



CRISIS EXTERNAS Y TENSIONES FINANCIERAS POSTERIORES A LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Indicadores de condiciones
financieras de la UNCTAD y
vulnerabilidades financieras en
mercados emergentes



NACIONES UNIDAS



CRISIS EXTERNAS Y TENSIONES FINANCIERAS POSTERIORES A LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Indicadores de condiciones
financieras de la UNCTAD y
vulnerabilidades financieras en
mercados emergentes



NACIONES UNIDAS
Ginebra, 2019

© 2019, Naciones Unidas

Esta obra está disponible en acceso abierto respetando los términos de la licencia Creative Commons creada para las organizaciones intergubernamentales y que puede consultarse en <https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/igo/deed.es>.

Los resultados, interpretaciones y conclusiones expresados en ella son únicamente del autor y no reflejan necesariamente las opiniones de las Naciones Unidas, sus funcionarios o Estados Miembros.

La designación empleada y la presentación de material en cualquiera de los mapas no suponen la expresión de ninguna opinión por parte de las Naciones Unidas sobre la condición jurídica de ningún país, territorio, ciudad o zona o sobre sus autoridades, ni respecto de la delimitación de sus fronteras o límites.

Se autorizan fotocopias y reproducciones de extractos atribuyendo adecuadamente los créditos correspondientes.

Publicación de las Naciones Unidas preparada por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo.

UNCTAD/GDS/2018/1

Índice

Introducción	1
La necesidad de nuevas herramientas para monitorear las tensiones financieras	3
Indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD	5
La frecuencia cada vez mayor de los episodios de tensiones financieras	7
Mayor sincronización de los episodios de tensión financiera en los países emergentes	10
La fuerza generadora de los factores externos	12
Reducción del ritmo de adquisición de bonos de la Reserva Federal (<i>Fed taper tantrum</i>) en 2013	13
El hundimiento de los precios de los productos básicos (2014)	14
La crisis del renminbi (2015)	16
Incertidumbre política en el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte y los Estados Unidos de América (2016)	17
La apreciación del dólar estadounidense y la espiral de tensiones comerciales (2018)	19
Conclusión	21
Anexo 1	23
Anexo 2	29
Referencias	34

Gráficos

Gráfico 1	Cobertura de los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD (2018)	6
Gráfico 2	Sincronización de los episodios de tensión financiera por periodo de tiempo	10
Gráfico 3	La evolución de los flujos netos de inversión de cartera en varios países sometidos a tensiones financieras en 2000-2018	11
Gráfico 4	Evolución acumulativa de los indicadores de condiciones financieras: <i>Fed taper tantrum</i>	14
Gráfico 5	Evolución acumulativa de los indicadores de condiciones financieras: crisis de los productos básicos	15
Gráfico 6	Evolución acumulativa de los indicadores de condiciones financieras: crisis del renminbi	17
Gráfico 7	Evolución acumulativa de los indicadores de condiciones financieras: crisis de 2016	18
Gráfico 8	Evolución acumulativa de los indicadores de condiciones financieras: oleada de ventas en los mercados emergentes	20
Gráfico 1	Indicador de la UNCTAD sobre condiciones financieras en la Argentina	23
Gráfico 2	Indicador de la UNCTAD sobre condiciones financieras en el Brasil	24
Gráfico 3	Indicador de la UNCTAD sobre condiciones financieras en la India	25
Gráfico 4	Indicador de la UNCTAD sobre condiciones financieras en Indonesia	26
Gráfico 5	Indicador de la UNCTAD sobre condiciones financieras en Sudáfrica	27
Gráfico 6	Indicador de la UNCTAD sobre condiciones financieras en Turquía	28

Cuadros

Cuadro 1	Porcentaje de meses transcurridos en situación de tensión financiera moderada o alta	8
Cuadro 2	Porcentaje de meses transcurridos en situación de alta tensión financiera	8
Cuadro 3	Variaciones de los tipos medios de cambio efectivos reales, índice de productos básicos de Standard and Poor's Goldman Sachs y diferenciales entre bonos soberanos a diez años de los Estados y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a diez años	12
Cuadro 1	Matriz cromática: economías emergentes (2013)	29
Cuadro 2	Matriz cromática: economías emergentes (2014)	30
Cuadro 3	Matriz cromática: economías emergentes (2015)	31
Cuadro 4	Matriz cromática: economías emergentes (2016)	32
Cuadro 5	Matriz cromática: economías emergentes (2018)	33

Reconocimientos

El presente informe fue preparado por Rachid Bouhia, autor principal, y Daniel Munévar Sastre de la Subdivisión de Deuda y Financiación del Desarrollo de la División de Globalización y Estrategias de Desarrollo de la UNCTAD. Los autores quieren expresar su agradecimiento a las personas siguientes: Stephanie Blankenburg, Jefa de la Subdivisión de Deuda y Financiación del Desarrollo, por sus observaciones y orientación general; Yihong Gong y Jinghong Wang, por su ayuda en la recopilación y tratamiento de los datos, y Beulah Chelva, por su apoyo en la programación estadística.

Lucy Deleze-Black se encargó de la edición editorial y Magali Studer de la portada y el diseño gráfico.

Introducción

Transcurridos diez años desde la crisis global, el sistema financiero sigue erigiéndose en una espada de Damocles que pende sobre la economía mundial. La creación de nuevos organismos de supervisión nacionales e internacionales, así como la implementación de reformas financieras, ha conseguido sin ningún género de duda una elevación de los requisitos mínimos de capital de los bancos y han reducido su exposición a determinados activos de riesgo. Sin embargo, siguen sin abordarse muchos de los riesgos financieros y sigue sin prestarse la atención que merecen sus correas de transmisión a la economía real. Paradójicamente, los bancos más grandes han crecido aún más (Standard and Poor's Global, 2017), especialmente en los países desarrollados, gracias a los fondos públicos destinados a rescatar al sector financiero. Las nuevas medidas regulatorias no han impedido la propagación de activos financieros tóxicos. Entretanto, la banca en la sombra ha seguido creciendo y ya representa un negocio calculado en 160 billones de dólares (Consejo de Estabilidad Financiera, 2018), esto es, un negocio que duplica en tamaño a la economía mundial.

Los mercados emergentes y las economías en desarrollo se ven particularmente expuestas a los peligros que suscitan el crecimiento incontrolado e inestable del sector financiero. La explosión de la deuda privada en estos países, alimentada por la persistente creencia en el desacoplamiento, en conjunción con la implacable búsqueda de altas rentabilidades por parte de los inversores, se está convirtiendo en un más que serio motivo de preocupación. La parte correspondiente a estas economías de los stocks de deuda mundiales aumentó del 7 % en 2007 al 26 % en 2017, mientras que el crédito a sociedades no financieras como porcentaje del producto interno bruto (PIB) aumentó del 56 % en 2008 al 105 % en 2017 (Naciones Unidas, 2018). La disponibilidad de liquidez a bajo costo en los mercados de los países desarrollados propició un recalentamiento de los mercados de activos que conllevó una desconexión fundamental entre el sistema financiero y la economía real. Además, el aumento de la deuda privada de las sociedades no financieras no reactivó la inversión productiva, que se ha estancado en casi todas partes (UNCTAD, 2018). Aunque los precios de los activos se han disparado hasta niveles insostenibles, los salarios nominales han aumentado en mucho menor medida e incluso se han estancado en numerosos países. El actual proceso de emancipación del sector financiero de la economía real alimenta una espiral de deuda y propicia un crecimiento económico impulsado principalmente por la atonía de la demanda de los hogares, que sólo se ha mantenido por las sucesivas burbujas de deuda.

Dado el carácter singular de esos riesgos y debilidades financieras observadas en el período posterior a 2008, cabe plantearse la pregunta de hasta qué punto los países en desarrollo se han pertrechado para hacer frente a los numerosos peligros que los acechan por el camino. En este contexto, seis países emergentes han recibido últimamente una gran atención, entre ellos, la Argentina, que hace poco se vio sumida en su peor crisis financiera. Los otros, a los que a menudo se les denomina los “cinco frágiles”, son el Brasil, la India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía. En los últimos diez años, sus economías nacionales se han visto gravemente afectadas por los desequilibrios e inestabilidades en el ámbito financiero internacional, que se tornaron particularmente problemáticas apenas se conocieron las expectativas de un endurecimiento de las condiciones monetarias en los Estados Unidos de América, lo que desencadenó a su vez varios episodios de drásticas salidas de capitales, además de una importante depreciación de sus monedas. A su vez, la depreciación a menudo no solo deriva en una inflación galopante, sino que también ejerce una mayor presión sobre la sostenibilidad de la deuda en moneda extranjera, cuya proporción en la deuda total de los países emergentes no cesa de aumentar.

Los mercados emergentes y las economías en desarrollo se ven expuestas muy especialmente a los peligros del crecimiento incontrolado e inestable del sector financiero.

1. UNCTADstat; puede consultarse en <http://unctadstat.unctad.org/EN/> (página consultada el 25 de enero de 2019).

Además, la ansiedad que provocan estas economías emergentes aumenta por el hecho de que se pensaba que estaban suficientemente protegidas contra crisis financieras exógenas.

La suerte de estas economías es crucial, ya que en 2017 representaron en conjunto el 9,3 % aproximadamente del PIB mundial¹ —y el 15,6 % del PIB mundial a valores de paridad de poder adquisitivo (Fondo Monetario Internacional, 2018). Esto hace que adquieran, si cabe, una mayor pertinencia los temores de contagio, así como la inquietud suscitada por la posibilidad de que alguna de estas economías llegue a ser el “paciente cero” de una nueva crisis económica mundial. No cabe duda de que la rápida proliferación de las medidas de liberalización de la cuenta de capital ha agudizado la exposición de las economías tanto desarrolladas como en desarrollo ante los avatares y vicisitudes financieras, pero, además, crece la ansiedad que provocan estas economías emergentes por el hecho de que se pensaba que estaban suficientemente protegidas contra crisis financieras exógenas. Desde finales de los años noventa del siglo pasado, y tras casi 20 años de crisis financieras intermitentes, no se ha dejado de instar a estas economías a que adopten medidas de tipos de cambio flotantes y mejoren sus balances, acompañadas principalmente por arduos esfuerzos por acumular constantemente reservas de divisas. Aunque estas medidas han fortalecido su resiliencia a los choques externos, obviamente no consiguen proporcionar la estabilidad financiera prometida, especialmente en la actual era de la hiperglobalización.

Ante este telón de fondo, parecería que las seis economías emergentes que aquí se examinan tienen poco margen de maniobra para defender sus monedas y reducir las salidas de capitales. En la mayoría de los casos, los importantes incrementos de los tipos de interés internos en muchas de estas economías no han servido para contener los flujos de capital, al tiempo que han ralentizado la economía nacional, reforzando así las tónicas bajistas derivadas de las tendencias al estancamiento secular y abriendo la puerta a la posibilidad de unas guerras comerciales mundiales prolongadas. En un contexto más amplio como este, las crecientes dificultades a las que se enfrenta este grupo de países en desarrollo de ingreso medio-alto también pueden convertirse en un caso de estudio para los países de ingresos más bajos, lo que no augura nada bueno para la continuidad de su integración financiera.

El objetivo de la presente publicación es medir y rastrear las tensiones financieras en estas seis frágiles economías emergentes tras la crisis financiera global de 2008, utilizando los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD. En la siguiente sección se defiende la necesidad de contar con mejores instrumentos para medir las tensiones financieras en el contexto de la creciente inestabilidad y complejidad de los mercados financieros tanto internacionales como nacionales. En la tercera sección se presentan de manera somera los indicadores de la UNCTAD y se establece una comparación entre ellos y los índices de inestabilidad financiera existentes. A continuación, se esboza un panorama general de los episodios de tensión financiera que se han producido en las seis economías seleccionadas desde el inicio de la crisis financiera global. En el presente informe se examina además la probabilidad de una sincronización de esos episodios de tensión entre países, el papel que desempeñan los factores externos de inestabilidad financiera y la capacidad de resiliencia de los países ante una crisis exógena.

La necesidad de nuevas herramientas para monitorear las tensiones financieras

Evaluar y monitorear las tensiones financieras son elementos cruciales para ayudar a los países emergentes a conseguir un mayor espacio de políticas en este ámbito. Los países desde hace mucho tiempo realizan sus evaluaciones de riesgo utilizando un conjunto limitado de indicadores macroeconómicos, entre los que figuran principalmente el tipo de cambio, el saldo de la cuenta corriente, el saldo fiscal y los niveles de endeudamiento externo, que por lo general se analizan de forma aislada y con un énfasis diferente en función del paradigma económico predominante. Sin embargo, este *modus operandi*, en el que se inspiró la primera generación de sistemas de alerta temprana, ha dejado de ser adecuado en la época posterior a la crisis financiera global, en la que las premisas sobre la mayor o menor armonía de los movimientos conjuntos de estas variables macroeconómicas son claramente inadecuadas y los indicadores convencionales pueden emitir señales confusas sobre la solidez financiera real. Es posible que estos indicadores tampoco constituyan una radiografía completa de los diversos mecanismos subyacentes en las recurrentes tormentas financieras que afectan a los países emergentes.

El desafío es aún más intimidante en la práctica, pues persisten obstáculos estadísticos que es preciso despejar para superar la falta de calidad de los datos financieros de los países en desarrollo y porque, al mismo tiempo, muchos países en desarrollo prosiguen con rapidez su integración en unos mercados financieros internacionales cada vez más complejos. Además, sistemas financieros en las economías en desarrollo también han adquirido una mayor complejidad y tienen planteados desafíos que trascienden las normales preocupaciones que suscita la sostenibilidad de la deuda soberana, habitualmente relacionadas con las crisis financieras en el Sur.

Si bien en los últimos 40 años apenas se han observado cambios en el principal factor desencadenante de las crisis financieras en el Sur —en el Norte tras cada recesión se endurecieron las condiciones monetarias, principalmente en los Estados Unidos, y hubo efectos concomitantes en la dirección de los flujos de capitales internacionales— se han multiplicado las potenciales correas de transmisión de problemas financieros y ha crecido considerablemente el repertorio de escenarios de un incremento de la escala de las tensiones, por cuanto los mercados financieros internacionales se han hiperliberalizado y los mercados financieros internos han experimentado un rápido crecimiento en muchas economías en desarrollo. En las últimas décadas, los flujos de capitales internacionales se han diversificado promoviendo una mayor volatilidad de las carteras, así como de las otras inversiones, y se han visto frecuentemente afectados por, en este orden, el tipo de interés de los fondos federales, la rentabilidad del bono estadounidense a diez años y el tipo de cambio del dólar. Ahora es mucho más difícil que antes comprender cuál de estos tres indicadores de condiciones financieras es crucial para detectar el desencadenamiento de nuevos episodios de tensión financiera en las economías emergentes.

Asimismo, han aparecido nuevas vías hacia una exposición de alto riesgo en el ámbito interno, pues los inversores extranjeros han tomado posiciones más importantes en las clases de activos tradicionalmente controlados por agentes nacionales y se ha

Los sistemas financieros en las economías en desarrollo también han adquirido una mayor complejidad y tienen planteados desafíos que trascienden las normales preocupaciones que suscita la sostenibilidad de la deuda soberana, habitualmente relacionadas con las crisis financieras en el Sur.

ampliado la presencia de la banca extranjera. Cuando los activos nacionales —por lo general, bienes inmuebles, acciones y otros activos financieros— están garantizados, las operaciones de margen (*margin trading*) pueden rápidamente ocasionar un apalancamiento excesivo. A la creciente proporción de activos que son propiedad de residentes en el extranjero y la consiguiente probabilidad de una rápida fuga de capitales cuando bajan los precios hay que sumar el potencial que ya de por sí tienen los países en desarrollo para experimentar problemas. La inestabilidad de los mercados de divisas y de activos también se ha agudizado desde 2008 debido al fin del superciclo de los productos básicos, lo que ha acarreado una constante presión bajista sobre los precios internacionales de estos productos, de los que muchos países en desarrollo siguen siendo muy dependientes.

