

Mayoría de mercados emergentes

M. Ayhan Kose y Eswar S. Prasad

EL DESEMPEÑO superlativo de las economías de mercados emergentes —un grupo de países de ingreso mediano que se han integrado con rapidez a los mercados mundiales desde mediados de la década de 1980— es el paradigma de crecimiento más destacado de la última década. Tras sufrir diversas crisis en los años ochenta y noventa, los mercados emergentes alcanzaron la madurez en la década actual, cuando lograron tasas de crecimiento notables al tiempo que mantenían en gran parte bajo control la inflación y otros problemas potenciales.

Antes de la crisis financiera internacional de 2008–09, entre inversionistas y autoridades crecía la opinión de que, gracias a su nuevo poderío económico, las economías emergentes podían resistir mejor los shocks originados en las economías avanzadas. De hecho, se ha observado empíricamente en las dos últimas décadas una convergencia de los ciclos económicos entre los mercados emergentes y lo mismo entre las economías avanzadas, pero también una divergencia gradual *entre* ambos grupos, lo que se conoce como “desacoplamiento”. Las fluctuaciones de los *mercados financieros* están más correlacionadas entre un grupo y el otro, pero eso no ha intensificado los efectos de contagio hacia la *economía real*, que produce bienes y servicios.

Aun así, la crisis financiera mundial pareció haber echado por tierra la idea del desacoplamiento, y puso en duda la capacidad de los mercados emergentes para mantenerse aislados de lo que ocurre en las economías avanzadas. Pero cuando comenzaron a disiparse los peores efectos de la crisis, quedó claro que, como grupo, las economías emergentes habían superado la recesión internacional mejor que las economías avanzadas. En muchos mercados emergentes, las tasas de crecimiento repuntaron

enérgicamente durante el último año y, como grupo, estas economías parecen estar preparadas para romper los récords de crecimiento durante los próximos años (véase el gráfico 1).

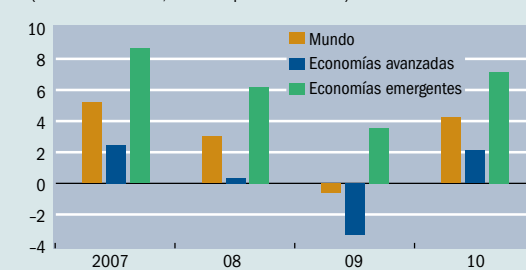
Esto no quiere decir que todas las economías emergentes hayan tenido el mismo desempeño satisfactorio durante la recesión mundial. Existe una variación considerable en el grado de resistencia que exhibieron durante la crisis financiera, lo que encierra lecciones importantes sobre sus futuras trayectorias de crecimiento y las dificultades que podrían enfrentar.

A medida que los mercados emergentes crezcan, continuarán adquiriendo importancia dentro de la economía mundial, y esto les permitirá desempeñar un mayor papel en la promoción de la gobernabilidad económica internacional, siempre que empleen buenas políticas e intensifiquen las reformas que contribuyeron a su capacidad de resistencia durante la recesión. En otras palabras, los mercados emergentes controlan su propio destino.

Estos dinámicos países de ingreso mediano sobrevivieron a la recesión mundial, pero deberán superar obstáculos para afianzar su lugar en la economía mundial

Gráfico 1
Repunte

Los mercados emergentes superaron la Gran Recesión mejor que las economías avanzadas y se recuperaron más rápido. (crecimiento del PIB, variación porcentual anual)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Los datos de 2010 están basados en las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI (octubre de 2010). Los cálculos del crecimiento utilizan las tasas de crecimiento del PIB real de cada país y están ponderadas según la paridad del poder adquisitivo.

La evolución de los determinantes del crecimiento mundial

En el transcurso de las cinco últimas décadas se han producido variaciones sustanciales en la distribución del producto interno bruto (PIB) mundial entre diferentes grupos de economías. Durante el período 1960–85, las economías avanzadas en promedio originaron alrededor de tres cuartas partes del PIB mundial medido en dólares de valor corriente ajustados según las diferencias de las respectivas paridades del poder adquisitivo. Esa proporción fue disminuyendo con el correr del tiempo y, para 2008–09, era de 57%. Por el contrario, la proporción correspondiente a los mercados emergentes ha aumentado de manera constante, de apenas 17% aproximadamente en la década de 1960 a un promedio de 31% durante el período de rápida integración comercial y financiera mundial que comenzó a mediados de los años ochenta. Para 2008–09, se encontraba cerca de 40% (véase el gráfico 2).

