

POLÍTICA Y ESTABILIDAD MONETARIA EN EL PERÚ

■
Gustavo Yamada
Diego Winkelried
EDITORES

B 4 6 6 2 3 8



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

POLÍTICA Y ESTABILIDAD MONETARIA EN EL PERÚ

—
Homenaje a Julio Velarde,
Banquero Central del año 2015

—
Gustavo Yamada
Diego Winkelried

EDITORES



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

4

La resiliencia macroeconómica de economías emergentes ante *shocks* externos

Liliana Rojas-Suárez*

¿Cuán resistentes son las economías emergentes ante *shocks* externos adversos? Este capítulo argumenta que las condiciones económicas previas a la realización de un *shock* externo negativo son muy relevantes, e identifica las variables necesarias para evaluar la resiliencia macroeconómica de las economías emergentes. Usando una muestra de veintiún países, se comparan los valores de estas variables en 2007 (año previo a la crisis financiera global) con los correspondientes para 2014, año en que uno de los *shocks* externos más temidos por los países emergentes –la subida de la tasa de interés de los Estados Unidos– aún no se materializaba. Luego, se construye un indicador relativo de resiliencia macroeconómica. El indicador no trae buenas noticias para América Latina, al revelar que el ambiente macroeconómico se volvió menos resiliente en 2014 en comparación con el año 2007. Asimismo, las condiciones de la India y Malasia se deterioraron significativamente. En contraste, Filipinas y Corea del Sur se encuentran entre las economías con mayor fortaleza. A pesar de sus limitaciones, el indicador propuesto puede proveer de información útil a hacedores de políticas económicas en países emergentes.

Palabras clave: economías emergentes, resiliencia, política económica.

Clasificación JEL: E60, F30, F42.

* Este capítulo es una traducción actualizada de Rojas-Suárez (2015). El capítulo no hubiera sido realizado sin la excelente contribución y sugerencias de Brian Cevallos Fujji. Agradezco también la asistencia de Alexis Lim. Colaboraron en la traducción al español del original en inglés Nelson Oviedo, Diego Winkelried y Gustavo Yamada.

4.1 Introducción

El debate sobre proyecciones económicas de corto plazo para los países desarrollados se encuentra en plena ebullición, con dos posiciones claramente divergentes en relación con variables económicas clave como el crecimiento económico y la inflación. Ambos escenarios en las economías avanzadas, no obstante, plantean riesgos importantes para la estabilidad y crecimiento de las economías emergentes.

En el primer escenario, la carga de presiones deflacionarias sobre el crecimiento económico mundial se exagera. La política monetaria expansiva del Banco Central Europeo, por medio de un fuerte incremento de su programa de compra de activos, no logra revitalizar las economías de la eurozona en forma sostenida, ni revertir la deflación. En combinación con un sostenido descenso en los precios internacionales de materias primas, principalmente del petróleo, se produce entonces un período de deflación global.

La principal preocupación, remarcada por Summers (2014, 2015), es que si las expectativas de deflación en economías desarrolladas se acentúan, entonces la demanda agregada global se contraería por la postergación del gasto por parte de hogares y empresas, dada la expectativa de caídas adicionales en precios, exacerbando aún más la espiral deflacionaria y el deterioro de la actividad económica global. Cuanto más prolongada sea esta reducción de la demanda mundial, mayor será el efecto sobre la estabilidad y perspectiva de crecimiento de las economías emergentes.

El segundo escenario, sustentado por un gran número de analistas, es menos pesimista para el mundo desarrollado y supone que la recuperación de los Estados Unidos se aceleraría y alentaría el regreso del crecimiento mundial¹.

En este escenario, el cual carece de preocupaciones deflacionarias, la Fed iniciaría un proceso de normalización de su política monetaria con incrementos en su tasa de interés de referencia durante finales de 2015 o comienzos de 2016. A pesar de que un fuerte crecimiento de los Estados Unidos sería una gran noticia para el mundo, incluso para las economías emergentes, la amenaza en el corto y mediano plazo para estas últimas es que la mencionada normalización conlleve que la reducción de los flujos de capital de inversionistas institucionales hacia estas economías se acelere significativamente, dada la reevaluación de las características riesgo-retorno de sus

¹ Además, a pesar de que el Fondo Monetario Internacional (2015) ha revisado a la baja sus proyecciones de crecimiento mundial para el período 2015-2016, las nuevas predicciones implican un mayor crecimiento para las economías avanzadas en ese período, en contraste con 2013-2014.

portafolios financieros internacionales². Mientras más rápidas y menos anticipadas sean las alzas en las tasas de interés, mayores serán sus impactos sobre los flujos de capital y costos de financiamiento en economías emergentes³.