El ensanchamiento de la brecha entre la creciente complejidad de los mecanismos que sustentan la inestabilidad financiera y la escasez de instrumentos fiables de medición supone un serio desafío cuando se trata de analizar la aparición de tensiones financieras en el Sur. Esta situación comporta un costo para los países en desarrollo. Supone también una dificultad para que los inversionistas internacionales puedan adoptar con clarividencia decisiones sobre el modo de asignar sus recursos de manera inteligente y frecuentemente provoca una espiral de pánico y efectos desestabilizadores en unos mercados ya de por sí debilitados. Al mismo tiempo, los encargados de formular políticas tienen dificultades para anticipar las crisis y adoptar las medidas adecuadas para mitigar sus consecuencias. El tiempo de respuesta es a menudo demasiado largo y lo más probable es que las medidas anticíclicas surtan su efecto incluso durante una suave recuperación del ciclo económico, provocando resultados adversos. Esta brecha estadística y metodológica también ha permitido que se conceda demasiada importancia a las calificaciones del crédito soberano emitidas por las calificadoras de crédito y que frecuentemente emplean los participantes en el mercado, al considerarlas como una calificación de hecho de la situación financiera. Sin embargo, varios estudios han demostrado que esas calificaciones no han servido para predecir satisfactoriamente los distintos casos de crisis financiera (UNCTAD, 2015).

Indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD

Aunque existe una amplia bibliografía sobre las cuestiones de la estabilidad financiera de los países en desarrollo, se han hecho algunos intentos sistemáticos para elaborar una metodología para crear índices compuestos de tensiones financieras en un gran número de países emergentes. Además de los indicadores de la UNCTAD sobre condiciones financieras, en el plano internacional existen otras dos importantes iniciativas institucionales: el índice de tensiones financieras en los mercados emergentes del Fondo Monetario Internacional (FMI) y, más recientemente, el puntaje del riesgo macroeconómico para los mercados emergentes de J.P. Morgan. El primero analiza 19 países en desarrollo y se basa en la labor desarrollada por Balakrishkan y otros (2011) y Cardarelli y otros (2011). Se fundamenta en cinco indicadores: el índice de presión sobre el mercado cambiario, el coeficiente beta del sector bancario, los rendimientos del mercado bursátil, la volatilidad del mercado bursátil y los diferenciales de deuda soberana. El puntaje del riesgo macroeconómico de los mercados emergentes se explica en Szentivanyi y Wong (2018) y se calcula para 23 países emergentes. Emplea 11 métricas, agrupadas en siete amplias categorías de posición cíclica. Son las siguientes: la posición cíclica, la balanza básica, el saldo fiscal, la deuda pública general, la deuda externa, la suficiencia de reservas y el riesgo político.

Aunque estos indicadores difieren en las variables seleccionadas y en la mayor amplitud de los aspectos macroeconómicos subyacentes, comparten una metodología común que limita su capacidad para medir las tensiones financieras. El índice de tensiones financieras en los mercados emergentes es una varianza media ponderada y el puntaje del riesgo macroeconómico en los mercados emergentes es una variable normalizada (variable transformada a puntaje *z*) calculada a partir de la desviación típica respecto de la media de cada indicador utilizando coeficientes de igual ponderación. En ambos casos, los indicadores se derivan de una especificación estática y se calibran con ponderaciones *a priori* elegidas de manera arbitraria. Por ejemplo, no hay ningún motivo aparente de que la contribución del riesgo político a las tensiones financieras tenga que ser tan importante como el saldo fiscal, ni tampoco es probable que se mantenga constante a lo largo del tiempo. Ambos indicadores también pueden presentar un sesgo por una correlación serial. Como podría haber cierto grado de superposición de la información revelada por cada una de las variables de la muestra seleccionada, es probable que otorguen una prominencia excesiva o no suficiente a algunos factores no observados, aunque cruciales. Por ejemplo, el tipo de interés o los tipos de interés internos, que no están directamente incluidos, es probable que influyan simultáneamente en muchos de los subcomponentes de estos índices de modo que su efecto puede ser contabilizado en múltiples ocasiones. En resumen, la selección de ponderaciones *a priori* equivale a asumir importantes supuestos teóricos sobre la dinámica de la inestabilidad financiera y su interrelación con otros fenómenos macroeconómicos en el análisis sin enunciarlos expresamente.

Si bien los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD son también un índice compuesto que conjuga un gran conjunto de variables financieras, se diferencian de estos dos índices en su elección de la metodología, al basarse en un modelo factorial dinámico. El modelo es un método econométrico que ha experimentado importantes avances en los últimos años en su capacidad para realizar predicciones económicas (Doz y otros, 2011 y 2012; Stock y Watson, 2011) y presenta varias ventajas sobre los índices basados en medias ponderadas. Y lo que es más importante, el modelo

Si bien estos indicadores de la UNCTAD también son índices compuestos que conjugan un gran conjunto de variables financieras, se diferencian de otros índices por su elección de la metodología al basarse en un modelo factorial dinámico.

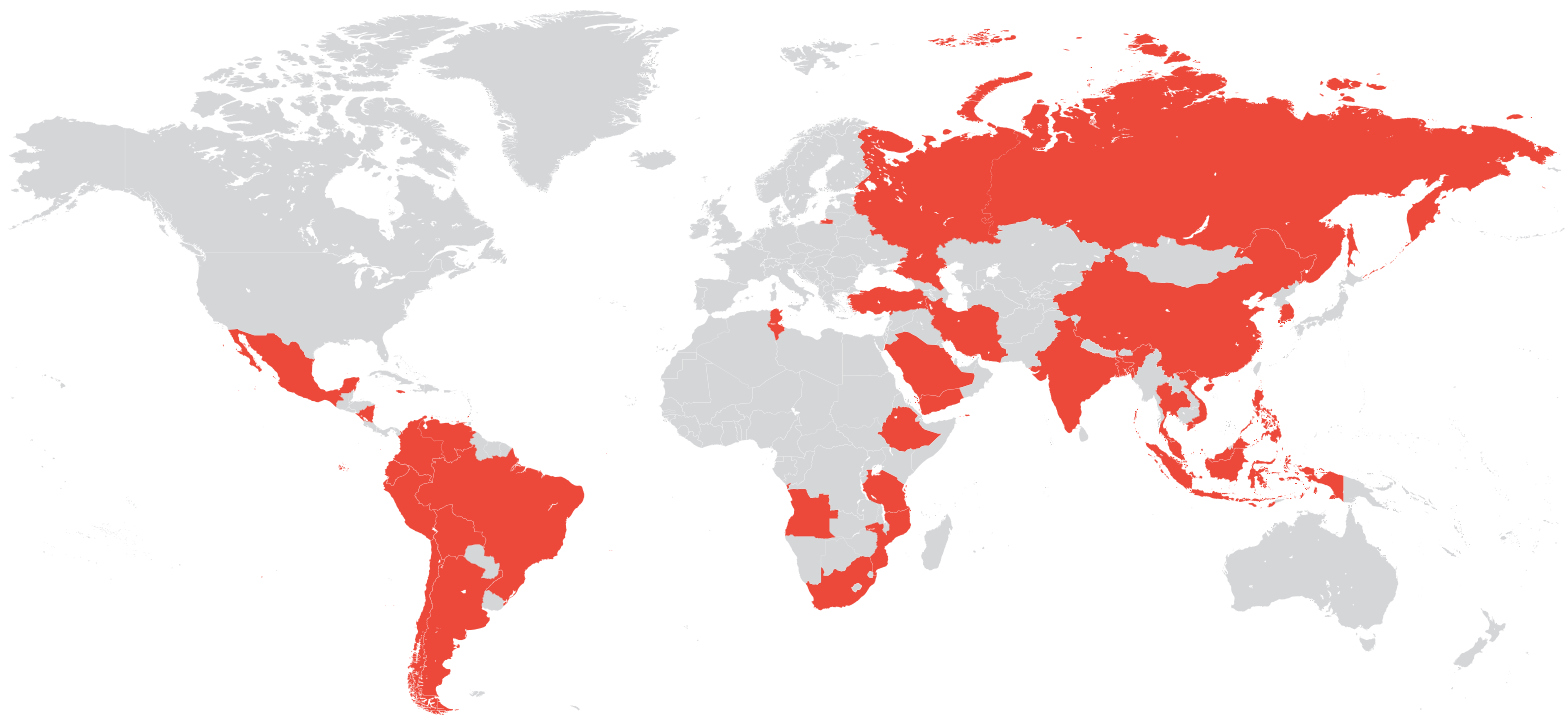
no se basa en ideas preconcebidas sobre relaciones teóricas entre variables o sobre las fuentes de la inestabilidad financiera. Asimismo, los indicadores la UNCTAD sobre condiciones financieras permiten abordar distintas formas de correlación serial. Además, son especialmente idóneos para tratar con valores ausentes y datos de panel incompleto, que son comunes en los conjuntos de datos procedentes de los países en desarrollo. Bicchetti y Neto (2018) profundizan en la metodología empleada para la elaboración de los indicadores de la UNCTAD sobre las condiciones financieras.

Conjugan 13 variables financieras que pueden dividirse en dos categorías amplias: factores externos e internos. Entre los primeros figuran los flujos netos de capital, los tipos de cambio, los precios de los productos básicos y los diferenciales calculados entre los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y los bonos del Estado a diez años. Entre los factores internos destacan el tipo de interés interno (tipo preferencial), los rendimientos de los bonos del Estado, los indicadores de la curva de rentabilidad, las ratios de cobertura del servicio de la deuda del sector privado, los índices de las bolsas de valores, los índices del sector financiero, los índices del sector inmobiliario, los precios de los inmuebles residenciales y los índices de volatilidad. La contribución de cada variable está definida *ex post* por el modelo factorial dinámico y varía de un país a otro y a lo largo del tiempo.

La UNCTAD ha elaborado indicadores de condiciones financieras para 32 países en desarrollo y países con economías en transición de varias regiones del mundo (gráfico 1). Los indicadores se actualizan mensualmente. En la presente publicación se presentan los indicadores de un grupo seleccionado de seis países emergentes (anexo I) elaborados desde enero de 2000 a noviembre de 2018.

GRÁFICO 1

Cobertura de los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD (2018)



■ Cobertura de los indicadores.

Fuente: UNCTAD.

La frecuencia cada vez mayor de los episodios de tensiones financieras

Como se mencionó anteriormente, uno de los principales objetivos del indicador de condiciones financieras es ayudar a los encargados de la formulación de políticas y los inversionistas a dilucidar si una economía atraviesa por una fase de tensiones financieras y si puede haber superado un nivel que suscite preocupación. Si el indicador cae drásticamente —como así ocurrió con los indicadores de la UNCTAD de condiciones financieras de todos los países inmediatamente antes y durante la crisis financiera global de 2008— no cabe duda de que las tensiones financieras han alcanzado un nivel alarmante. Otras veces, no obstante, no queda tan claro si el indicador se sitúa en una zona roja. El problema puede abordarse de tres maneras distintas.

El primer enfoque, que es el adoptado por el Fondo Monetario Internacional, consiste en reconocer la existencia de un episodio de tensión financiera tan pronto como el indicador es superior a la media histórica de un determinado número de desviaciones típicas. El Fondo Monetario Internacional (FMI) utiliza como punto de corte una desviación típica superior a la media. Una limitación que presenta este método es que el número de desviaciones típicas que propician que el indicador sobrepase la media en una determinada fecha puede variar considerablemente una vez actualizada la muestra con nuevas observaciones, especialmente cuando los valores son extremos. Así pues, puede ocurrir que un mismo mes pueda ser catalogado en un primer momento como uno de alta tensión financiera y que a raíz de la inclusión de nuevas observaciones pueda considerarse que se trata de uno de baja tensión.

Comparar el indicador con su valor en un episodio pretérito bien definido que pueda servir de punto de referencia es el segundo enfoque para caracterizar las tensiones financieras. Por ejemplo, en el caso de la Argentina, se podría admitir que se está ante un episodio de tensión financiera cuando el valor del índice es igual o superior al máximo histórico registrado en diciembre de 2001, que es la fecha en que tuvo lugar la primera suspensión de pagos en el período abarcado, si el indicador de condiciones financieras claramente lo asume como valor máximo local. Este enfoque presenta la ventaja de verse menos afectado que el método de la desviación típica cuando se incorporan nuevas observaciones. Esta forma de interpretar el indicador tiene su lógica si el análisis se va a llevar a cabo en un único país, pero la especificidad del episodio de referencia de cada país puede dificultar y/o sesgar las comparativas entre países. Emplear acontecimientos de alcance mundial, como la crisis financiera global, que son, por lo general, más extremos e intensos, normalmente comportaría descartar cualquier otro posible episodio de tensión financiera.

Una tercera estrategia para definir un período de tensión financiera que se podría emplear es fijar un punto de corte en términos de cuartiles. Si se opta por el primer cuartil, se podría catalogar que un mes es indicativo de tensiones financieras si el valor correspondiente del indicador de condiciones financieras es inferior o igual al valor de dicho indicador en el 25 % de todos los meses recogidos en la muestra. Una de las ventajas de este método es la conocida propiedad estadística de que incluir observaciones extremas tiene un impacto mucho menor en los cuartiles de una muestra —o en cualquier otro cuartil de la muestra— que en la desviación típica. Consiguientemente, es menos probable que el grado de tensión financiera de un mes experimente cambios una vez la muestra actualizada. Además, el punto de corte no está sujeto a la especificidad de un país y puede aplicarse de manera más homogénea y coherente en distintos países.

Uno de los principales objetivos de un indicador de condiciones financieras es ayudar a los encargados de la formulación de políticas y los inversionistas a dilucidar si una economía atraviesa por una fase de tensiones financieras y si puede haber superado un nivel que suscite preocupación.

CUADRO 1**Porcentaje de meses transcurridos en situación de tensión financiera moderada o alta**

Período de tiempo	Argentina	Brasil	India	Indonesia	Sudáfrica	Turquía	Promedio
2000-2007	17	23	17	20	17	18	18
2008-2018	31	27	31	29	31	31	30
De los que en 2009-2012	17	8	18	2	15	0	10
y en 2013-2018	31	32	25	35	32	42	33

Fuente: Los cálculos de los autores se basan en los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD.

Es por este motivo por el que este último enfoque es el que se adopta en la presente publicación, donde se asume que unos puntos de corte del 10 % y el 25 % pueden denotar respectivamente episodios de tensión financiera moderada o elevada y elevada. El uso de dos puntos de corte también posibilita verificar la consistencia de los resultados. En el cuadro 1 se puede observar el porcentaje de meses transcurridos en una situación de moderada o alta tensión financiera, por país, y expresado como promedio, estableciéndose además una distinción con el período posterior a la crisis financiera global de 2000-2007. Destaca el fuerte incremento registrado de un período al otro. Por término medio, en los seis países emergentes el 18 % del período 2000-2007 —un año y cinco meses— transcurrió en una situación de tensión financiera moderada o elevada, en comparación con el 30 %, es decir, tres años y tres meses, en el período 2008-2018². La situación en determinados países es bastante similar, pues se observa una baja dispersión respecto a la media. Los incrementos en el caso del Brasil e Indonesia son ligeramente inferiores a los del resto de países, principalmente porque el punto de partida era mayor, dado que estos dos países experimentaron mayores turbulencias en el período 2000-2007. Esas semejanzas generales evidencian una vez más que estas economías emergentes adolecen de vulnerabilidades financieras similares.

². Hasta noviembre de 2018.