Esta importancia creciente de los mercados emergentes se destaca aún más al examinar su contribución al crecimiento del producto mundial.

Durante el período 1973–85, las economías avanzadas originaron alrededor del 60% del aumento del PIB mundial anual, que fue de 3,4%. Los mercados emergentes contribuyeron poco más de una cuarta parte (el resto corresponde a otras economías en desarrollo). El aumento del PIB mundial promedió 3,7% por año durante el período de globalización —de 1986 a 2007— y la contribución de los mercados emergentes se incrementó a alrededor de 47%. La proporción de las economías avanzadas disminuyó a alrededor de 49%.

Durante los dos años de la crisis financiera, esas contribuciones relativas experimentaron un cambio extraordinario. Los mercados emergentes fueron el motor del crecimiento del PIB mundial en 2008–09, en tanto que las economías avanzadas sufrieron una fuerte contracción del crecimiento. La contribución directa de los mercados emergentes al crecimiento mundial ha seguido subiendo con el correr del tiempo y se acentuó más durante la crisis financiera, mientras que en las economías avanzadas ocurrió lo contrario.

Desempeño divergente

Aunque como grupo las economías emergentes tuvieron un buen desempeño durante la recesión mundial de 2009, hubo diferencias

marcadas entre ellas y entre las regiones. Las economías emergentes de Asia alcanzaron los resultados más favorables y sobrevivieron la crisis con caídas relativamente pequeñas de las tasas de crecimiento. China e India, las dos economías más grandes, mantuvieron un crecimiento sólido e hicieron contribuciones importantes a las cifras globales de la región. Si se excluyen China e India, el desempeño global de las economías emergentes de Asia no es tan impresionante (véase el cuadro).

A diferencia de las economías emergentes de Asia, las de Europa tuvieron un desempeño decepcionante y fueron las que registraron la caída más pronunciada del producto total en 2009. América Latina también sufrió un golpe duro. Ambas regiones se vieron afectadas por sus vínculos con las economías avanzadas. Pero muchas de las economías emergentes de América Latina repuntaron con relativo vigor, en contraposición a otros episodios de turbulencia financiera mundial en los cuales habían demostrado ser vulnerables a crisis cambiarias y de deuda masivas.

Las economías emergentes de Oriente Medio y Norte de África (OMNA), así como las de África subsahariana, superaron la crisis mejor que las de América Latina y registraron apenas ligeras disminuciones del producto, quizá porque tenían una exposición pequeña a los flujos comerciales y financieros procedentes de las economías avanzadas, lo cual limitó el contagio del shock mundial.

¿Cómo se explica la capacidad de resistencia?

Hay numerosos factores que explican la capacidad de resistencia relativa que exhibieron los mercados emergentes, como grupo, durante la crisis financiera mundial. Algunos tienen que ver con las políticas aplicadas, y otros, con cambios estructurales de base. Estos factores también contribuyen a explicar los diferentes grados de resistencia de los distintos grupos de economías de mercados emergentes.

- El **afianzamiento de las políticas macroeconómicas** en la mayoría de los mercados emergentes durante la última década permitió controlar la inflación combinando políticas fiscales y monetarias más disciplinadas. De hecho, muchos mercados emergentes tienen hoy algún tipo de meta de inflación y flexibilidad cambiaria, que ayudan a absorber los shocks externos. Gracias a la prudencia fiscal que se tradujo en bajos niveles de déficit fiscal y deuda pública, las economías de mercados emergentes tuvieron

margen para implementar enérgicamente políticas fiscales anti-cíclicas y neutralizar los efectos contractivos de la crisis. Además, las economías emergentes con baja inflación pudieron emplear políticas monetarias expansivas para estimular la demanda interna.

- La **menor dependencia del financiamiento externo y los cambios en la composición de la deuda externa** redujeron la vulnerabilidad a las fluctuaciones de los flujos de capital. Como grupo, las economías emergentes fueron exportadores netos de capital durante la última década. Los mercados emergentes de Asia, sobre todo China, han acumulado significativos superávits en cuenta corriente en los últimos años. Por supuesto, otras economías emergentes —especialmente las de Europa— incurrieron en profundos déficits en cuenta corriente antes de la crisis, y resultaron ser las más vulnerables a la crisis porque sus booms crediticios estaban financiados mayormente por capital extranjero, no por ahorro interno (véase “Una historia de dos regiones” en la edición de marzo de 2010 de *F&D*). Sin embargo, la naturaleza de los flujos de capital destinados a los mercados emergentes ha cambiado, y con ello ha disminuido la vulnerabilidad global de estos países a una interrupción repentina de las entradas de capital. Durante la última década, gracias a políticas macroeconómicas disciplinadas, una serie de mercados emergentes atrajeron menos capital a través del endeudamiento y más inversión extranjera directa (IED) e inversión accionaria. La IED, en particular, tiende a ser menos riesgosa para el país receptor.

