against Sudden Stop", National Bureau of Economic Research, Working Paper 18219, 2012.

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

Fondo Monetario Internacional (FMI); "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?", International Monetary Fund, 2010.

Fondo Monetario Internacional (FMI); "Sovereigns, Banks and Emerging Markets: Detailed Analysis and Policies", en International Monetary Fund (Eds.), *Global Financial Stability Report*, April 2012.