CUADRO 2**Porcentaje de meses transcurridos en situación de alta tensión financiera**

Período de tiempo	Argentina	Brasil	India	Indonesia	Sudáfrica	Turquía	Promedio
2000-2007	7	6	1	7	5	8	6
2008-2018	12	13	17	12	14	11	13
De los que en 2009-2012	0	2	12	0	3	0	3
y en 2013-2018	11	14	7	10	13	13	11

Fuente: Los cálculos de los autores se basan en los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD.

En el cuadro 2 se pone el foco en los episodios de tensión financiera de alta intensidad y se ofrece una imagen comparable. Los episodios de alta tensión financiera aumentaron de un período al otro desde un 6 % por término medio —un semestre— al 13 % —un año y cinco meses. La India destaca por ser el país con el menor número de episodios de tensiones financieras antes de 2008, pero el más prolífico a partir de ese año.

En los cuadros 1 y 2 puede observarse claramente que 2013 supuso un punto de inflexión para esas seis economías emergentes. Al margen del período comprendido entre enero de 2008 y septiembre de 2009, que es el que define la crisis financiera global, los datos ponen de relieve que la mayoría de los episodios de tensión financiera registrados entre 2008 y 2018 tuvieron lugar a partir de 2013. En los años anteriores (2009-2012) se observaron unos niveles de dificultades financieras en su mayor parte inferiores a los del período anterior a la crisis financiera global (2000-2007), aunque este relativo respiro no fue más que el silencioso preámbulo de un período de vulnerabilidades financieras cada vez más acentuadas. El contraste entre estos dos períodos es ostensible en todos los países y extremo en el caso de países como la Argentina, Indonesia y Turquía, que lograron evitar por completo los episodios de alta tensión financiera en el período anterior, pero que han sufrido frecuentes rebrotes de tensión desde entonces. Esta discontinuidad en 2013 es reflejo de cambios importantes en el entorno económico externo de esas economías, como el fin de la expansión cuantitativa en los Estados Unidos. En mayo de 2013, la Reserva Federal dio a entender que reduciría el ritmo de las compras de activos en el marco de su programa de expansión cuantitativa, lo que provocó una fuerte oleada de ventas en las bolsas de los mercados emergentes. El impacto de este episodio (conocido como el *"Fed taper tantrum"*) en cada uno de los seis países se examina con mayor detalle en la última sección.

Al margen del período comprendido entre enero de 2008 y septiembre de 2009, que es el que define la crisis financiera global, los datos ponen de relieve que la mayoría de los episodios de tensión financiera registrados entre 2008 y 2018 tuvieron lugar a partir de 2013.

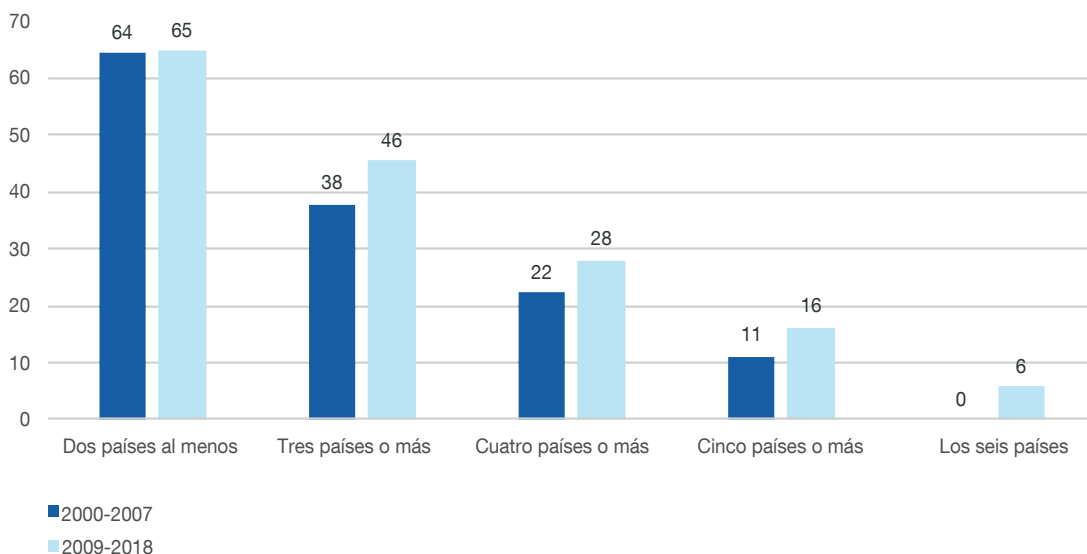
Mayor sincronización de los episodios de tensión financiera en los países emergentes

Otra característica de la época posterior a la crisis financiera global es la mayor sincronización de los episodios de tensión financiera de todos los países. En el gráfico 2 se puede observar la evolución de la probabilidad de un episodio de tensión financiera moderada o alta que afectase a varios países simultáneamente entre el período 2000-2007 y 2009-2018, respectivamente. Si bien en los últimos diez años se registró un menor número de series de tensiones financieras que afectaron a un solo país, ha aumentado la probabilidad de que se generalicen en al menos tres de los países de la muestra. La probabilidad de que los seis países se vean atrapados en una tormenta financiera es ahora del 6 %, mientras que en la década anterior era nula. La inclusión de 2008 en el segundo período naturalmente agranda esa brecha, pues los seis países se vieron afectados por la crisis financiera global. Aunque el tamaño de la muestra es demasiado reducido para extraer conclusiones sobre este particular, se pueden observar algunos patrones regionales en la simultaneidad de las tensiones financieras que vinculan, por ejemplo, a la Argentina con el Brasil, así como a la India con Indonesia. Sin embargo, hasta ahora esos vínculos son menos perceptibles desde 2008. Sería interesante que este resultado se viese confirmado a partir de una muestra más amplia de países.

GRÁFICO 2

Sincronización de los episodios de tensión financiera por período de tiempo

Probabilidad (en porcentaje) de que un episodio de tensión financiera afecte a...



Fuente: Cálculos de los autores a partir de los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD.

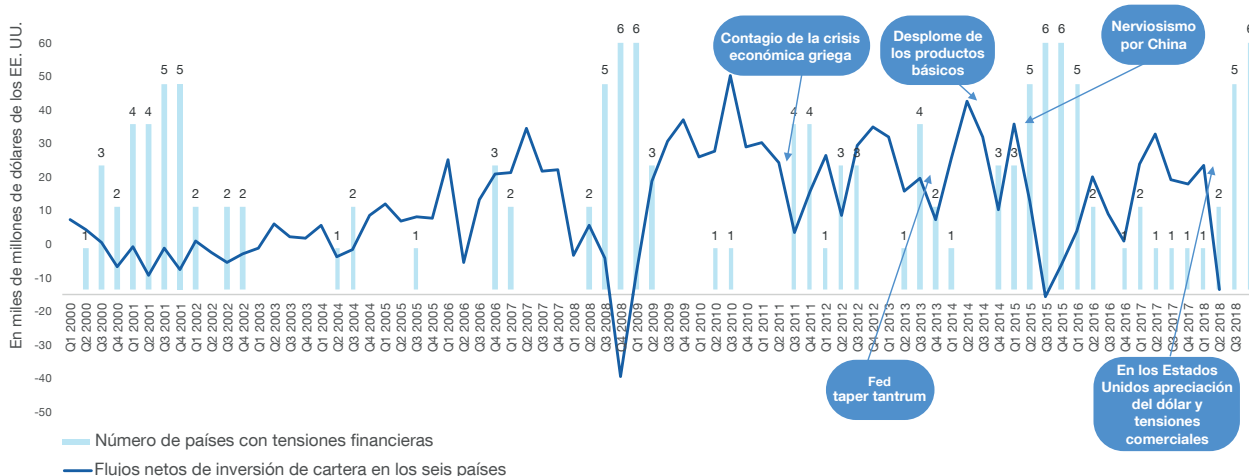
Los episodios de tensión financiera más generalizados invariablemente se producen inmediatamente después de una caída considerable de los flujos netos de capital (gráfico 3). Los seis países registraron cinco casos importantes de retroceso de flujos netos de capitales desde que se iniciara su recuperación de la crisis financiera global. En la mayoría de los casos, las tensiones financieras se desencadenaron en el mes siguiente a la crisis. El primero de ellos tuvo lugar en el primer semestre de 2011 por contagio de la crisis griega y provocó un episodio de tensión financiera que afectó a la Argentina, el Brasil, la India y Sudáfrica. Este episodio se prolongó por un año, lo que dio lugar a una ligera disminución de los flujos netos de capital en 2012. La segunda crisis de los flujos de capitales se desencadenó como consecuencia del *Fed taper tantrum* y afectó al Brasil, la India, Sudáfrica, y muy especialmente, a Indonesia. A esto siguió un tercer episodio de retroceso de los flujos de capitales, a partir de julio de 2014, propiciado por la caída de los precios de los productos básicos que afectó principalmente a los tres principales exportadores de esos productos de la muestra, a saber: Argentina, Brasil y Sudáfrica. Aproximadamente un año después, la devaluación del renminbi y una desaceleración generalizada de la economía china causaron otra importante reducción de los flujos netos de capital, que provocó una tormenta financiera en los seis países, aunque con unas reverberaciones más sostenidas en la Argentina y Sudáfrica

Los seis países experimentaron cinco casos de retroceso de los flujos netos de capitales desde su recuperación de la crisis financiera global.

La crisis internacional más reciente en los flujos de capitales tuvo lugar en el primer trimestre de 2018 como reacción a la constante apreciación del dólar estadounidense junto con el reciente recrudecimiento de las tensiones en el comercio mundial. Los flujos netos de cartera en los seis países emergentes se contrajeron ostensiblemente desde los 24.000 millones de dólares en el primer trimestre hasta los 14.000 millones dólares en el segundo trimestre, desencadenando en las seis economías emergentes un nuevo capítulo de tensiones financieras generalizadas por segunda vez desde la crisis financiera global. En el caso de Turquía, estos acontecimientos empeoraron la situación, ya de por sí crítica desde el tercer trimestre de 2017, como así lo ponen de manifiesto los indicadores de condiciones financieras de Turquía (anexo 2, gráfico 6).

GRÁFICO 3

La evolución de los flujos netos de inversión de cartera en varios países sometidos a tensiones financieras en 2000-2018



Fuente: Cálculos de los autores a partir de la base de datos Financial Statistics Database e indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD.

Abreviatura: T = trimestre.

La fuerza propiciadora de los factores externos

Además de la volatilidad de los flujos de capital, en los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD hay que destacar otros tres elementos externos que son fundamentales en los episodios de tensiones financieras en esos países: tipos de cambio, precios de los productos básicos y diferenciales entre los bonos soberanos de los países y los bonos a diez años de los Estados Unidos.

La mayor frecuencia de los episodios de tensión financiera, su mayor sincronización y su alta sensibilidad a la volatilidad de los flujos de capitales son tres señales claras de que en 2013 los países emergentes entraron en una nueva era de vulnerabilidad financiera en que los factores externos desempeñan un papel crucial. Además de la volatilidad de los flujos de capitales, los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD incluyen otros tres elementos externos que son fundamentales para la aparición de episodios de tensiones financieras en esos países: los tipos de cambio, los precios de los productos básicos y los márgenes entre los bonos soberanos de los países y los de los Estados Unidos a diez años. Con arreglo a una intuición económica, la contribución a los indicadores de condiciones financieras es positiva en el caso de los dos primeros de esos factores y negativo en el del tercero (Bicchetti y Neto, 2018). En otras palabras, una apreciación de la moneda o una subida de los precios de los productos básicos tienden a reducir la tensión financiera, pero un aumento del diferencial del bono a diez años tendrá el efecto contrario principalmente por el hecho de incentivar las operaciones de arbitraje (*carry trade*).

En el cuadro 3 se puede observar un deterioro relativo de los tres factores en 2013-2018, en comparación con el período 2009-2012. En los seis países se experimentó una importante depreciación monetaria. El tipo medio de cambio efectivo real se redujo en 11,3 puntos. Los precios de los productos básicos no se han recuperado desde su desplome en 2014 y se mantuvieron a un nivel muy inferior al nivel medio registrado en el período 2009-2012. El índice de productos básicos de Standard and Poor's Goldman Sachs, que es un índice de precios compuesto que incluye 24 productos básicos, entre ellos, el petróleo, registró una pérdida de 1,442 puntos por término medio. El incremento del diferencial del bono del Tesoro a diez años es menor al ser la tasa media de ganancia 0,5 puntos de la diferencia de rentabilidad.

CUADRO 3
Variaciones de los tipos medios de cambio efectivos reales, índice de productos básicos de Standard and Poor's Goldman Sachs y diferenciales entre bonos soberanos a diez años de los Estados y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a diez años

Período de tiempo	Tipo medio de cambio efectivo real ^a	Promedio del índice de productos básicos de Standard and Poor's Goldman Sachs	Diferencial medio de los bonos del Estado a diez años y el bono del Tesoro de los Estados Unidos a diez años ^b
2009-2012	95,4	4 711,2	6,3
2013-2018	84,1	3 269,7	6,8

Fuente: Cálculos de los autores a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

^a En los seis países.

^b En cinco países, al excluir a la Argentina.

Sin embargo, el panorama registra variaciones en los distintos países. Así pues, la subida de los diferenciales medios de los bonos del Estado a diez años sin duda ha sido más acusada en el Brasil, Sudáfrica y Turquía en comparación con las dos economías asiáticas, a saber: la India e Indonesia. En cuanto a la Argentina, cuya situación es peculiar, el diferencial calculado se redujo drásticamente cuando el país volvió a tener acceso a los mercados financieros en 2016 tras 15 años en el desierto

financiero. El cada vez mayor número de episodios de tensión financiera en las seis economías emergentes sin excepción desde 2013 puede atribuirse a factores externos como la volatilidad de los flujos de capitales, las presiones bajistas ejercidas sobre las monedas, la bajada de los precios de los productos básicos y, en menor medida, la ampliación de las diferencias de rentabilidad entre los bonos del Estado de los países y los bonos de los Estados Unidos sin olvidar, al mismo tiempo, la función desempeñada por determinados factores internos que explican los diferenciales de resiliencia.

Estos resultados parecen indicar que, si se pretende comprender mejor los mecanismos que contribuyen a la aparición de dificultades financieras en esas economías emergentes, está más que justificado examinar con mayor detenimiento el papel que desempeñaron los factores externos en el período 2009-2018. El dinamismo de las condiciones financieras imperantes a raíz de la crisis financiera global propició la instauración de un entorno caracterizado por la volatilidad que coincidió con tres acontecimientos mundiales. En primer lugar, se estrechó el diferencial de crecimiento entre los mercados emergentes y las economías avanzadas: desde un nivel máximo de 6,1 puntos porcentuales en 2009 se redujo a 2,4 en 2017 (Fondo Monetario Internacional, 2018); la desaceleración de la tasa de crecimiento de los mercados emergentes explica la mayor parte de la caída. En segundo lugar, los mercados emergentes experimentaron un deterioro de su cuenta exterior y de su nivel de endeudamiento. La posición de la cuenta corriente de los mercados emergentes pasó de un superávit de 1,3 % del PIB en 2009 a un déficit del 0,2 % en 2017 (Fondo Monetario Internacional, 2018). Entretanto, los niveles de deuda se incrementaron, al pasar del 154 % del PIB al 211 % en ese mismo período (Mbaye et al. 2018). Por último, la gradual normalización monetaria en las economías avanzadas suscitó incertidumbre sobre la capacidad de los mercados emergentes para sortear unas condiciones financieras mundiales más estrictas en un contexto de grandes necesidades de financiamiento externo y unos elevados niveles de endeudamiento.