- Las **abundantes reservas de divisas** también sirvieron como un seguro frente a cambios repentinos de las corrientes de inversión. Tras la crisis financiera asiática de 1997–98, los mercados emergentes del mundo entero acumularon grandes reservas de divisas, en parte como resultado de estrategias de crecimiento orientadas a la exportación y en parte como una forma de autoaseguro contra crisis provocadas por interrupciones o vuelcos repentinos de las entradas de capital. Las economías emergentes han acumulado aproximadamente US\$5,5 billones en reservas de divisas, casi la mitad de ellas en China. Esas reservas fueron útiles durante la crisis pero, como señalamos más adelante, es necesario sopesar sus beneficios y sus costos.

- Existe una **mayor diversificación en los patrones de producción y exportación de los mercados emergentes**, que sin embargo se encuentra mayormente compensada por una especialización vertical (es decir, la de algunos países que proporcionan piezas y otros productos

intermedios al país exportador final). Esta especialización ha conlucido, sobre todo en Asia, a cadenas de suministro regionales. La diversificación no ofrece más que una protección limitada frente a los shocks mundiales fuertes, pero, siempre que los efectos macroeconómicos no sean idénticos en todos los mercados de exportación de las economías emergentes, puede ayudar a enfrentar los trastornos que ocurren a lo largo de un ciclo económico normal.

- El **estrechamiento de los vínculos comerciales y financieros entre las economías emergentes** reforzó su capacidad de resistencia como grupo (véase el gráfico 3). El crecimiento vigoroso de los mercados emergentes ha servido a los países exportadores de materias primas de protección frente a las desaceleraciones de las economías avanzadas. El crecimiento rápido y constante de China durante la crisis, alimentado por una escalada de la inversión, ha estimulado la demanda de materias primas procedentes de mercados emergentes como Brasil y Chile, y de otras materias primas e insumos intermedios provenientes de otros mercados emergentes de Asia. La intensificación de los flujos comerciales entre las economías emergentes ha ido acompañada de un aumento de los flujos financieros en este grupo.

- La **mayor divergencia entre los ciclos económicos de los mercados emergentes y las economías avanzadas** también ha fortalecido la capacidad de resistencia. La multiplicación ya mencionada de los vínculos comerciales y financieros dentro del grupo ha reforzado esta tendencia. Además, las iniciativas regionales han fomentado la integración y el desarrollo financiero entre algunos países asiáticos, aunque de alcance y escala limitados.

- El **creciente nivel del ingreso per cápita y la pujante clase media** han expandido los mercados internos; gracias a ello, es posible que los mercados emergentes ya no necesiten tanto al comercio extranjero para beneficiarse de las economías de escala en sus estructuras de producción, ni sean tan susceptibles a colapsos de la exportación. Aun así, el consumo privado quizá no siempre pueda llenar el vacío creado por un shock adverso al crecimiento de la exportación.

Lo bueno y lo feo

Estos factores se observan con más nitidez al examinar con mayor detenimiento las experiencias de dos grupos de mercados emergentes que demostraron una capacidad de resistencia claramente diferente durante la crisis financiera mundial. Antes de la crisis, el nivel más elevado de aumento del PIB per cápita promedio era el de las economías emergentes de Asia y Europa. Pero desde entonces, las trayectorias de estos dos grupos han divergido. Mientras que los mercados emergentes de Asia, y particularmente China e India, se contaron entre los más resistentes, algunas economías emergentes de Europa fueron las más golpeadas.

Las economías emergentes de Asia se vieron relativamente aisladas de los efectos de la crisis financiera, posiblemente por las siguientes razones:

- Los mercados financieros están relativamente limitados por su dependencia del financiamiento bancario extranjero; eso redujo los canales de contagio financiero y también evitó que se desmoronara el financiamiento para el comercio.