Estos potenciales vientos en contra se añaden al ya deteriorado entorno macroeconómico externo que los países emergentes enfrentan actualmente. Por ejemplo, el deterioro en los términos de intercambio (asociado a la caída del precio de materias primas) representa un importante *shock* adverso para algunos de ellos. Además, los problemas geopolíticos y económicos causados por el conflicto entre Rusia y Ucrania y una mayor incertidumbre en el mercado internacional de capitales son *shocks* externos adicionales que han afectado a las economías emergentes.

¿Cuán resilientes son las economías emergentes ante condiciones externas adversas y prolongadas? Este capítulo, basado en trabajos anteriores propios y de otros analistas para el período de la crisis financiera internacional, argumenta que las condiciones económicas previas a la realización de un *shock* externo negativo son muy relevantes (véanse, entre otros, Cecchetti, King y Yetman [2011]; Rojas-Suárez y Montoro [2012]). En particular, la literatura ha mostrado que las decisiones de política adoptadas durante el período precrisis tuvieron un papel clave para explicar el desempeño de las economías durante la crisis financiera global.

Tomando lo anterior como punto de partida, el resto de este capítulo se organiza en dos secciones. En la sección 4.2, se procede a identificar las variables necesarias para evaluar la resiliencia macroeconómica de los países emergentes ante *shocks* externos negativos. Usando una muestra de veintiún países, se comparan los valores de las variables identificadas en 2007 (el año previo a la crisis financiera mundial) con los valores correspondientes para el año 2014. En la sección 4.3, se construye un indicador relativo de resiliencia macroeconómica para economías emergentes a partir de las variables seleccionadas. A pesar de algunas limitaciones, el indicador propuesto identifica la posición relativa de un país respecto a otros, y si este ha incrementado o reducido su habilidad para enfrentar *shocks* externos desde la crisis financiera global.

² El Instituto de Finanzas Internacionales (2015) estima que la entrada de capitales hacia los mercados emergentes se contrajo de la cifra récord de US\$ 1,35 billones en 2013 a US\$ 1,1 billones en 2014. Una importante proporción de esta caída se debe al colapso de los flujos hacia Rusia y a un incremento generalizado de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas al final del año. Esto último asociado a la intensificación del conflicto ruso y la posterior caída del precio del petróleo.

³ La literatura sobre dificultades de financiamiento en economías emergentes contiene numerosos ejemplos acerca de los efectos adversos de una fuerte contracción de flujos de capital sobre la estabilidad económica y financiera. Véase, por ejemplo, Calvo, Izquierdo y Mejía (2014).

4.2 Determinantes de la resiliencia macroeconómica

La resiliencia macroeconómica se define de manera amplia en esta sección. Una economía se define como altamente resiliente ante *shocks* externos adversos si es que estos no generan una aguda contracción del crecimiento económico, una severa caída en la tasa de crecimiento del crédito real y/o en el surgimiento de situaciones de inestabilidad en el sector financiero. En contraste con trabajos previos, por ejemplo Rojas-Suárez y Montoro (2012), este capítulo no provee una medición específica del desempeño macroeconómico. En lugar de ello, sobre la base de la literatura en el tema, nos enfocamos en el comportamiento de las variables que han demostrado afectar el desempeño macroeconómico.

Bajo este concepto amplio, la resiliencia macroeconómica de un país ante *shocks* externos puede ser caracterizada por dos dimensiones: (i) la capacidad para resistir el impacto de un *shock* externo adverso y (ii) la capacidad para implementar rápidamente políticas que contrarresten los efectos del *shock* sobre la estabilidad económica y financiera (Rojas-Suárez y Montoro 2012).