Ante este telón de fondo, la evolución de los indicadores de condiciones financieras de los seis países emergentes pone de manifiesto el impacto del deterioro sufrido por el entorno financiero global en las condiciones financieras nacionales desde 2013. A partir de ese momento, los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD registran cinco momentos de claro deterioro de las condiciones financieras nacionales relacionados con acontecimientos externos (anexo I).

Reducción del ritmo de adquisición de bonos por la Reserva Federal (*Fed taper tantrum*) en 2013

El primer choque externo que afectó a los seis países emergentes tuvo lugar el 23 de mayo de 2013, cuando la Reserva Federal de los Estados Unidos insinuó que llevaría a cabo una reducción del ritmo de compra de activos, que era un componente de su programa de expansión cuantitativa. La incertidumbre acerca de los efectos de las condiciones financieras más estrictas y el fortalecimiento del dólar en los mercados emergentes provocó una gran oleada de ventas en los mercados. Los seis países incluidos en la muestra se vieron especialmente afectados. Las entradas netas de inversión en cartera en este grupo de países se redujeron desde los 31.800 millones de dólares en el primer trimestre de 2013 a 7.300 en el último. Los índices de renta variable expresados en dólares experimentaron una caída del 9,7 % en ese año y sus monedas perdieron un 17,6 % de su valor frente al dólar. Por término medio, las rentabilidades de los bonos soberanos de 10 años experimentaron una subida de 287 puntos básicos.

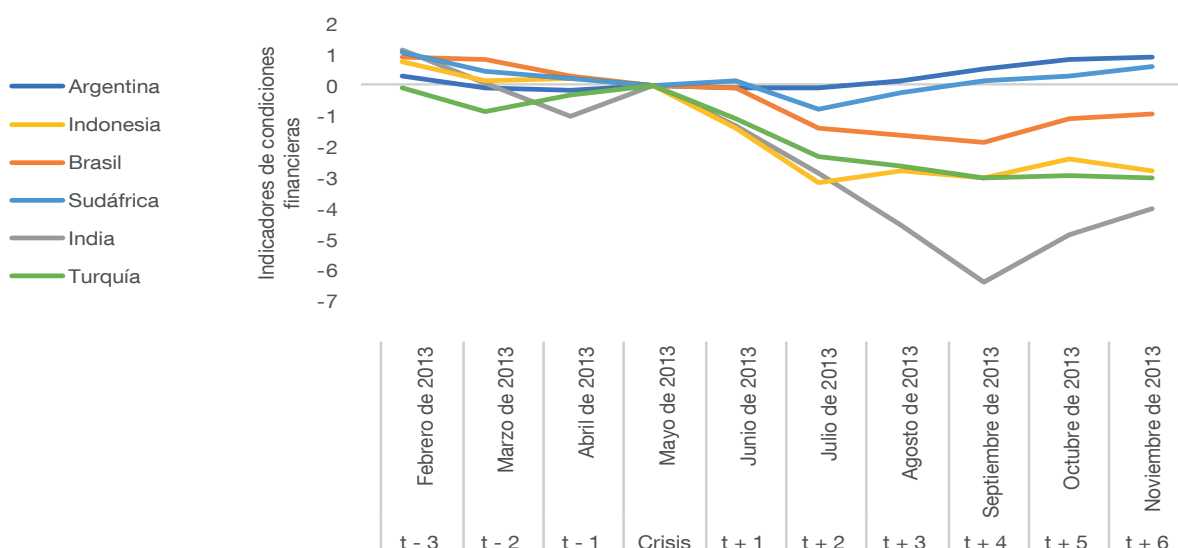
Los indicadores de condiciones financieras de los países del grupo, registraron una drástica reducción tras el choque. En el gráfico 4 se sigue su evolución acumulativa desde tres meses antes del choque financiero hasta seis meses después de que se produjera. Por ello, es posible evaluar el impacto del choque externo en los indicadores de cada país. Además, la matriz cromática que figura en el cuadro 1 del anexo 2 ofrece un panorama general del entorno macroeconómico y financiero enfrentada por los países en cuestión y ayuda a situar la tensión financiera registrada por el indicador en un contexto más amplio.

El primer choque externo que afectó a los seis países emergentes tuvo lugar el 23 de mayo de 2013, cuando la Reserva Federal insinuó su intención de reducir el ritmo de las compras de activos en el marco de su programa de expansión cuantitativa.

Donde mayor impacto tuvo el anuncio de la Reserva Federal fue en la India, Indonesia y Turquía, si nos atenemos para su medición a los indicadores de condiciones financieras. Un motivo común de preocupación para Indonesia y Turquía fue el gran déficit que arrojaba su balanza por cuenta corriente (cuadro 4). Cada país se vio afectado por un conjunto singular de factores de vulnerabilidad. La posición fiscal de la India era débil y sus niveles de deuda pública elevados. En Indonesia los motivos de preocupación se centraban en la gran proporción de inversores internacionales presentes en los mercados de deuda internos y el impacto en la rentabilidad de los bonos soberanos. En Turquía, suscitaban preocupación los elevados niveles de la deuda externa, junto con la expansión del crédito.

GRÁFICO 4

Evolución acumulativa de los indicadores de condiciones financieras: *Fed taper tantrum*



Fuente: Cálculos de los autores a partir de los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD.

Abreviaturas: t - 1, fecha menos un mes; t - 2, fecha menos dos meses; t - 3, fecha menos tres meses; t + 1, fecha más un mes; t + 2, fecha más dos meses; t + 3, fecha más tres meses; t + 4, fecha más cuatro meses; t + 5, fecha más cinco meses; t + 6, fecha más seis meses.

Sin embargo, el episodio del *Fed taper tantrum* no tuvo un impacto significativo en los indicadores de condiciones financieras de la Argentina y Sudáfrica. En la Argentina, la exclusión de los mercados financieros internacionales resguardó al país del impacto de las drásticas reducciones en los flujos de capitales observadas en otros mercados emergentes. Además, el país registró un déficit por cuenta corriente manejable y un bajo nivel de deuda externa. En Sudáfrica, los precios de los productos básicos explican la resiliencia del indicador de las condiciones financieras. Si bien el país registró un elevado déficit por cuenta corriente y una débil posición fiscal, su estabilidad económica financiera general se apoyó en la estabilidad de los precios de los productos básicos.

El hundimiento de los precios de los productos básicos (2014)

Cuando se disiparon las ondas sísmicas del *Fed taper tantrum*, los mercados emergentes disfrutaron de un período de respiro en el primer semestre de 2014. Si bien persistía la incertidumbre, las positivas perspectivas económicas alentaron el regreso de los inversionistas internacionales. Este período de estabilidad se prolongó hasta julio de 2014,

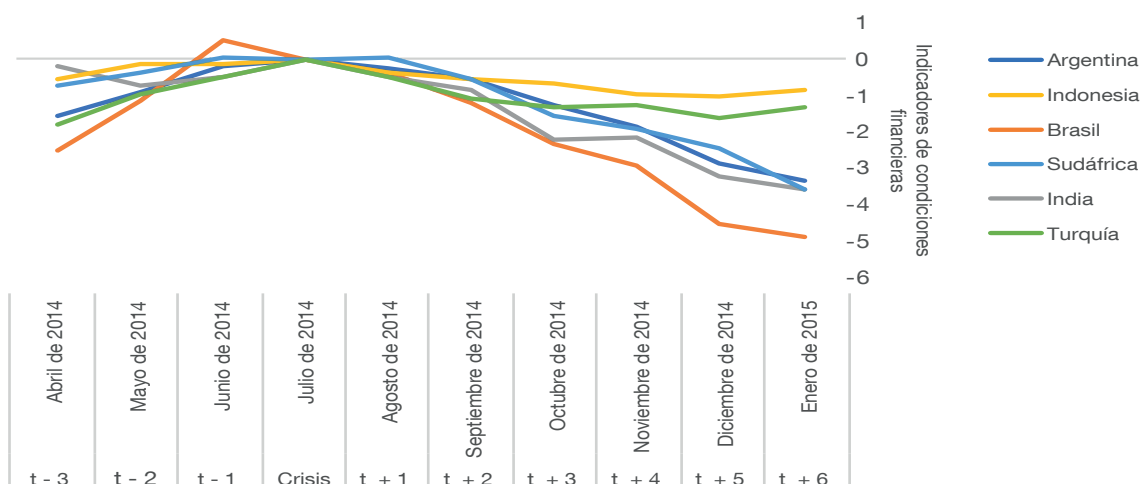
fecha en que se desencadenó una segunda crisis, que esta vez adoptó la forma de un hundimiento de los precios de los productos básicos. El índice de productos básicos de Standard and Poor's Goldman Sachs acusó una caída del 35,8 % entre julio y diciembre de 2014. Esta situación suscitó preocupación sobre las perspectivas de crecimiento y las posiciones de la cuenta corriente de los mercados emergentes que eran importantes productores de productos básicos. Los inversionistas reaccionaron desprendiéndose de sus carteras en esas economías e invirtiendo en otras. Esta dinámica tuvo un efecto considerable en los seis países emergentes. Las entradas netas de inversión de cartera en este grupo se redujeron al pasar de 42.000 millones de dólares a 10.400 millones entre el segundo y el cuarto trimestre de 2014. A diferencia de lo ocurrido en 2013, las valoraciones de los activos de renta variable y los diferenciales de endeudamiento mejoraron hacia finales de 2014. A pesar del caos bursátil, las valoraciones en dólares de los activos de renta variable experimentaron una subida del 11,5 % y el costo del crédito se redujo, por término medio, en 129 puntos básicos. Sin embargo, la crisis repercutió negativamente en los tipos de cambio. Las monedas de los seis países emergentes perdieron un 9,8 % de su valor frente al dólar (anexo 2, cuadro 2).

En este contexto, los indicadores de condiciones financieras de todos los países de la muestra registraron un descenso cuando empezaron a caer los precios de los productos básicos. La crisis de los productos básicos coincidió con el pico máximo registrado por los indicadores de este grupo de países. La Argentina, el Brasil y Sudáfrica experimentaron importantes caídas en el segundo semestre de 2014 (gráfico 5). En los casos de la Argentina y Sudáfrica, sus indicadores de condiciones financieras experimentaron una fuerte caída como consecuencia de la pérdida de la ayuda que suponían los precios de los productos básicos en 2013. Por otra parte, la situación en la Argentina se vio agravada por la recesión que se inició en el último trimestre de 2013 y el deterioro de su saldo fiscal. El Brasil pasó por una experiencia similar que se caracterizó por una caída del indicador en una situación de recesión y con un abultado déficit de cuenta corriente. Por otro lado, la relativa resiliencia del indicador de Indonesia puede explicarse por la fuerte entrada de capitales a lo largo del año y que ascendió en total a 42.800 millones de dólares. Esta situación propició unas condiciones financieras estables.

Los indicadores de condiciones financieras de todos los países de la muestra experimentaron una bajada cuando los precios de los productos básicos comenzaron a caer en julio de 2014.

GRÁFICO 5

Evolución acumulativa de los indicadores de condiciones financieras: crisis de los productos básicos



Fuente: Cálculos de los autores a partir de los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD.

Abreviaturas: Véase gráfico 4.

La crisis del renminbi (2015)

La crisis del renminbi causó una gran volatilidad en los mercados financieros de los mercados emergentes, entre otras cosas una caída del 23,5 % de los precios de los productos básicos. Los seis países emergentes experimentaron una inestabilidad financiera generalizada.

En 2015 se reprodujo la dinámica del año anterior. El primer semestre se caracterizó por una recuperación de la confianza en los mercados emergentes. La estabilización de los precios de los productos básicos y una mejora de las perspectivas de crecimiento explican esa recuperación. En el segundo semestre cambiaron las tornas de este favorable entorno cuando el Banco Popular de China por sorpresa anunció, el 11 de agosto, una devaluación de un 1,9 % del renminbi. La crisis del renminbi causó una gran volatilidad en los mercados financieros de los mercados emergentes, entre otras cosas una caída del 23,5 % de los precios de los productos básicos. Los seis países emergentes experimentaron una inestabilidad financiera generalizada. Se produjo un reflujo masivo de capitales. Mientras que las entradas netas de inversión de cartera se habían elevado a 48.600 millones de dólares en el primer semestre de 2015, la tendencia se invirtió en el segundo semestre, pues las salidas netas se elevaron a un total de 22.000 millones de dólares. Este grupo de países vio como en 2015 cayeron un 22,7 % sus índices de renta variable, su moneda perdió el 21,2% de su valor frente al dólar a lo largo del año y la prima de riesgo de su deuda soberana aumentó 175 puntos (anexo 2, cuadro 3).

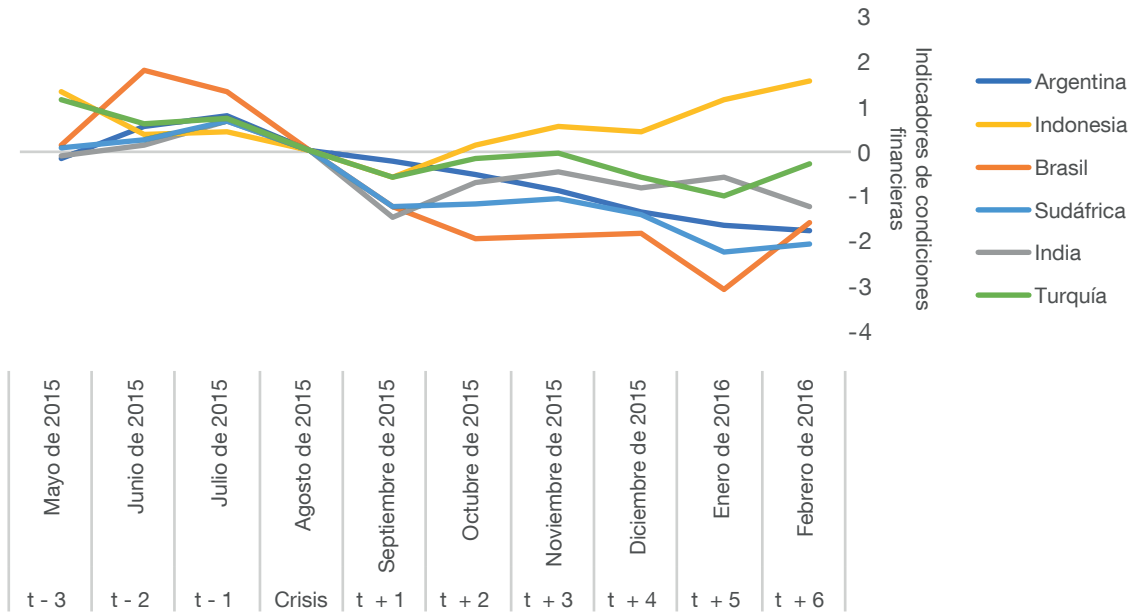
A raíz de la crisis del renminbi, los indicadores de condiciones financieras de los seis países, salvo Indonesia, experimentaron una bajada (gráfico 6). En todos los casos, el indicador ya acusaba una tendencia bajista antes de la crisis. Los países más afectados por el anuncio del Banco Popular de China fueron la Argentina, el Brasil y Sudáfrica. En la Argentina, la caída del indicador de condiciones financieras se deriva de una conjunción de nuevos acontecimientos económicos y políticos en el segundo semestre. El país experimentó una desaceleración económica a la par que se agravaron sus desequilibrios exteriores. Además, cundió una gran incertidumbre política por los posibles resultados de las elecciones de noviembre de 2015 y su repercusión en la orientación de la política económica del país. Tras las elecciones, el indicador en un primer momento empezó a mejorar a partir de febrero de 2016.