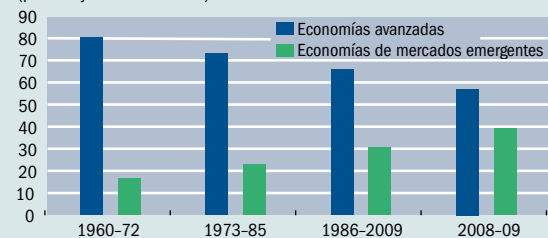
- Las tasas de ahorro elevadas y crecientes se han mantenido holgadamente a la par de las crecientes tasas de inversión, y han generado superávits en cuenta corriente y reservas de divisas cada vez mayores, gracias a lo cual la región en su conjunto se ha

Gráfico 2

Creciente importancia

La proporción del PIB mundial que originan las economías de mercados emergentes ha crecido de manera sostenida durante las cinco últimas décadas.

(porcentaje del PIB mundial)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los valores corresponden al promedio del período como porcentaje del PIB mundial calculado con tipos de cambio ajustados según la paridad del poder adquisitivo. El resultado de la suma no es 100% porque se cuentan únicamente las economías avanzadas y emergentes.

Diferencias de desempeño

Las economías emergentes de Asia experimentaron una desaceleración suave del crecimiento durante la crisis, en tanto que las de Europa sufrieron una contracción marcada.

(crecimiento del PIB, variación porcentual respecto de un año antes)

	2007	2008	2009	Proyección 2010
Economías emergentes de Asia	10,6	6,8	5,8	9,3
Economías emergentes de Asia, excepto China, India y la RAE de Hong Kong	5,9	3,0	0,6	7,1
Economías emergentes de Europa	7,6	4,7	-6,3	3,1
Economías emergentes de América Latina	5,7	4,2	-2,0	6,0
Economías emergentes de Oriente Medio y Norte de África	6,0	4,8	1,9	4,1
Economías emergentes de África subsahariana	7,1	5,6	2,7	4,9

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI. Los datos de 2010 están basados en las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI (octubre de 2010).

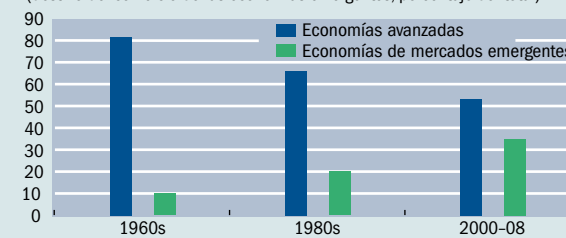
Nota: El crecimiento de los grupos se calcula con las tasas de aumento del PIB real individuales de los países ponderadas según la paridad del poder adquisitivo.

Gráfico 3

Comercio dentro del grupo

Las economías emergentes están negociando cada vez más entre sí, antes que con economías avanzadas.

(destino del comercio de las economías emergentes, porcentaje del total)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los flujos comerciales se calculan mediante una agregación de los datos de exportaciones e importaciones bilaterales de las economías emergentes. El resultado de la suma no es 100% porque se cuentan únicamente las economías emergentes y avanzadas.

mantenido a salvo de los efectos de una interrupción repentina de los flujos de capital procedentes de las economías avanzadas.

- La prudencia macroeconómica demostrada por varios de estos países les dio la flexibilidad fiscal necesaria para responder energícamente a los efectos de contagio de la crisis.

Las economías emergentes de Europa, por el contrario, fueron particularmente vulnerables a las secuelas de la crisis. Mostraban una fuerte dependencia del financiamiento externo, reflejada en profundos déficits en cuenta corriente; tenían una exposición significativa a los bancos extranjeros, que ofrecía muchos beneficios pero también sirvió de canal de transmisión de la crisis; y experimentaron una rápida expansión del crédito en los años previos a la crisis, que fue difícil de sustentar cuando se desvaneció el financiamiento bancario externo.

Lecciones

Nuestro análisis apunta a algunas lecciones importantes, así como a algunos ejemplos que quizá podrían tentar a las autoridades a extraer conclusiones erradas.

Primero, durante las épocas de prosperidad, *las autoridades deberían esforzarse por ampliar el margen de acción para que la política macroeconómica pueda responder a shocks adversos*. Las economías emergentes con un nivel más bajo de deuda pública (en relación con el PIB) estuvieron en mejores condiciones para adoptar energías políticas fiscales anticíclicas frente a la crisis financiera mundial y no tuvieron que preocuparse tanto por un empeoramiento de sus obligaciones de servicio de la deuda.

Segundo, *una estrategia de crecimiento que esté bien equilibrada entre la demanda interna y externa puede conducir a resultados más estables*.

Tercero —algo nada nuevo—, *las economías emergentes pueden obtener beneficios indirectos significativos de la apertura al capital extranjero, pero deben cuidarse de la dependencia de ciertas formas de capital, particularmente la deuda externa a corto plazo*.