En esta sección, se identifica un conjunto de variables que mide ambas dimensiones y se compara el comportamiento de cada variable en 2007 (año previo a la crisis financiera) respecto al final del año 2014, para veintiún economías emergentes. Este ejercicio ayuda a identificar cuáles de los determinantes de la resiliencia macroeconómica han empeorado desde la crisis financiera global. Los países incluidos en la muestra pertenecen a tres regiones: América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), Asia Emergente (China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas y Tailandia), y Europa Emergente (Bulgaria, República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y Rumania). El criterio para incluir países dentro de la muestra es la disponibilidad de información comparable.

4.2.1 Primera dimensión: costo y disponibilidad de financiamiento externo

El incremento del costo y la menor disponibilidad de financiamiento externo son consecuencias muy conocidas derivadas de *shocks* externos profundos sobre economías emergentes. Un *shock* externo adverso es capaz de deteriorar las perspectivas de crecimiento y la estabilidad financiera de un país, de modo que los principales inversionistas internacionales se encontrarían menos dispuestos a financiar proyectos o invertir en dicho país.

Este efecto ocurre tanto si el *shock* es de naturaleza financiera (por ejemplo, un incremento significativo en las tasas de interés internacionales), como comercial (por ejemplo, una fuerte contracción de la demanda agregada de los bienes de exportación del país). Mientras que los *shocks* financieros generan presiones directamente sobre el incremento del costo del financiamiento externo, un *shock* comercial adverso genera indirectamente presiones similares, ya que los costos de fondeo suben por una mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas.

A pesar de que las economías abiertas financieramente tienden a ser directamente más vulnerables ante *shocks* financieros negativos, la crisis financiera global demostró que las economías abiertas al comercio internacional también son fuertemente vulnerables ante este tipo de *shocks*, debido a que el financiamiento del comercio internacional es una fuente clave de recursos.

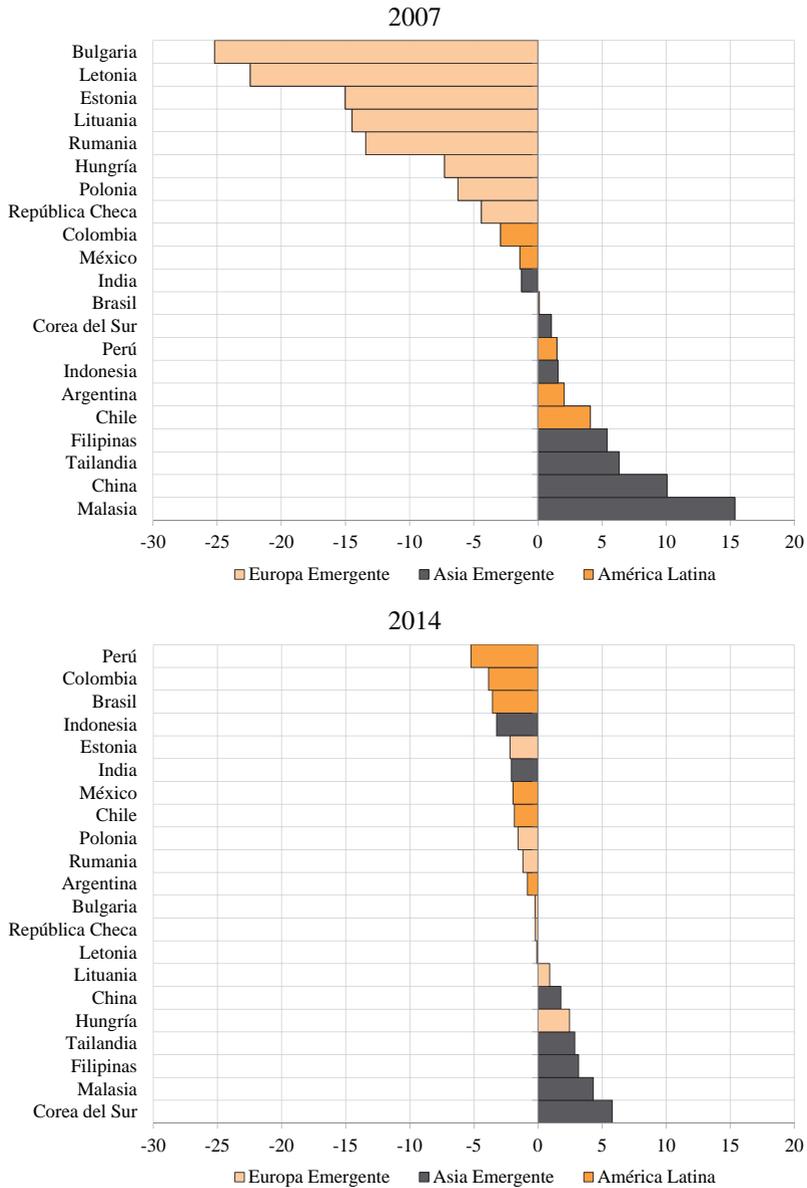
Los potenciales efectos desestabilizadores de un *shock* externo adverso en el entorno macroeconómico de una economía emergente dependerán, entre otros factores, de la necesidad de financiamiento externo, la solvencia externa y la posición de liquidez internacional de cada país. Las siguientes variables son usadas como indicadores de la posición externa de cada país en el período previo a un *shock* externo.