En el Brasil, la recesión que comenzó en 2014 se agravó en el año siguiente y provocó un empeoramiento del saldo fiscal. El país experimentó importantes salidas de inversión de cartera, lo que ocasionó una fuerte depreciación de la moneda y una considerable reducción del valor de los activos de renta variable. La estricta política monetaria aplicada para estabilizar el tipo de cambio tuvo un impacto negativo en las condiciones financieras.

En Sudáfrica, la caída del indicador tuvo lugar en un contexto de disminución del crecimiento económico. A pesar de la debilidad de la economía nacional, el déficit de cuenta corriente siguió siendo elevado y la deuda externa siguió aumentando.

GRÁFICO 6

Evolución acumulativa de los indicadores de condiciones financieras: crisis del renmimbi



Fuente: Cálculos de los autores a partir de los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD.

Abreviaturas: Véase gráfico 4.

A diferencia de otros países del grupo, el indicador de condiciones financieras de Indonesia no acusó ninguna mejora a finales de ese año. El país experimentó una desaceleración del crecimiento del PIB, junto con una fuerte depreciación de la moneda a raíz de la crisis del renmimbi y de las medidas para atraer entradas de capitales que adoptó el Gobierno para contrarrestar esa situación, como los incentivos fiscales y los cambios en la regulación financiera, parece que surtieron cierto efecto. A finales de 2015, el país registró un aumento considerable de entradas de capitales y de emisiones de títulos de deuda, con lo que el mercado de valores se recuperó tras los mínimos registrados en el mes de agosto.

Incertidumbre política en el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte y los Estados Unidos de América (2016)

Repetiendo patrones anteriores, los mercados emergentes aparentemente estaban aprovechando en su favor la mejora de las condiciones mundiales en el primer semestre de 2016 y el regreso de los inversionistas globales tras las pérdidas registradas en 2015. Entre los principales factores destacables figuraban la recuperación de los precios de los productos básicos, la mejora de las perspectivas de crecimiento y unas valoraciones atractivas. La situación volvió a cambiar en el segundo semestre de 2016. Sin embargo, a diferencia de episodios anteriores, la crisis de 2016 no está vinculada a un factor desencadenante concreto. En cambio, los mercados mundiales experimentaron un período de creciente incertidumbre propiciada por el referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea y por los resultados de las elecciones en los Estados Unidos de noviembre de ese año. En gran medida como consecuencia de ello, las entradas netas de capitales de cartera en el grupo de países experimentaron un acusado retroceso, al caer desde los 20.200 millones de dólares

Los mercados globales experimentaron un período de creciente incertidumbre propiciada por el referéndum en el Reino Unido sobre su salida de la Unión Europea y los resultados de las elecciones en los Estados Unidos de noviembre de 2016.

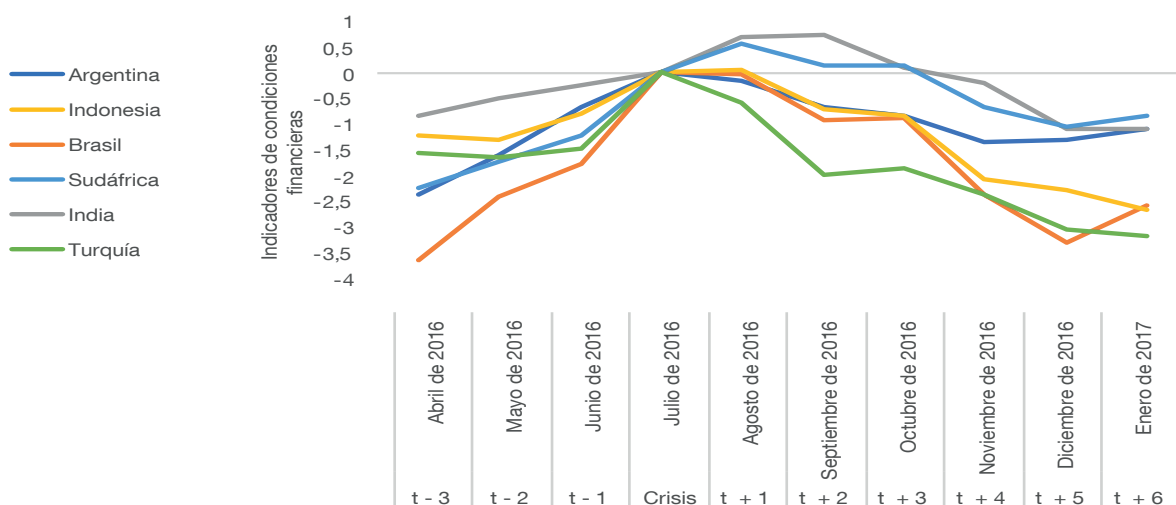
a 92.000 millones entre el segundo y el último trimestre de 2016. No obstante, las valoraciones de los activos de renta variable cerraron el año en terreno positivo al registrar una ganancia del 23,8 %.

Entretanto, pese al elevado grado de volatilidad interanual, los tipos de cambio y las rentabilidades de la deuda soberana se mantuvieron relativamente estables (anexo 2, cuadro 4).

Esta estabilidad se manifestó en una bajada de los indicadores de condiciones financieras de todos los países de la muestra en el segundo semestre de 2016 (gráfico 7). El mes de julio de 2016 representa un punto de inflexión en la tendencia de los indicadores de la mayoría de los países. El Brasil, Indonesia y Turquía experimentaron las mayores bajadas. La evolución de los indicadores de condiciones financieras del Brasil y Turquía se ajusta a la inestabilidad política observada en ambos países. En el Brasil, el indicador cayó pronunciadamente en el contexto de incertidumbre suscitada por el juicio político incoado contra la Presidenta Rousseff. En mayo fue apartada de sus funciones y posteriormente removida de su cargo en agosto de 2016. La situación financiera del país se deterioró debido a las salidas de capitales y la preocupación por el equilibrio fiscal. En Turquía, el indicador disminuyó tras el intento de golpe de Estado de julio de 2016. La consiguiente inestabilidad provocó salidas de capitales en el último trimestre del año y una bajada de las valoraciones de los activos de renta variable. En Indonesia, la bajada del indicador pone de manifiesto una gran salida de capitales que redundó en unas condiciones financieras más estrictas en el cuarto trimestre de 2016.

GRÁFICO 7

Evolución acumulativa de los indicadores de condiciones financieras: crisis de 2016



Fuente: Cálculos de los autores a partir de los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD.

Abreviaturas: Véase gráfico 4.

En el caso de la India, el indicador recoge el impacto de las medidas de desmonetización adoptadas por su Gobierno en noviembre de 2016. Tras un anuncio inesperado, el Gobierno retiró el 86 % del efectivo en circulación. Esta medida sembró el caos pues los ciudadanos se las vieron y se las desearon para cambiar los billetes que tenían en su poder y afectó a los pagos. Los efectos de este caótico episodio en la estabilidad

financiera acarrearón un deterioro del indicador en los tres meses posteriores a la implementación de la desmonetización.

A lo largo de 2017, los mercados emergentes pudieron sacar partido de un entorno económico mundial relativamente favorable —al menos en el corto plazo— y de la flexibilización de las condiciones financieras a nivel global. Esta mejora del indicador de condiciones financieras de los seis países de este grupo pone de relieve los efectos que estas condiciones más favorables surtieron directamente en esas. Son varios los factores de carácter mundial que explican esa mejora. En particular, la debilidad del dólar favoreció una mejor valoración de los activos de renta variable y mejoró las perspectivas de las empresas de esos países en términos de beneficios. Además, las entradas netas de inversión de cartera en el grupo aumentaron al pasar de 34.200 millones de dólares en 2016 a 93.400 millones en 2017 y, tras dos años de caída, los precios de los productos básicos se estabilizaron y comenzaron a subir en el segundo semestre de 2017.

La apreciación del dólar estadounidense y la espiral de tensiones comerciales (2018)

Este entorno se desmoronó y propició que 2018 fuese un año de turbulencias. En febrero tuvo lugar una primera oleada de ventas en los mercados emergentes. Al igual que ocurriera en 2016, esta oleada no obedeció a ningún incidente concreto. Por el contrario, en un escenario de incertidumbre sobre la dirección y firmeza, de la política monetaria de los Estados Unidos y de preocupación por el fortalecimiento del dólar, además del impacto de las medidas proteccionistas aún como trasfondo, los inversionistas se focalizaron en dos crisis locales: las crisis monetaria y financiera de la Argentina y Turquía. En ambos países se observó un repentino parón de las entradas de capitales seguido de un pronunciado cambio de dirección de los flujos de capital. En la Argentina, las rápidas medidas de liberalización comercial y de la cuenta de capital no lograron atraer inversión extranjera directa en lugar de inversiones de cartera de carácter cortoplacista, una tendencia que se vio reforzada por la política de elevados tipos de interés aplicada por su banco central, que resultó fallida a la hora de reducir la inflación hasta los objetivos previstos y que agravó los desequilibrios externos. Además, las agresivas medidas de esterilización del banco central para financiar el déficit primario del país sirvieron de apoyo para una expansión constante de la deuda pública. En Turquía, el aumento de los tipos de interés de los Estados Unidos y una controversia política con el Gobierno de ese país desencadenaron la crisis en un contexto de preocupación por la autonomía de su banco central y la sostenibilidad de su estrategia de crecimiento impulsado por el crédito. Sin embargo, la respuesta a la crisis en cada uno de esos dos países fue muy diferente. Dos años después de su regreso a los mercados financieros internacionales, la Argentina, por un lado, llevó a cabo subidas importantes de los tipos de interés y, por otro, recurrió al Fondo Monetario Internacional y concertó el que sería el mayor programa del organismo hasta esa fecha. Turquía, que además tuvo que hacer frente a las tensiones comerciales con los Estados Unidos, descartó ambas estrategias y, en su lugar, se embarcó en un proceso de ajuste interno acometiendo una serie de importantes devaluaciones de su moneda y una considerable contracción del crédito interno y las importaciones. Para apoyar sus medidas de ajuste interno, el Gobierno de Turquía obtuvo financiación bilateral y puso en marcha un programa de suministro condicionado de liquidez para los bancos nacionales y evitó la imposición de controles de capital.

En general, las turbulencias en los mercados tuvieron un efecto significativo en las seis economías emergentes. Los flujos de capital de cartera se redujeron al pasar de unas entradas netas de 23.600 millones de dólares en el primer trimestre de 2018 a unas salidas netas de 13.400 millones de dólares en el segundo trimestre. En ese año, los mercados de renta variable de este grupo de países acusaron una pérdida

En un escenario de incertidumbre sobre la dirección y firmeza de la política monetaria de los Estados Unidos y de preocupación por el fortalecimiento del dólar, además del impacto de las medidas proteccionistas aún como trasfondo, los inversionistas se focalizaron en dos crisis locales: las crisis monetaria y financiera de la Argentina y Turquía.

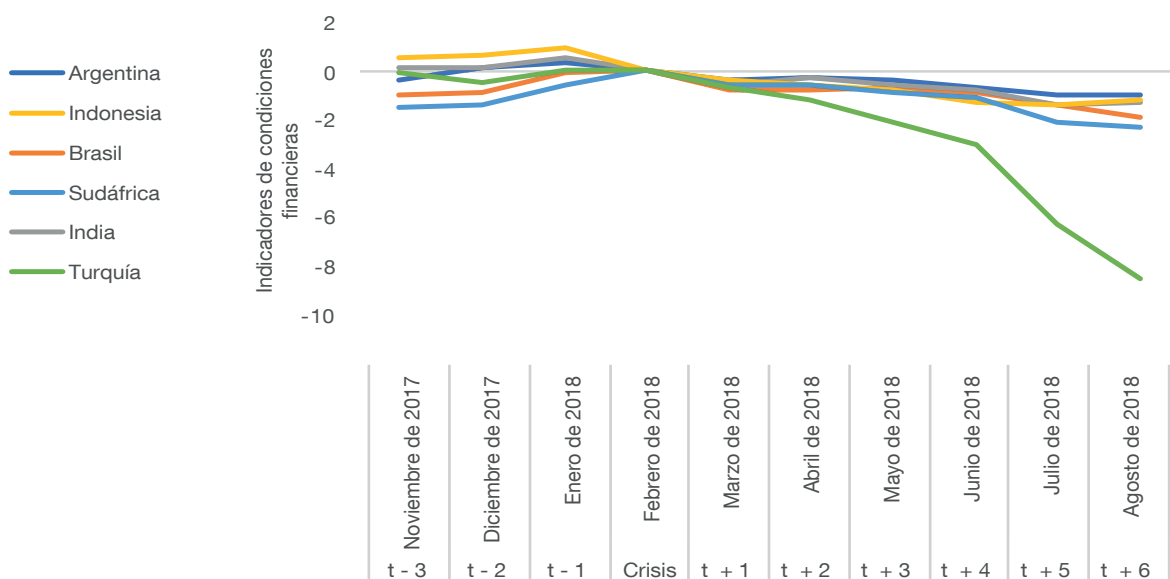
³ Cifras hasta noviembre de 2018.

del 26,3 % por término medio. Sus monedas se depreciaron un 21,4 % frente al dólar y las rentabilidades de la deuda soberana se incrementaron en 164 puntos básicos (cuadro 5, anexo 2))³.

En este contexto, los indicadores de condiciones financieras de este grupo de países registraron un deterioro de estas condiciones (gráfico 8), especialmente el indicador de Turquía que experimentó el mayor deterioro. Probablemente obedezca a la decisión del Gobierno de acometer importantes ajustes internos y externos sin el apoyo del Fondo Monetario Internacional. Habrá que ver si a la larga tendrá éxito o no esta respuesta alternativa a las crisis de los mercados emergentes, pero entretanto se prevé que el efecto de esas medidas se refleje en un crecimiento del PIB después del tercer trimestre de 2018.

GRÁFICO 8

Evolución acumulativa de los indicadores de condiciones financieras: oleada de ventas en los mercados emergentes



Fuente: Cálculos de los autores a partir de los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD.

Abreviaturas: Véase gráfico 4.

Además, la caída del indicador de condiciones financieras de la Argentina fue menor en escala en comparación con la de Turquía, pese a que su crisis financiera de 2018 fue más profunda. Este dato pone de relieve un aspecto singular del vínculo entre la metodología de los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD y la evolución macroeconómica en la Argentina en los últimos 20 años: la Argentina quedó en gran medida aislada de los mercados financieros internacionales debido a la prolongada controversia que mantuvo con acreedores poco dispuestos a negociar tras la suspensión de pagos en 2001 de la deuda soberana. La trayectoria del indicador de la Argentina, por consiguiente, se ve muy influida por la evolución del tipo de cambio y de los precios de los productos básicos durante todo el período, aunque el hecho de que los tipos de interés bancario permaneciesen por lo general estables durante la mayor parte de ese período es indicativo de que esta variable aún no ha quedado reflejada de manera significativa en todo el período, así como por no disponer de datos sobre los flujos netos de capital posteriores a junio de 2018 en el momento de redactar la presente publicación.

Conclusión

A partir de los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD, en la presente publicación se considera que 2013 representa un punto de inflexión para los seis países emergentes que se analizan por lo que a su exposición a las tensiones financieras respecta. Mientras que el período inmediatamente posterior a la crisis financiera global y hasta 2012 fue propicio para un aumento de las vulnerabilidades financieras de los sectores financieros nacionales, fue solo a partir de 2013 cuando los seis países experimentaron una drástica proliferación de episodios de tensión financiera y cuando la sincronización de esos episodios más allá de las fronteras regionales es mayor. Tras los episodios de tensión financiera se observa invariablemente una fuerte disminución de las entradas netas de capitales en las seis economías. Si bien las condicionantes internas y los regímenes de políticas siguen siendo relevantes, los factores inmediatos que generaron inestabilidad financiera fueron externos, como la volatilidad de los tipos de cambio, el desplome de los precios de los productos básicos y, en menor medida, las diferencias de rentabilidad entre los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y los bonos nacionales a largo plazo. Dado que existen pocos motivos para suponer que se establezca alguno de esos factores externos en un futuro inmediato y que se tornen estables los flujos de capitales, es probable que persistan las presiones financieras como las que sufrieron la Argentina y más recientemente Turquía.