Cuarto, *un sistema financiero profundo y bien regulado puede ayudar a absorber las entradas de capital con más eficacia y a reducir la vulnerabilidad ante entradas de capital volátiles*. Asimismo, puede mejorar la transmisión de la política monetaria y realzar su potencia como herramienta anticíclica. Eso significa que el desarrollo y las reformas del mercado financiero son una prioridad importante en la mayoría de las economías emergentes. Aunque algunas de ellas no sufrieron un duro golpe durante la crisis precisamente porque sus mercados financieros estaban subdesarrollados, ese hecho tiene implicaciones a largo plazo potencialmente negativas para el crecimiento y para la distribución de sus beneficios (véase “Confiar en el gobierno”, en esta edición de *F&D*).

Además, si bien las reservas abundantes de divisas pueden mitigar las vulnerabilidades vinculadas a la crisis, también acarrear costos significativos. Uno de ellos son los intereses que hay que pagar por los bonos públicos utilizados para absorber la liquidez creada por estas entradas (cuando se convierten a moneda nacional). Sin esa esterilización, podría generarse una espiral inflacionaria interna. Hay otros costos más sutiles pero igualmente importantes, como las limitaciones a las políticas internas utilizadas para apuntalar tipos de cambio fijos; esas limitaciones suelen incluir la propiedad de bancos en manos del Estado, fuertes restricciones a los flujos de capital y control estatal de las tasas de interés.

Hacer frente a nuevas cuestiones

La crisis ha dejado detrás una notable dicotomía en las cuestiones de política y riesgos a corto plazo que enfrentan las economías avanzadas y las emergentes. Entre las economías avanzadas, la principal preocupación es la debilidad del crecimiento y las presiones deflacionarias. La política monetaria convencional ha llegado a su límite y la deuda ha alcanzado niveles tan elevados que restringe el margen de acción de la política fiscal. En muchas economías emergentes, por el contrario, el crecimiento ha repuntado con vigor, y algunas de ellas enfrentan una inflación creciente, escaladas de las entradas de capital con el consiguiente riesgo de burbujas en los mercados de activos y de crédito, y la amenaza de una rápida apreciación de la moneda.

Paralelamente al aumento de su peso económico, las economías emergentes tienen cada vez más influencia en el establecimiento de las prioridades internacionales. La consagración extraoficial del Grupo de los Veinte como el órgano principal que dicta la agenda económica mundial les ha conferido a los mercados emergentes un lugar destacado. Lo mismo ocurre en instituciones internacionales como el nuevo Consejo de Estabilidad Financiera y en el Fondo Monetario Internacional, que lleva 65 años en existencia y en el cual las economías emergentes tienen cada vez más voz.

Aunque los mercados emergentes han alcanzado un buen nivel de madurez en muchas dimensiones, aún enfrentan importantes cuestiones de política interna que podrían limitar su potencial de crecimiento. El desarrollo del mercado financiero es esencial para canalizar el ahorro nacional y extranjero de manera más eficiente hacia la inversión productiva. Junto con redes de protección social mejor diseñadas, eso es importante para distribuir los frutos del crecimiento más equitativamente. Es necesario poner énfasis en un crecimiento más equilibrado, en lugar de concentrarse estrictamente en mejorar los resultados finales del PIB sin tener en cuenta las consecuencias redistributivas y ambientales.

La crisis financiera mundial les ofrece a los mercados emergentes una oportunidad extraordinaria para madurar en otra dimensión: asumir más responsabilidad sobre la estabilidad económica y financiera internacional. Aunque los mercados emergentes como China e India siguen siendo relativamente pobres en términos per cápita, es importante que, en vista de su enorme tamaño global, tengan en cuenta las repercusiones regionales y mundiales de las políticas que adoptan. Esto les exigirá participar activamente en la conducción del debate internacional sobre cuestiones de política críticas, como el fortalecimiento de la gobernabilidad económica mundial. A largo plazo se beneficiarán tomando la delantera ante los retos mundiales —desde dismantelar las barreras comerciales hasta hacer frente al cambio climático—, en lugar de centrarse más que nada en sus propios intereses aparentes a corto plazo. ■

M. Ayhan Kose es Asistente del Director del Departamento de Estudios del FMI. Eswar S. Prasad es Profesor Titular de la Cátedra Tolani de Política Comercial de la Universidad de Cornell, Titular de la Cátedra New Century de Economía Internacional y miembro principal de la Brookings Institution e Investigador Adjunto del National Bureau of Economic Research.

Este artículo se basa en Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil, de Kose y Prasad, publicado en noviembre de 2010 por Brookings Institution Press.