4.2.1.1 *Balanza en cuenta corriente como porcentaje del PBI*

La balanza en cuenta corriente como porcentaje del PBI representa la necesidad de financiamiento externo de una economía. Un elevado déficit en cuenta corriente necesita ser financiado con entradas netas de capital o mediante el uso de reservas internacionales. Una comparación de las balanzas en cuenta corriente en 2007, el año previo a la crisis financiera, y el dato con frecuencia anual más reciente disponible (2014) indica importantes diferencias en la evolución en la necesidad de financiamiento externo entre las tres regiones analizadas.

Como se muestra en el gráfico 4.1, Europa Emergente se encontraba pobremente posicionada en 2007 para enfrentar el colapso del financiamiento externo que ocurrió durante la crisis financiera. Diversos factores, especialmente las expectativas poco realistas acerca de un rápido ingreso a la eurozona, desembocaron en una posición excesivamente riesgosa y en altos niveles de deuda asumida por los sectores público y privado de dichos países. Esto se reflejó en déficits en cuenta corriente elevados y ratios extremadamente altos de deuda externa con respecto al PBI. En cambio, Asia Emergente y la mayor parte de países de América Latina reportaron superávits.

Gráfico 4.1 Balanza en cuenta corriente (% del PBI)



Fuente: FMI. Elaboración propia.

La situación del año 2014 (que continúa en la actualidad) es drásticamente distinta. La desaceleración económica de Europa Emergente, así como los ajustes de política implementados en estos países para enfrentar la crisis, se han reflejado en sus balanzas de pagos. En 2014, los países de Europa Emergente mostraron pequeños déficits en cuenta corriente e incluso algunos lograron superávits (Lituania y Hungría). Por el contrario, todos los países de América Latina reportaron déficits en cuenta corriente.

Este resultado refleja la combinación de una conducta excesivamente confiada, la consecuente ausencia de suficientes reformas económicas durante el período postcrisis y (hasta cierto punto) mala suerte. Mientras que la drástica caída de los precios de materias primas entre los años 2013 y 2014 se encontraba fuera del control de la región, la falta de reformas para enfrentar el déficit de ahorro sobre la inversión no lo estaba. Los “buenos años” de altos precios de materias primas no fueron empleados para protegerse de la eventual caída de estos precios.

En general, los países de Asia Emergente, hoy en día, se encuentran mejor posicionados que otros países emergentes en relación con sus necesidades de financiamiento. Sin embargo, los superávits de cuenta corriente han descendido en todos estos países, con India e Indonesia incluso mostrando déficits.