Los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD han podido señalar y capturar bien los efectos de esos choques externos. Al margen de la última crisis derivada de la apreciación del dólar y las tensiones comerciales a nivel mundial, los indicadores del comercio mundial recogieron con gran precisión el fenómeno del *Fed taper tantrum* (2013), las crisis de los precios de los productos básicos (2014) y del renminbi (2015), así como la incertidumbre política y la inestabilidad en los Estados Unidos y el Reino Unido en 2016, teniendo en cuenta las considerables limitaciones en términos de datos.

El análisis de la evolución de los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD en esos seis países en el período 2013-2018 es útil para incidir en tres lecciones fundamentales en materia de políticas. En primer lugar, las condiciones financieras globales tienen una gran influencia en las condiciones financieras nacionales. Los acontecimientos con repercusiones mundial marcaron un claro punto de inflexión en la tendencia de los indicadores, en particular en el caso de las crisis de 2014 y 2016. Si bien el grado de impacto fue arbitrado por factores y políticas de ámbito nacional, el deterioro simultáneo de los indicadores de distintos países con características nacionales muy diferentes subraya claramente el carácter mundial de la inestabilidad financiera. Ante esta situación, urge una coordinación mundial de las políticas macroeconómicas con el propósito de restaurar un entorno financiero que sea estable y favorezca el desarrollo (UNCTAD, 2017).

En segundo lugar, las correas de transmisión son en gran medida específicas de cada país y, como ponen en evidencia los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD, pueden amplificar o reducir los efectos de las crisis mundiales en los sectores financieros nacionales. Así, la Argentina, el Brasil y Sudáfrica siguen siendo muy vulnerables a las fluctuaciones de los precios de los productos básicos. En cuanto a Turquía, tras años de grandes desequilibrios externos y de acumulación de deuda externa, el país es ahora sumamente vulnerable a un eventual parón repentino de las entradas de capitales, como el observado en 2018. Por otro lado, los casos de la India y de Indonesia demuestran que mantener el déficit exterior y la deuda externa en niveles bajos ayuda a conservar un cierto grado de espacio nacional de políticas para hacer frente a la inestabilidad financiera, pero que podría no resultar suficiente para resguardar a esas economías de las turbulencias financieras.

Dado que existen pocos motivos para suponer que se establezca alguno de esos factores externos en un futuro inmediato y que se tornen estables los flujos de capitales, es probable que persistan las presiones financieras como las que sufrieron la Argentina y más recientemente Turquía.

Por último, la compleja interacción entre los factores mundiales y nacionales en la evolución de las condiciones financieras, medidos por los indicadores de condiciones financieras de la UNCTAD, pone de relieve la necesidad de mejorar las herramientas de política para aumentar la resiliencia a los choques mundiales. El uso estratégico de los controles de capital a lo largo del ciclo financiero es fundamental. Como se sostiene en la presente publicación, los episodios nacionales de tensiones financieras están clara y directamente relacionados con el fuerte retroceso de los flujos de capital. El recurso a los controles de capital en los períodos de fuertes entradas puede contribuir a amortiguar las consiguientes distorsiones del crédito interno y los precios de los activos (Davis y Presno, 2014). En los períodos de turbulencias financieras de carácter mundial, los controles del capital pueden reducir los efectos negativos que acarrearán las grandes salidas de capital y mitigar los efectos de una crisis financiera (Gallagher, 2010). Con todo y pese a su importancia, el análisis de los efectos concretos de los controles de capital en la evolución de los indicadores durante los períodos de las salidas netas de capital queda fuera del propósito de la presente publicación.

