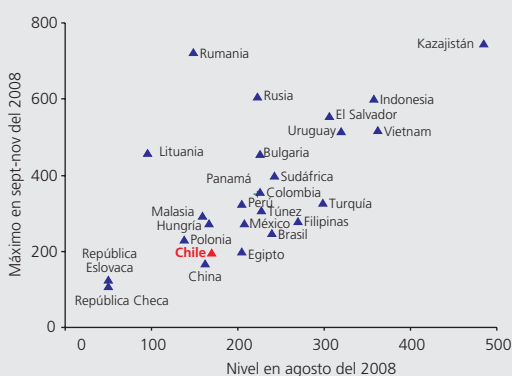


## Recuadro II.2: Determinantes de la diferenciación entre países en la actual crisis financiera internacional

La crisis financiera internacional ha tenido un impacto diferenciado en los precios de los activos financieros de distintas economías. Esto es evidente al contrastar el premio por riesgo soberano en dólares, entre economías emergentes (el premio por riesgo del *EMBI*) a comienzos de la crisis, con el aumento en este premio por riesgo a fines del 2008 (gráfico II.15).

### Gráfico II.15

Cambio en el premio por riesgo soberano (\*)  
(puntos base)



(\*) Medido por el premio por riesgo del *EMBI*.

Fuente: Elaboración propia a base de datos de *Bloomberg*.

En este recuadro se estudian, mediante un análisis de correlaciones multivariado, las variables que podrían explicar parte de esta diferencia. Para ello, se relacionan los cambios en el premio por riesgo del *EMBI* y el nivel del principal índice accionario de cada país (en dólares) entre agosto del 2008 y el máximo (mínimo) de estos valores en los meses posteriores a dicho evento. Se incluye el valor de las acciones, porque si bien el *EMBI* es una mejor medida del precio del riesgo de cada país, está limitado a economías emergentes y, por lo tanto, excluye a muchos de los países que han tenido tensiones financieras en la crisis actual.

En el primer ejercicio, se utiliza como variable dependiente el cambio en el premio por riesgo del *EMBI*. Como variables independientes se incluyen medidas de solvencia (superávit en cuenta corriente, posición externa neta y activos y pasivos

externos brutos, expresados como porcentaje del PIB) y medidas de liquidez externa (deuda de corto plazo, reservas internacionales y una medida de activos de portafolio, netos de pasivos de portafolio, también como porcentaje del PIB). En la muestra de economías emergentes utilizada, ninguna de las variables de solvencia es significativa ni tiene los signos esperados. Las medidas de liquidez, en cambio, sí son significativas y con el signo esperado. El coeficiente estimado para las reservas sugiere que un alza de diez puntos porcentuales se correlaciona con aproximadamente 100 puntos menos de aumento en el *EMBI*. El coeficiente estimado para la deuda de corto plazo tiene un impacto similar (tabla II.3).

El segundo ejercicio se hace sobre el cambio en los índices accionarios en dólares. Los coeficientes estimados indican que los países con mayor déficit en cuenta corriente, con posición externa más deficitaria o con altos niveles de pasivos externos relativos a sus activos, registran mayores caídas en sus índices accionarios en dólares. El coeficiente estimado para el saldo en cuenta corriente indica, que un aumento de diez puntos porcentuales en el mismo está correlacionado con una menor caída del índice accionario en dólares de cinco puntos porcentuales. Para las medidas de liquidez los resultados son mixtos. Si bien el coeficiente de la deuda de corto plazo es negativo y, por lo general, significativo, el de las reservas no es significativamente distinto de cero. Esto podría deberse a un sesgo por omisión de variables: los países con mayor riesgo de enfrentar menores entradas de capitales aumentan su posición de reservas.