4.2.1.2 *Deuda externa total como porcentaje del PBI*

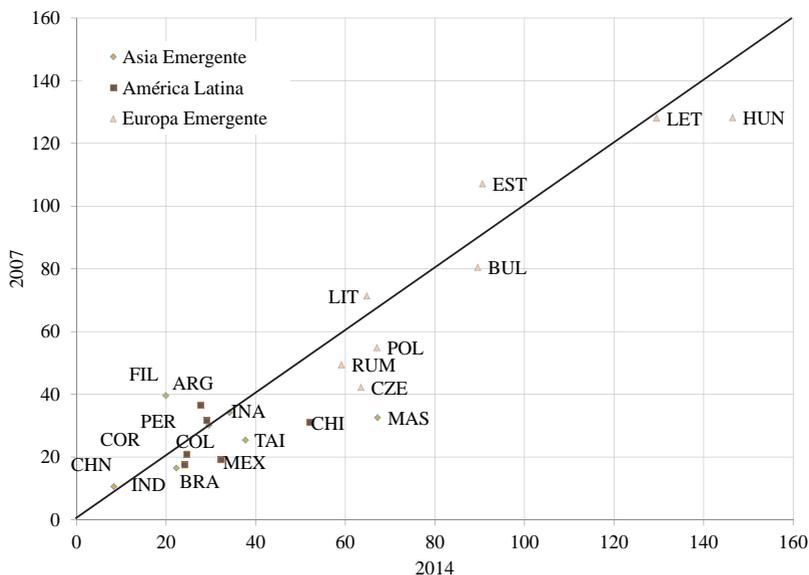
El ratio de deuda externa total (que incluye tanto las deudas públicas como las privadas) respecto del PBI es usado como un indicador general de la capacidad de un país para enfrentar sus obligaciones externas. Esta variable puede ser considerada como un indicador de solvencia.

El gráfico 4.2 compara el comportamiento de esta variable en los años 2007 y 2014. Los países ubicados por encima de la línea de 45 grados son aquellos cuyo ratio de endeudamiento externo ha descendido desde la crisis financiera. Aquellos ubicados por debajo de la línea de 45 grados han incrementado su ratio de endeudamiento externo y, por lo tanto, según este indicador, su desempeño macroeconómico es más vulnerable ante *shocks* externos adversos.

Los cambios en este ratio son especialmente relevantes en países altamente endeudados. Una reducción en la dependencia en deuda externa en estos países puede disminuir su vulnerabilidad ante *shocks* externos severos (que reducirían sus ingresos

y su capacidad de cumplir sus obligaciones externas). En este sentido, aquellas economías altamente endeudadas debajo de la línea son las más vulnerables⁴.

Gráfico 4.2 Deuda externa total (% del PBI)



Fuente: Banco Mundial (Quarterly External Debt Statistics). Elaboración propia.

Tres conclusiones principales se pueden extraer a partir de este indicador. Primero, en la mayoría de los países los ratios de deuda externa se han mantenido bajos o moderados, sin cambios significativos entre los años 2007 y 2014. Una excepción que vale la pena señalar es Filipinas, que logró reducir a la mitad su ratio de deuda (desde casi 40 por ciento en 2007 a 20 por ciento en 2014).

⁴ Es importante aclarar que la discusión en este capítulo no implica que las economías emergentes no deberían emitir deuda en los mercados de capitales internacionales. De hecho, el acceso a estos mercados puede ser sumamente beneficioso para estos países. El mensaje es que los altos ratios de endeudamiento pueden incrementar la vulnerabilidad de un país ante *shocks* que reduzcan su capacidad de repago. A pesar de que existe un gran debate acerca de la definición exacta de “endeudamiento excesivo”, en este capítulo no se asume una posición en relación con un umbral específico. Sin embargo, se genera preocupación cuando los ratios de deuda externa se incrementan a “tasas rápidas” y alcanzan niveles que son sostenibles para economías avanzadas (dado que sus deudas pueden ser contraídas en la misma moneda que emiten), pero no para economías emergentes (cuyas monedas carecen de mercados profundos al no ser altamente transadas a nivel internacional).

Segundo, Europa Emergente se mantiene como la región con el mayor ratio de deuda externa. A pesar de que sus necesidades de financiamiento (reflejadas en sus balanzas en cuenta corriente) se han reducido significativamente, su *stock* de deuda se mantiene extremadamente alto en la mayoría de países, el cual es una gran fuente de vulnerabilidad, como se menciona también en los más recientes reportes del Fondo Monetario Internacional.

Tercero, Malasia se dirige rápidamente a incorporarse al grupo de países altamente endeudados. Su ratio de deuda externa en relación con el PBI, alrededor del 70 por ciento a finales de 2014, se ha duplicado desde la crisis financiera internacional. Este desarrollo diferencia a Malasia de los demás países de Asia Emergente y puede ser atribuido principalmente al rápido incremento del endeudamiento externo del sector privado.

4.2.1.3 *Deuda externa de corto plazo entre reservas internacionales brutas*

El ratio de deuda externa de corto plazo como proporción de las reservas internacionales brutas captura el grado de restricciones de liquidez que enfrenta una economía. Al enfrentar un *shock* externo negativo, las economías requieren mostrar que cuentan con recursos inmediatamente disponibles para cumplir con sus obligaciones. La necesidad de pasar la “prueba de liquidez” es esencial para las economías emergentes dado que estas no pueden emitir “monedas duras”, es decir monedas que son transadas internacionalmente en mercados líquidos.