Anexo 1

GRÁFICO 1
INDICADOR DE LA UNCTAD SOBRE CONDICIONES FINANCIERAS EN LA ARGENTINA

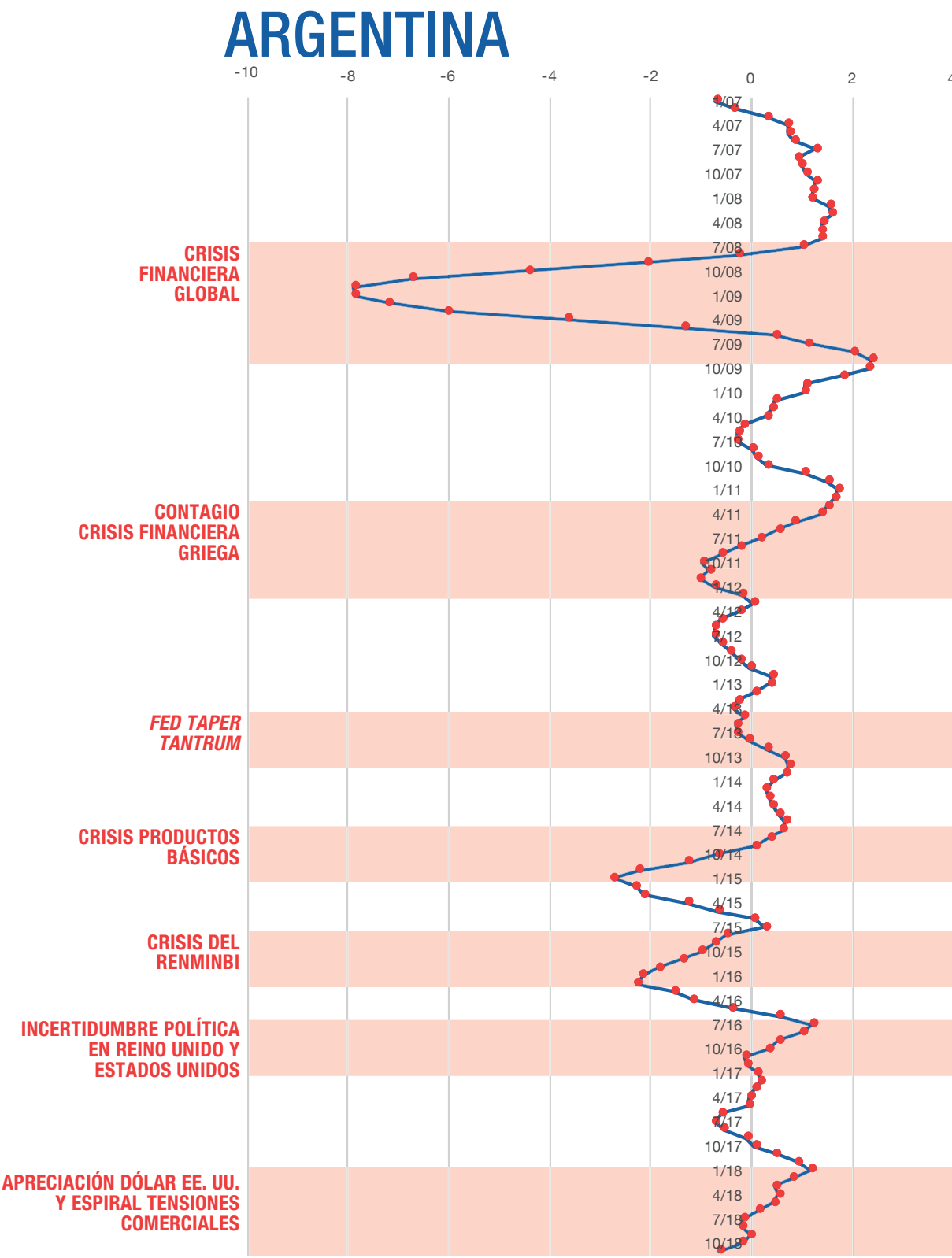


GRÁFICO 2
INDICADOR DE LA UNCTAD SOBRE CONDICIONES FINANCIERAS EN EL BRASIL

BRASIL

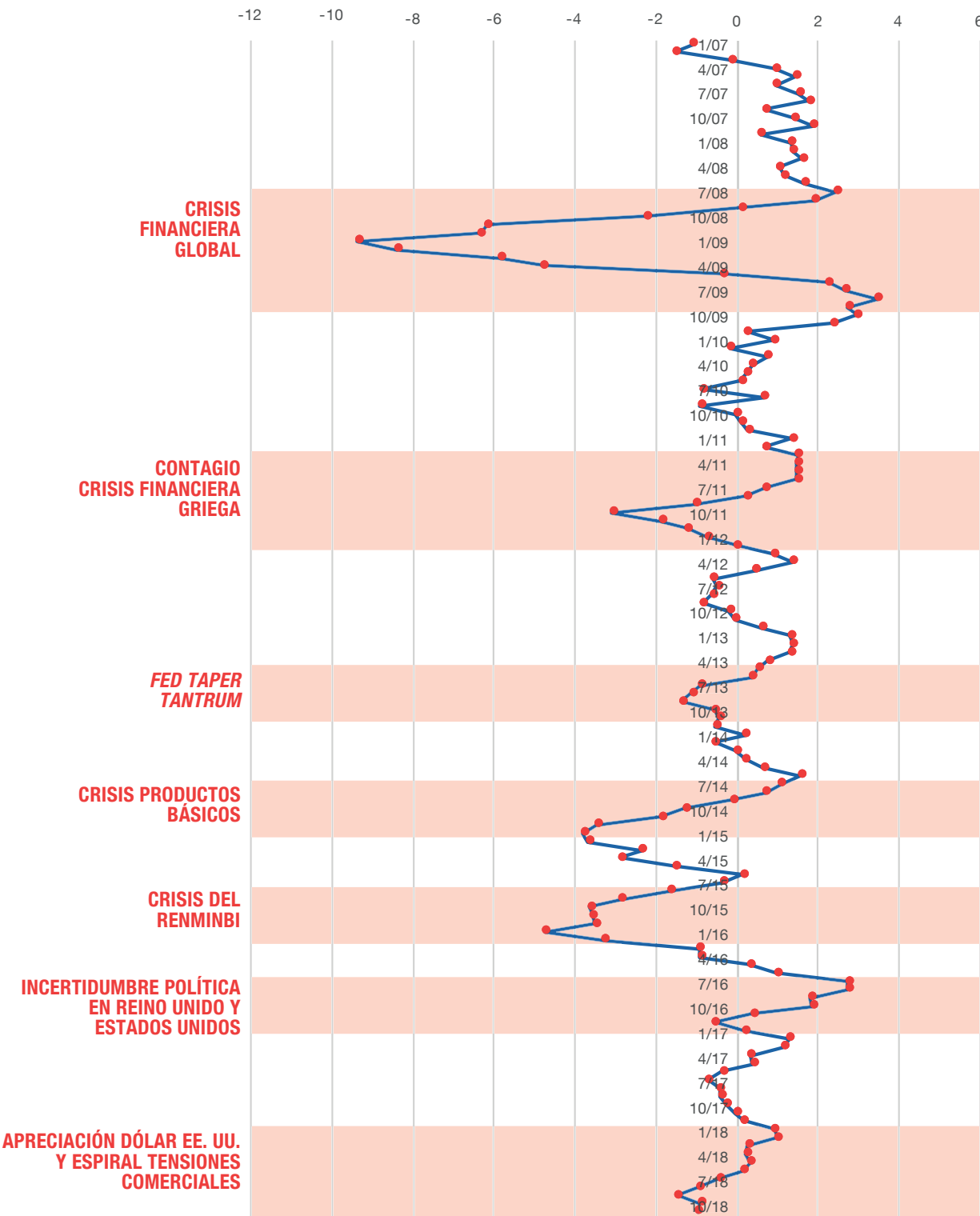


GRÁFICO 3
INDICADOR DE LA UNCTAD SOBRE CONDICIONES FINANCIERAS EN LA INDIA

INDIA

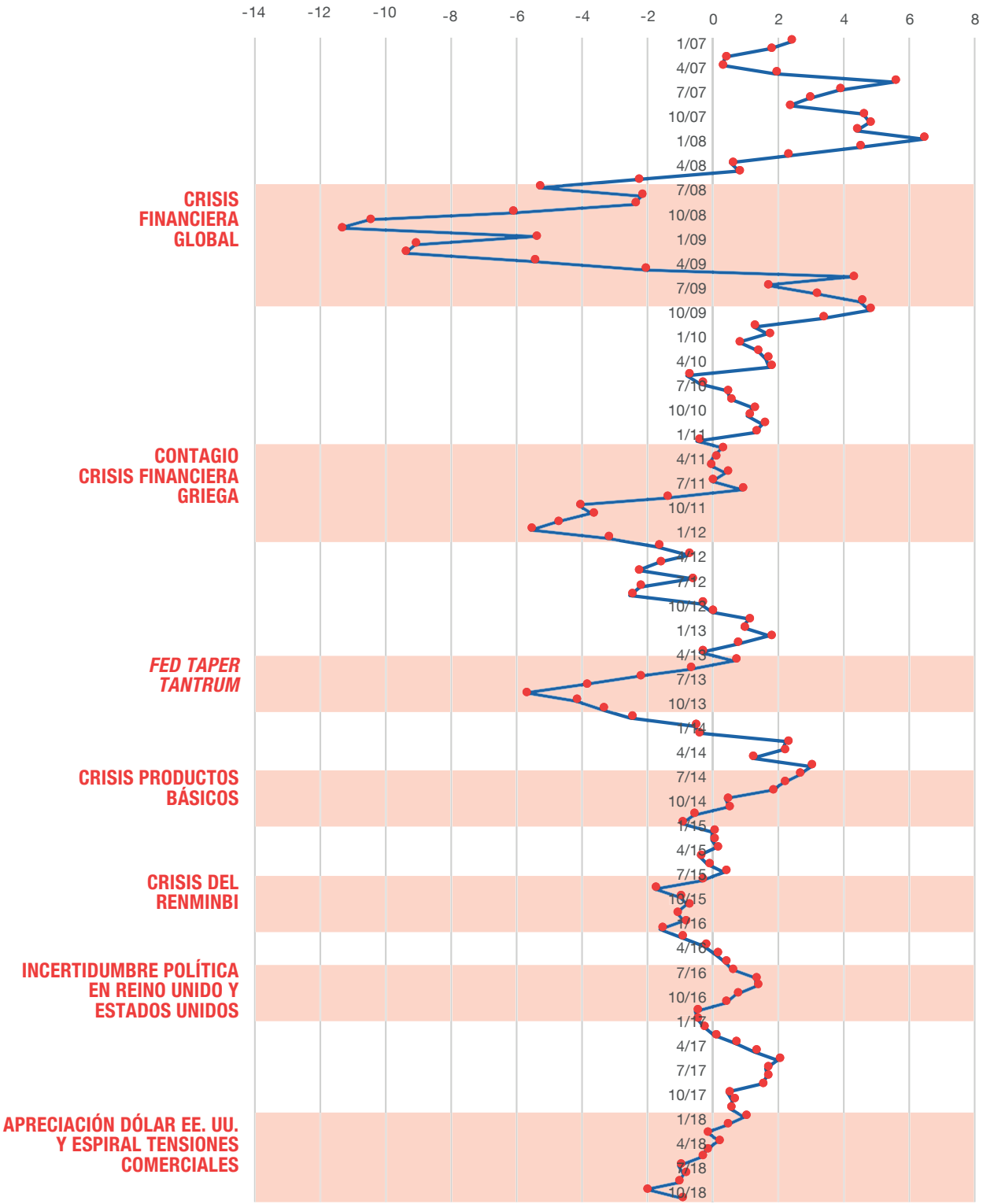


GRÁFICO 4
INDICADOR DE LA UNCTAD SOBRE CONDICIONES FINANCIERAS EN INDONESIA

INDONESIA

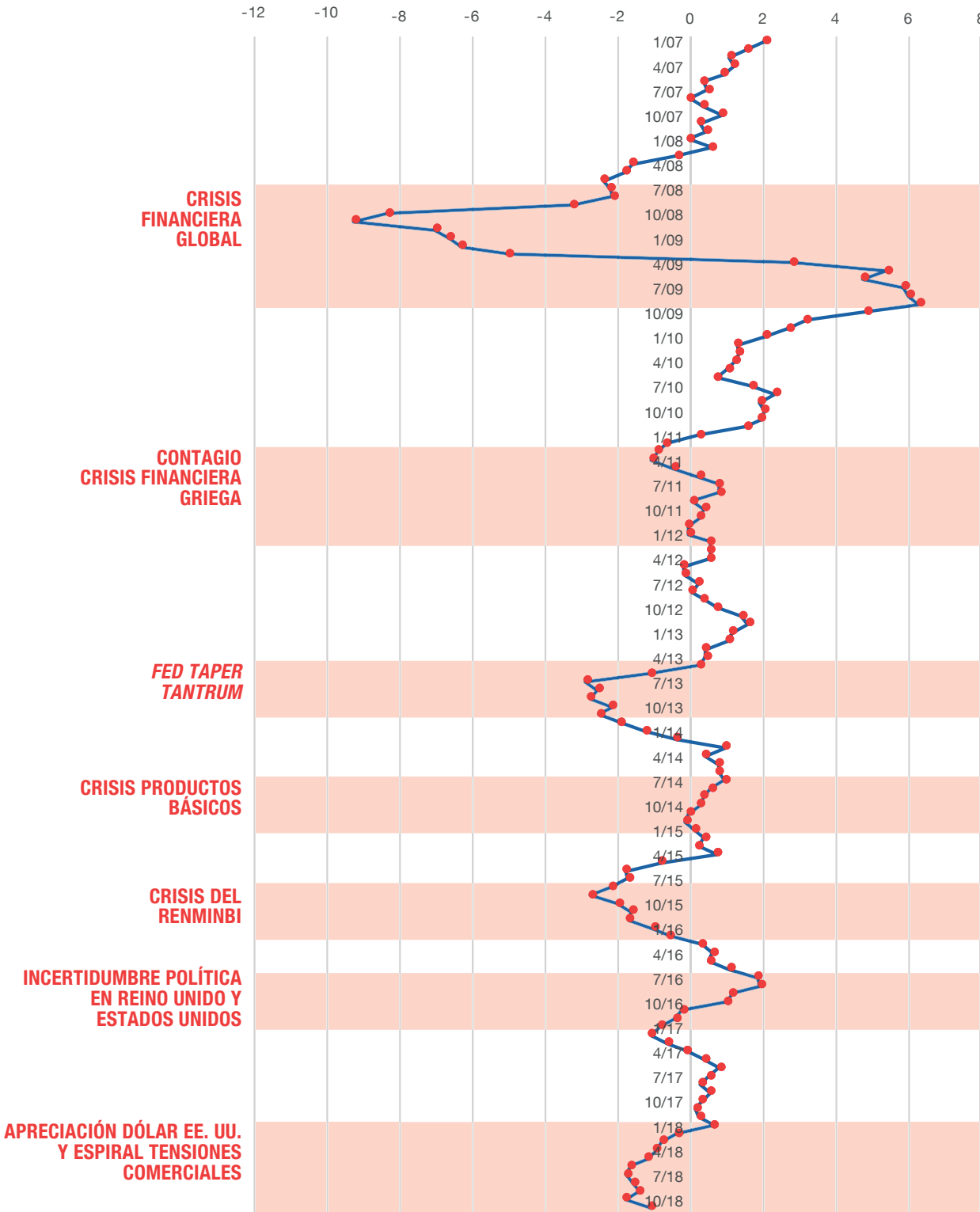


GRÁFICO 5
INDICADOR DE LA UNCTAD SOBRE CONDICIONES FINANCIERAS EN SUDÁFRICA

SUDÁFRICA

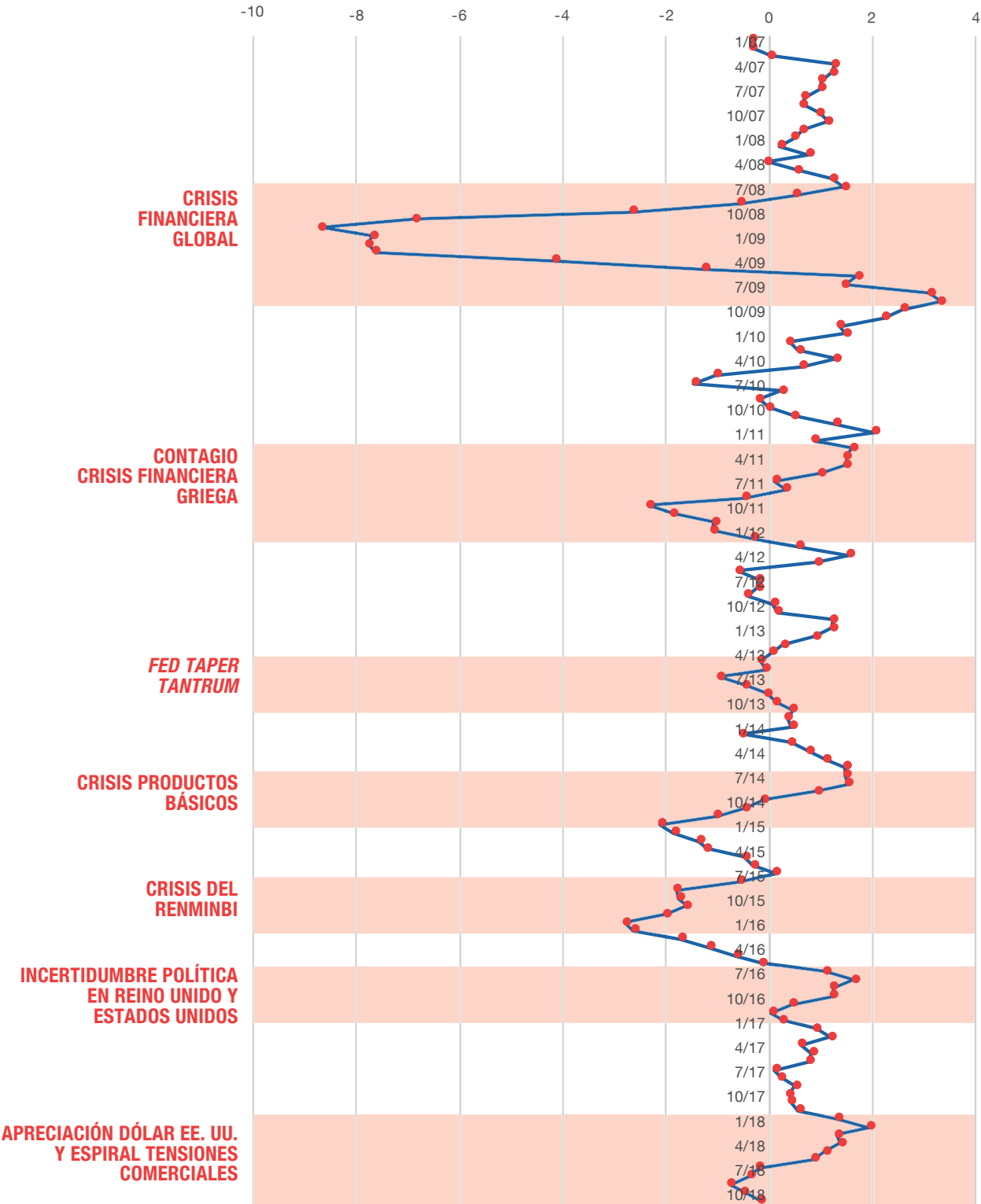
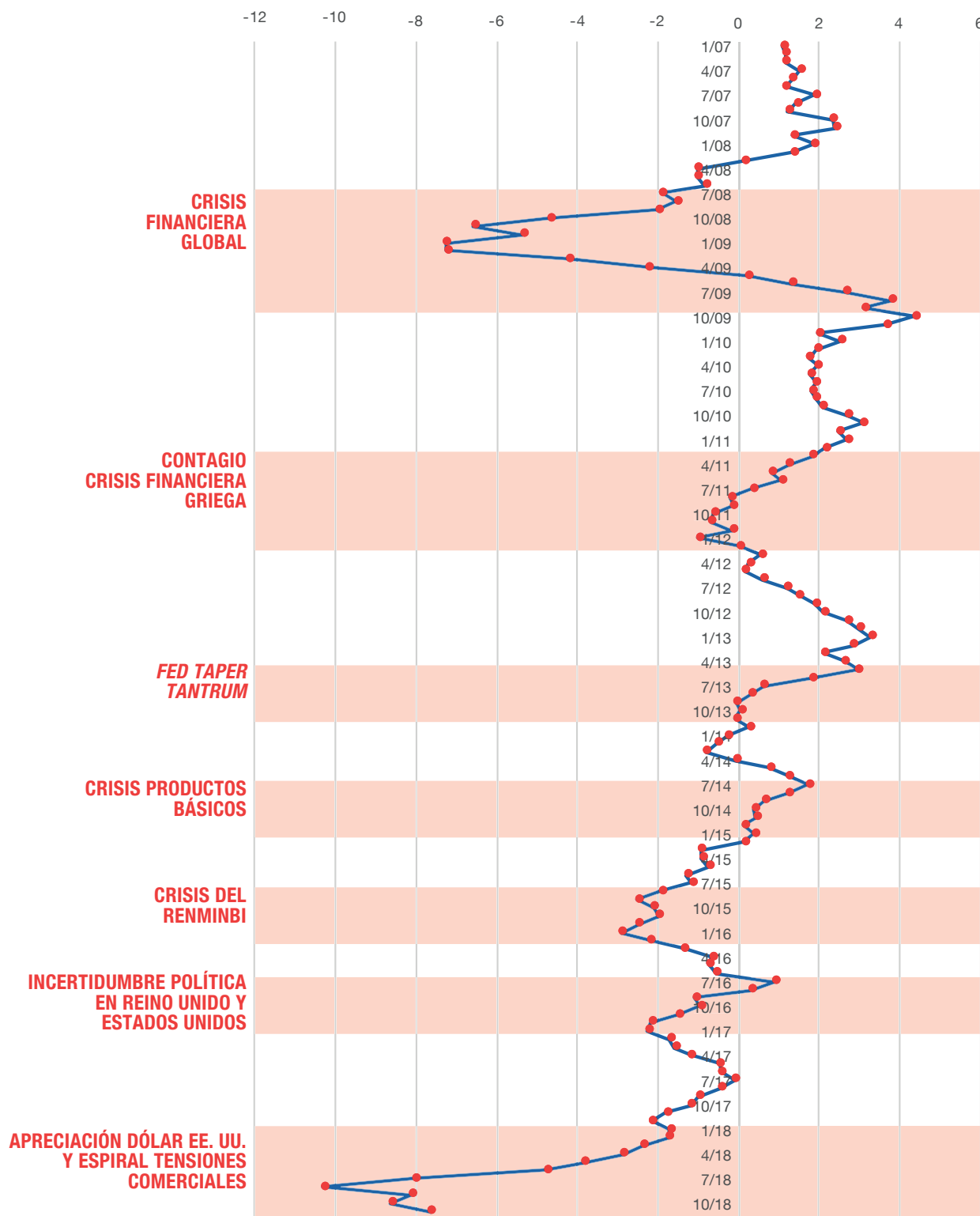


GRÁFICO 6
INDICADOR DE LA UNCTAD SOBRE CONDICIONES FINANCIERAS EN TURQUÍA

TURQUÍA



Anexo 2

Matrices cromáticas

CUADRO 1

MATRIZ CROMÁTICA: ECONOMÍAS EMERGENTES, 2013

		El color de la celda indica el grado de vulnerabilidad:						
		Baja						
		Media						
		Alta						
	Criterios	Argentina	Brasil	India	Indonesia	Sudáfrica	Turquía	Promedio
Vulnerabilidades externas								
Balanza cuenta corriente (porcentaje del PIB)	$>0, \leq -3$	-2,1	-3,0	-1,7	-3,2	-5,8	-6,7	-3,8
Tipo de cambio nominal (índice=100)	$(\geq -10, \leq 10)$	75,5	86,8	88,6	79,2	81,0	83,1	82,4
	$(\leq -20, \geq 20)$							
Flujos inversión en cartera (cierre cuarto trimestre) – en 1.000 millones de dólares ^a	$\leq 1 \text{ SD}, \geq 2 \text{ SD}$	0,6	16,5	-22,4		-2,5	-17,0	-5
Deuda externa (porcentaje del PIB)	$\leq 40, \geq 60$	25,6	12,6	22,7	31,0	39,0	40,5	28,6
Deuda externa a corto plazo (proporción de la deuda externa)	$\leq 20, \geq 40$	23,6	10,4	21,7	16,1	19,5	33,9	20,9
Vulnerabilidades fiscales								
Saldo primario (porcentaje del PIB)	$>0, \leq -2$	-2,6	1,7	-2,4	-1,0	-1,4	0,8	-0,8
Deuda pública (porcentaje del PIB)	$\leq 40, \geq 60$	41,7	60,2	68,5	24,8	44,1	31,4	45,1
Deuda pública en manos extranjeras (porcentaje del total)	$\leq 20, \geq 30$	25,4	15	6	58,8	35,2	42,2	30,4
Rentabilidad bono público a diez años (variación en puntos básicos)	$\leq 0, \geq 200$	559	353	65	332	140	276	287
Vulnerabilidades financieras y monetarias								
Tasa de inflación (índice de precios al consumo) ^b	$\leq IT, \geq IT + IT \times 50 \%$	10,6	6,2	10,9	6,4	5,8	7,5	7,9
Tipos de interés oficial		10						7,0
Crecimiento del crédito interno (al cierre del cuarto trimestre) ^c		7,75						
Valoraciones activos renta variable en dólares EE. UU. (índice=100)	$\leq 10, \geq 20$	-1,1	1,9	1,4	-1,6	-12,6	9,5	-0,4
	$(\geq -10, \leq 10)$	139,7	71,6	88,5	76,2	93,4	72,5	90,3
	$(\leq -20, \geq 20)$							
		2,4	3,0	6,4	5,6	2,5	8,5	4,7

Fuente: Thomson Reuters Datastream; Arslanalp y Tsuda, 2014.

Abreviaturas: IT, objetivo inflación del banco central; SD, desviación típica.

^a En el caso de los flujos de inversión de cartera, el indicador rastrea la suma al cierre del cuarto trimestre y la compara con la desviación típica de esos flujos en los diez años que finalizan en el primer trimestre de 2018.

^b En el caso de la tasa de inflación, el indicador compara el índice de precios al consumo con el objetivo oficial de inflación del banco central.

^c En cuanto al crecimiento del crédito interno, la cifra para 2018 corresponde al primer trimestre de 2018.