En conjunto, los resultados de ambos ejercicios son congruentes con un escenario donde varios países de mayores ingresos entraron a la crisis con posiciones de solvencia de mayor debilidad o déficits de cuenta corriente abultados, lo que conllevó importantes ajustes, tanto en sus proyecciones de crecimiento, como en el valor de sus monedas. Las economías emergentes, en cambio, comenzaron con una posición de mayor fortaleza relativa. Si bien todas las economías sufrieron los efectos de la restricción de liquidez internacional posteriores a octubre del 2008, los países menos vulnerables a estas presiones de liquidez han tenido un mejor desempeño en términos de riesgo de crédito externo.

**Tabla II.3**

Determinantes del cambio en el premio por riesgo soberano (1)

Variables independientes (3)	Variable dependiente: Cambio en el premio del EMBI (2)								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
EMBI	1,328*** (0,449)								
Cuenta corriente/PIB		-3,295 (7,616)	-6,357 (9,247)		-1,125 (8,079)	7,436 (7,689)	3,893 (9,329)		
(Cuenta corriente/PIB) <sup>2</sup>			-0,345 (0,579)						
Dummy (Cuenta corriente/PIB < -5%)				134,1 (122,3)					
Reservas internacionales netas/PIB					-5,042 (5,382)	-10,08* (5,658)		-9,240 (5,924)	-9,351 (6,231)
Deuda de corto plazo residual/PIB						12,98*** (4,007)		12,25*** (3,920)	12,27*** (4,002)
Índice de liquidez externa de portafolio/PIB							-7,259 (6,579)		
Posición externa neta/PIB								2,735 (1,847)	
Activos externos brutos/PIB									2,862 (2,587)
Pasivos externos brutos/PIB									-2,739 (1,883)
Constante	218,1** (97,91)	468,3*** (65,14)	484,0*** (70,85)	412,9*** (76,24)	583,5*** (127,2)	417,9*** (131,9)	621,3*** (142,6)	479,4*** (157,5)	473,7** (179,3)
Número de observaciones	37	35	35	36	34	33	34	31	31
R cuadrado	0,200	0,006	0,017	0,034	0,028	0,283	0,039	0,331	0,331

\*\*\* Significancia estadística a 1%, \*\* 5% y \* 10%.

(1) Los errores estándar de los coeficientes están entre paréntesis.

(2) Calculado como la diferencia entre el máximo alcanzado en el período septiembre-noviembre 2008 y el nivel de agosto del 2008.

(3) Las variables independientes corresponden a valores del 2007 y se expresan como porcentaje.

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla II.4**

Determinantes del cambio en el índice accionario (1)

Variables independientes (3)	Variable dependiente: Cambio en el índice accionario en dólares (2)							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Cuenta corriente/PIB	0,579*** (0,212)	0,643*** (0,216)	0,552** (0,220)	0,561** (0,233)	0,368 (0,250)	0,403 (0,280)		
Dummy economía emergente		5,897 (4,375)						
(Cuenta corriente/PIB) <sup>2</sup>			-0,008 (0,014)					
Reservas internacionales netas/PIB				-0,036 (0,128)	-0,045 (0,131)		-0,031 (0,128)	-0,017 (0,128)
Deuda de corto plazo residual/PIB					-0,267* (0,141)		-0,167 (0,115)	-0,196 (0,117)
Índice de liquidez externa de portafolio/PIB						0,094 (0,119)		
Posición externa neta/PIB							0,075* (0,042)	
Activos externos brutos/PIB								0,090** (0,043)
Pasivos externos brutos/PIB								-0,111** (0,052)
Número de observaciones	48	48	48	47	45	47	45	45
R cuadrado	0,139	0,173	0,145	0,121	0,200	0,132	0,129	0,156

\*\*\* Significancia estadística a 1%, \*\* 5% y \* 10%.

(1) Los errores estándar de los coeficientes están entre paréntesis.

(2) Calculado como la diferencia entre el mínimo alcanzado en el período septiembre-noviembre 2008 y el nivel de agosto del 2008.

(3) Las variables independientes corresponden a valores del 2007 y se expresan como porcentaje.

Fuente: Elaboración propia.