Por ello, la acumulación de gran cantidad de reservas internacionales y los límites a los montos de deuda externa de corto plazo ayudan significativamente a los países emergentes a mantener su solvencia internacional y, así, contener el impacto de *shocks* sobre la estabilidad macroeconómica y el crecimiento económico.

Un punto por enfatizar es que la restricción de liquidez enfrentada por las economías emergentes (y no por los países desarrollados emisores de divisas) no puede ser resuelta por la completa flexibilización del tipo de cambio. La razón es que, al enfrentar un *shock* externo negativo, incluso una fuerte depreciación del tipo de cambio no puede generar suficientes recursos (mediante mayores exportaciones) lo suficientemente rápido como para cubrir amortizaciones externas y cumplir con el pago de intereses. Esto explica (i) la gran acumulación de reservas internacionales por la mayor parte de economías emergentes y (ii) la elección de una mayor pero no completa flexibilización del tipo de cambio de varias economías emergentes.

De manera similar al gráfico 4.2, de acuerdo con este indicador, los países por debajo de la línea de 45 grados en el gráfico 4.3 muestran una mayor vulnerabilidad macroeconómica ante un *shock* externo. Los cambios en el ratio de deuda externa de corto plazo en relación con las reservas internacionales son extremadamente significativos para todas las economías emergentes y no solo para los países altamente endeudados. Aun si el ratio de deuda externa total de un país es bajo, este podría enfrentar un significativo riesgo de refinanciamiento si la mayor parte de su deuda es de corto plazo y un *shock* externo reduce su acceso a mercados de capital internacionales. Bajo estas circunstancias, la disponibilidad de reservas internacionales para sustituir la pérdida de acceso a liquidez internacional puede marcar la diferencia en las percepciones de riesgo de moratoria.

Debido a las amplias diferencias de escala, el gráfico 4.3 está dividido en dos paneles. El panel inferior muestra los países de Europa Emergente, mientras que el panel superior muestra los demás países emergentes incluidos en la muestra⁵.

Es importante notar que, en este gráfico, Corea del Sur y, en un menor grado, Chile han mejorado significativamente su ratio de deuda de corto plazo respecto a las reservas internacionales. Algunos analistas han criticado la gran acumulación de reservas de las economías emergentes con el argumento de que estos recursos pudieron haber sido usados para financiar actividades consideradas más productivas (véase, por ejemplo, Summers [2006]). Sin embargo, mientras que las reservas internacionales se han incrementado en términos absolutos, el gráfico 4.3 muestra que, en términos relativos a la deuda externa de corto plazo, ¡las reservas disminuyeron en muchos países desde el inicio de la crisis financiera global! En este sentido, las inversiones en autoseguro frente a los altibajos de los mercados de capitales son altamente productivas para la estabilidad financiera de largo plazo, a pesar de no ser el mecanismo más eficiente de aseguramiento (tema de discusión para otro estudio).

Una observación adicional es que Malasia y Argentina destacan por su significativo incremento de vulnerabilidad financiera y macroeconómica ante *shocks* externos, pero por razones distintas. En Malasia, el amplio incremento de la deuda externa total (mostrado en el gráfico 4.2) se debe principalmente a endeudamiento de corto plazo. Un *shock* negativo que implique una fuerte depreciación del ringgit puede causar una severa salida de capitales debido a una mayor preocupación acerca de la capacidad de

⁵ Dado que la adhesión a la eurozona contribuye a la resiliencia de países de Europa Emergente, las contribuciones de activos extranjeros de Estonia y Letonia al Banco Central Europeo (en enero de 2011 y enero de 2014, respectivamente) han sido incluidas en las reservas internacionales de estos países.

pago del sector privado malasio con alto endeudamiento en moneda extranjera. Por su parte, en Argentina, que no tiene acceso a los mercados de capitales internacionales, el deterioro del ratio es explicado por la gran pérdida de reservas internacionales sufrida en años recientes. El manejo inadecuado de políticas económicas internas es la principal razón detrás del débil comportamiento económico argentino.