CUADRO 2**MATRIZ CROMÁTICA: ECONOMÍAS EMERGENTES (2014)**

El color de la celda indica el grado de vulnerabilidad:

Baja

Media

Alta

	Criterios	Argentina	Brasil	India	Indonesia	Sudáfrica	Turquía	Promedio
Vulnerabilidades externas								
Balanza cuenta corriente (porcentaje del PIB)	$>0, \leq -3$	-1,6	-4,2	-1,3	-3,1	-5,1	-4,7	-3,3
Tipo de cambio nominal (índice=100)	$(\geq -10, \leq 10), (\leq -20, \geq 20)$	77,1	88,8	98,0	98,3	90,7	93	90,9
Flujos inversión en cartera (cierre cuarto trimestre) – en 1.000 millones de dólares ^a	$\leq 1 \text{ SD}, \geq 2 \text{ SD}$	-2,8	9,1	30,9		2,6	-3,9	7
Deuda externa (porcentaje del PIB)	$\leq 40, \geq 60$	27,0	14,9	22,3	33,3	40,7	41,2	29,9
Deuda externa a corto plazo (proporción de la deuda externa)	$\leq 20, \geq 40$	17,8	16,3	18,7	15,4	19,8	33,3	20,2
Vulnerabilidades fiscales								
Saldo primario (porcentaje del PIB)	$>0, \leq -2$	-3,5	0,0	-2,6	-0,9	-1,3	0,5	-1,3
Deuda pública (porcentaje del PIB)	$\leq 40, \geq 60$	43,6	62,3	67,8	24,7	47,0	28,8	45,7
Deuda pública en manos extranjeras (porcentaje del total)	$\leq 20, \geq 30$	28,8	17	7	59,1	34,9	42,9	31,5
Rentabilidad bono público a diez años (variación en puntos básicos)	$\leq 0, \geq 200$	-440	-24	-96	-71	-13	-130	-129
Vulnerabilidades financieras y monetarias								
Tasa de inflación (índice de precios al consumo) ^b	$\leq IT, \geq IT + IT \times 50\%$		6,3	6,7	6,4	6,1	8,9	6,9
Tipos de interés oficial			11,75	8	7,75	5,75	8,25	8,3
Crecimiento del crédito interno (al cierre del cuarto trimestre) ^c	$\leq 10, \geq 20$	-8,9	-4,5	6,9	10,7	-2,4	8,2	1,7
Valoraciones activos renta variable en dólares EE. UU. (índice=100)	$(\geq -10, \leq 10), (\leq -20, \geq 20)$	116,2	83,6	135	119,7	96,2	118,0	111,5
Crecimiento del PIB		-2,5	0,5	7,4	5,0	1,9	5,2	2,9

Fuente: Thomson Reuters Datastream; Arslanalp y Tsuda, 2014.

Abreviaturas: IT, objetivo inflación del banco central; SD, desviación típica.

^a En el caso de los flujos de inversión de cartera, el indicador rastrea la suma al cierre del cuarto trimestre y la compara con la desviación típica de esos flujos en los diez años que finalizan en el primer trimestre de 2018.^b En el caso de la tasa de inflación, el indicador compara el índice de precios al consumo con el objetivo oficial de inflación del banco central.^c En cuanto al crecimiento del crédito interno, la cifra para 2018 corresponde al primer trimestre de 2018.

CUADRO 3**MATRIZ CROMÁTICA: ECONOMÍAS EMERGENTES (2015)**

El color de la celda indica el grado de vulnerabilidad:

Baja	Media	Alta
------	-------	------

	Criterios	Argentina	Brasil	India	Indonesia	Sudáfrica	Turquía	Promedio
Vulnerabilidades externas								
Balanza cuenta corriente (porcentaje del PIB)	$>0, \leq -3$	-2,7	-3,3	-1,1	-2,0	-4,6	-3,7	-2,9
Tipo de cambio nominal (índice=100)	$(\geq -10, \leq 10), (\leq -20, \geq 20)$	65,4	67,2	95,5	89,9	74,4	80,1	78,8
Flujos inversión en cartera (cierre cuarto trimestre) – en 1.000 millones de dólares ^a	$\leq 1 \text{ SD}, \geq 2 \text{ SD}$	3	-19,2	-28,3		-3,3	-35,9	-17
Deuda externa (porcentaje del PIB)	$\leq 40, \geq 60$	25,7	20,7	22,7	36,4	47,2	45,0	33,0
Deuda externa a corto plazo (proporción de la deuda externa)	$\leq 20, \geq 40$	35,5	15,3	17,0	12,5	21,1	26,3	21,3
Vulnerabilidades fiscales								
Saldo primario (porcentaje del PIB)	$>0, \leq -2$	-4,4	-2,0	-2,7	-1,3	-1,6	0,6	-1,9
Deuda pública (porcentaje del PIB)	$\leq 40, \geq 60$	55,1	72,6	70,0	27,5	49,3	27,6	50,3
Deuda pública en manos extranjeras (porcentaje del total)	$\leq 20, \geq 30$	28,4	17	6	59,8	33,8	40,1	30,8
Rentabilidad bono público a diez años (variación en puntos básicos)	$\leq 0, \geq 200$	167	329	-9	62	265	237	175
Vulnerabilidades financieras y monetarias								
Tasa de inflación (índice de precios al consumo) ^b	$\leq \text{IT}, \geq \text{IT} + \text{IT} \times 50\%$		9,0	4,9	6,4	4,5	7,7	6,5
Tipos de interés oficial			14,25	6,75	7,5	6,25	7,5	8,5
Crecimiento del crédito interno (al cierre del cuarto trimestre) ^c	$\leq 10, \geq 20$	-7,3	-25,4	5,5	0,6	-16,9	-2,7	-7,7
Valoraciones activos renta variable en dólares EE. UU. (índice=100)	$(\geq -10, \leq 10), (\leq -20, \geq 20)$	89,1	59,2	95,2	80,5	76,4	63,4	77,3
Crecimiento del PIB		2,7	-3,6	8,2	4,9	1,3	6,1	3,3

Fuente: Thomson Reuters Datastream; Arslanalp y Tsuda, 2014.

Abreviaturas: IT, objetivo inflación del banco central; SD, desviación típica.

^a En el caso de los flujos de inversión de cartera, el indicador rastrea la suma al cierre del cuarto trimestre y la compara con la desviación típica de esos flujos en los diez años que finalizan en el primer trimestre de 2018.^b En el caso de la tasa de inflación, el indicador compara el índice de precios al consumo con el objetivo oficial de inflación del banco central.^c En cuanto al crecimiento del crédito interno, la cifra para 2018 corresponde al primer trimestre de 2018.

CUADRO 4**MATRIZ CROMÁTICA: ECONOMÍAS EMERGENTES (2016)**

El color de la celda indica el grado de vulnerabilidad:

Baja	Media	Alta
------	-------	------

	Criterios	Argentina	Brasil	India	Indonesia	Sudáfrica	Turquía	Promedio
Vulnerabilidades externas								
Balanza cuenta corriente (porcentaje del PIB)	$>0, \leq -3$	-2,7	-1,3	-0,6	-1,8	-2,8	-3,8	-2,2
Tipo de cambio nominal (índice=100)	$(\geq -10, \leq 10), (\leq -20, \geq 20)$	81,9	121,9	97,5	102,3	113,5	83,0	100,0
Flujos inversión en cartera (cierre cuarto trimestre) – en 1.000 millones de dólares ^a	$\leq 1 \text{ SD}, \geq 2 \text{ SD}$	35	-41,2	-14,2		6,1	22,0	1
Deuda externa (porcentaje del PIB)	$\leq 40, \geq 60$	31,3	16,5	20,0	33,2	45,6	44,9	31,9
Deuda externa a corto plazo (proporción de la deuda externa)	$\leq 20, \geq 40$	26,1	17,3	18,4	12,7	20,4	24,8	19,9
Vulnerabilidades fiscales								
Saldo primario (porcentaje del PIB)	$>0, \leq -2$	-4,7	-2,5	-2,5	-1,0	-0,7	-1,0	-2,1
Deuda pública (porcentaje del PIB)	$\leq 40, \geq 60$	55,0	78,4	69,5	28,3	51,6	28,3	51,9
Deuda pública en manos extranjeras (porcentaje del total)	$\leq 20, \geq 30$	37,8	13	6	59,1	35,8	41,5	32,2
Rentabilidad bono público a diez años (variación en puntos básicos)	$\leq 0, \geq 200$	0,0	-399	-134	-104	-149	64,0	-120
Vulnerabilidades financieras y monetarias								
Tasa de inflación (índice de precios al consumo) ^b	$\leq \text{IT}, \geq \text{IT} + \text{IT} \times 50\%$		8,7	5,0	3,5	6,6	7,8	6,3
Tipos de interés oficial		24,75	13,75	6,25	4,75	7	8	10,8
Crecimiento del crédito interno (al cierre del cuarto trimestre) ^c	$\leq 10, \geq 20$	8,4	18,4	1,4	10,1	19,0	-1,2	9,4
Valoraciones activos renta variable en dólares EE. UU. (índice=100)	$(\geq -10, \leq 10), (\leq -20, \geq 20)$	134,1	180,2	103	119,0	116,5	89,9	123,8
Crecimiento del PIB		-1,8	-3,5	7,1	5,0	0,6	3,2	1,8

Fuente: Thomson Reuters Datastream; Arslanalp y Tsuda, 2014.

Abreviaturas: IT, objetivo inflación del banco central; SD, desviación típica.

^a En el caso de los flujos de inversión de cartera, el indicador rastrea la suma al cierre del cuarto trimestre y la compara con la desviación típica de esos flujos en los diez años que finalizan en el primer trimestre de 2018.^b En el caso de la tasa de inflación, el indicador compara el índice de precios al consumo con el objetivo oficial de inflación del banco central.^c En cuanto al crecimiento del crédito interno, la cifra para 2018 corresponde al primer trimestre de 2018.

CUADRO 5**MATRIZ CROMÁTICA: ECONOMÍAS EMERGENTES (2018)**

El color de la celda indica el grado de vulnerabilidad:

Baja	Media	Alta
------	-------	------

	Criterios	Argentina	Brasil	India	Indonesia	Sudáfrica	Turquía	Promedio
Vulnerabilidades externas								
Balanza cuenta corriente (porcentaje del PIB)	$>0, \leq -3$	-3,7	-1,3	-3,0	-2,4	-3,2	-5,7	-3,2
Tipo de cambio nominal (índice=100)	$(\geq -10, \leq 10), (\leq -20, \geq 20)$	50,0	86,3	88,9	93,0	88,0	71,1	79,6
Flujos inversión en cartera (cierre cuarto trimestre) – en 1.000 millones de dólares) ^a	$\leq 1 \text{ SD}, \geq 2 \text{ SD}$	-9,3	11,4	-16,4		3,6	-8,5	-4
Deuda externa (porcentaje del PIB)	$\leq 40, \geq 60$	64,8	16,4	20,5	34,7	53,9	60,3	41,8
Deuda externa a corto plazo (proporción de la deuda externa)	$\leq 20, \geq 40$	19,1	15,6	18,8	14,0	20,5	24,9	18,8
Vulnerabilidades fiscales								
Saldo primario (porcentaje del PIB)	$>0, \leq -2$	-2,7	-2,4	-1,7	-0,6	-0,8	-2,1	-1,7
Deuda pública (porcentaje del PIB)	$\leq 40, \geq 60$	62,7	88,4	69,6	29,8	55,7	32,3	56,4
Deuda pública en manos extranjeras (porcentaje del total)	$\leq 20, \geq 30$	47,7	12	6	62,3	41,1	42,2	35,2
Rentabilidad bono público a diez años (variación en puntos básicos)	$\leq 0, \geq 200$	161,5	-13	35,6	173,2	-6	635,0	164
Vulnerabilidades financieras y monetarias								
Tasa de inflación (índice de precios al consumo) ^b	$\leq IT, \geq IT + IT \times 50\%$		3,3	5,3	3,7	4,7	13,0	6,0
Tipos de interés oficial		45,00	6,5	6,5	5,75	6,5	24	15,7
Crecimiento del crédito interno (al cierre del cuarto trimestre) ^c	$\leq 10, \geq 20$	16,3	-3,5	8,8	4,5	18,7	10,6	9,2
Valoraciones activos renta variable en dólares EE. UU. (índice=100)	$(\geq -10, \leq 10), (\leq -20, \geq 20)$	49,0	92,6	82,9	88,7	74,4	54,7	73,7
Crecimiento del PIB		1,3	2,0	7,6	5,3	1,3	4,0	3,6

Fuente: Thomson Reuters Datastream; Arslanalp y Tsuda, 2014.

Abreviaturas: IT, objetivo inflación del banco central; SD, desviación típica.

^a En el caso de los flujos de inversión de cartera, el indicador rastrea la suma al cierre del cuarto trimestre y la compara con la desviación típica de esos flujos en los diez años que finalizan en el primer trimestre de 2018.^b En el caso de la tasa de inflación, el indicador compara el índice de precios al consumo con el objetivo oficial de inflación del banco central.^c En cuanto al crecimiento del crédito interno, la cifra para 2018 corresponde al primer trimestre de 2018.

Referencias

ARSLANALP S. Y TSUDA T (2014).

Tracking global demand for advanced economy sovereign debt.
International Monetary Fund Economic Review. 62(3):430–464.

BALAKRISHNAN R, DANNINGER S., ELEKDAG S. Y TYTELL I (2011).

The transmission of financial stress from advanced to emerging economies.
Emerging Markets Finance and Trade. 47(sup2):40–68.

BICCHETTI D Y NETO D (2018).

Monitoring financial stability in emerging and frontier markets. In: UNCTAD.
Debt Vulnerabilities in Developing Countries: A New Debt Trap?
Volume II: Policy Tools and Options (publicación de las Naciones Unidas. Nueva York y Ginebra).

CARDARELLI R., ELEKDAG S. Y LALL S (2011).

Financial stress and economic contractions.
Journal of Financial Stability. 7(2):78–97.

DAVIS S. Y PRESNO I. (2014).

Capital controls as an instrument of monetary policy. Working Paper 171.
Federal Reserve Bank of Dallas. Globalization and Monetary Policy Institute.

DOZ C., GIANNONE D. Y REICHLIN L. (2011).

A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering.
Journal of Econometrics. 164(1):188–205.

DOZ C., GIANNONE D. Y REICHLIN L. (2012).

A quasi-maximum likelihood approach for large, approximate dynamic factor models.
The Review of Economics and Statistics. 94(4):1014–1024.

CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA (FINANCIAL STABILITY BOARD) (2018).

Global Shadow Banking Monitoring Report 2017: 5 March 2018.
Descargable en www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf (consultado el 22 de enero de 2019).

GALLAGHER K.P. (2010).

Policy space to prevent and mitigate financial crises in trade and investment agreements.
Group of 24. Discussion Paper No. 54 (publicación de las Naciones Unidas. Nueva York y Ginebra).
International Monetary Fund (2018). World Economic Outlook: Challenges to Steady Growth. Washington, D.C. Octubre.

MBAYE S., MORENO-BADIA M. Y CHAE K. (2018).

Global debt database: Methodology and sources.
International Monetary Fund Working Paper 18/111.

STANDARD AND POOR'S GLOBAL (2017).

Ten years later, world's biggest banks keep getting bigger. 27 de noviembre.

STOCK J.H. Y WATSON M.W. (2011).

Dynamic factor models. In: Clements MJ and Hendry D F (eds.).
Oxford Handbook on Economic Forecasting. Oxford University Press. Oxford.

SZENTIVANYI N. Y A. WONG (2018)

Assessing EM fundamental vulnerabilities: Introducing our EM Macrorisk Score (EMRS).
JP Morgan. Economic Research Note. 21 de septiembre.

THOMSON REUTERS (2018).

Datastream.

NACIONES UNIDAS (2018).

La sostenibilidad de la deuda externa y el desarrollo.
Informe del Secretario General. A/73/180. Nueva York. 16 de julio.

UNCTAD (2015).

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2015: Hacia una arquitectura financiera internacional al servicio del desarrollo
(publicación de las Naciones Unidas., núm. de venta S.15.II.D.4E. Nueva York y Ginebra).

UNCTAD (2017).

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2017: Un New Deal mundial como alternativa a la austeridad
(publicación de las Naciones Unidas. United Nations publication, núm. de venta S.17.II.D.5, Nueva York y Ginebra).

UNCTAD (2018).

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2018. El poder, las plataformas y la quimera del libre comercio
(publicación de las Naciones Unidas, núm. de venta S.18.II.D.7. Nueva York y Ginebra).