4.2.2 Segunda dimensión: capacidad de respuesta

La capacidad de un país para reaccionar rápidamente ante un *shock* externo negativo depende largamente de la habilidad de sus autoridades para implementar políticas fiscales y monetarias contracíclicas. Por lo tanto, las variables incluidas en esta sección se refieren a la posición fiscal y monetaria de los países.

La posición fiscal está caracterizada por dos variables: el balance fiscal como ratio del PBI (una variable de flujo) y el ratio de deuda pública en relación con el PBI (una medida de *stock*). La posición monetaria está caracterizada por dos variables que explicaremos más adelante: el valor al cuadrado de la desviación de la inflación respecto de la meta de inflación y una medida de fragilidad financiera. Estas variables evalúan si la posición deseada de política monetaria es consistente con la estabilidad de precios y financiera.

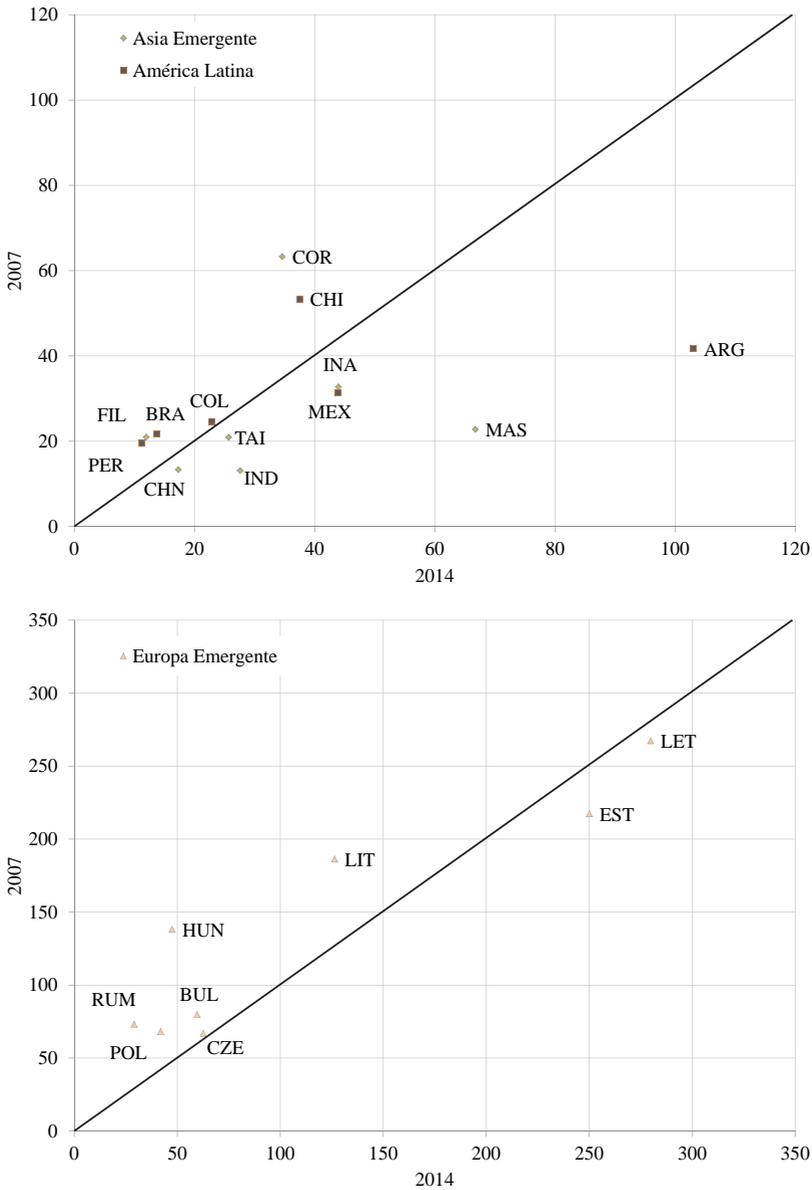
4.2.2.1 Balance fiscal respecto del PBI

Los países con sólidas cuentas fiscales antes de un *shock* externo estarían en una mejor posición para implementar políticas contracíclicas que los países con amplios déficits⁶. Este argumento es mucho más importante para economías emergentes que para las desarrolladas. Mientras que las últimas tienen la capacidad de financiar sus déficits colocando deuda pública en mercados de capitales nacionales y líquidos, las primeras no cuentan con esta ventajosa opción.

El gráfico 4.4 muestra un dramático cambio en las posiciones fiscales desde la crisis financiera. En 2007, un significativo número de países se encontraban aptos para enfrentar la crisis con sólidas posiciones fiscales. Chile se destacó por un amplio superávit fiscal que fue sumamente útil para implementar un significativo incremento del gasto público durante la crisis, sin comprometer su estabilidad macroeconómica.

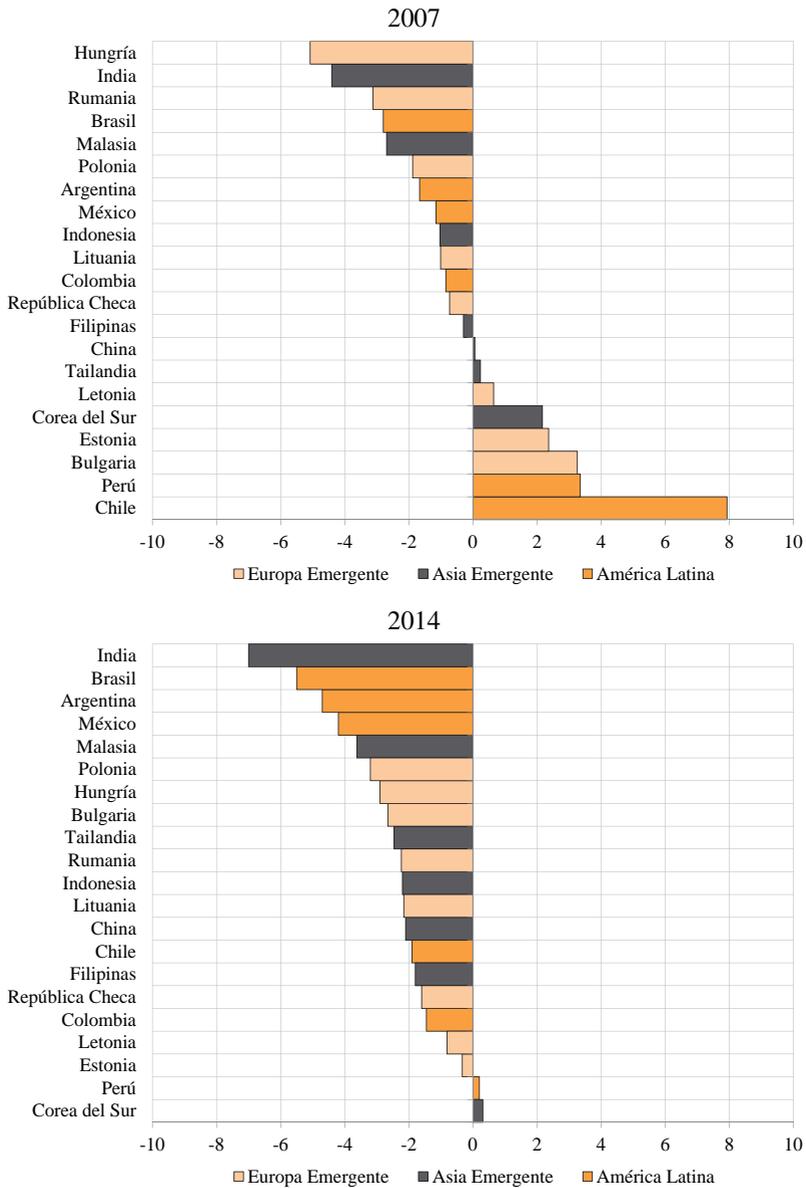
⁶ Se escogió un concepto amplio de la posición fiscal a causa de las diferencias significativas en agregación de las cuentas fiscales entre los distintos países de la muestra.

Gráfico 4.3 Deuda externa de corto plazo (% de las reservas internacionales brutas)



Fuentes: Banco Mundial (Quarterly External Debt Statistics) y FMI. Elaboración propia.

Gráfico 4.4 Balance fiscal (% del PBI)



Fuente: FMI. Elaboración propia.

En contraste, con excepción de Hungría y Rumania, las economías emergentes mostraron posiciones fiscales más débiles al final de 2014. Solo Corea del Sur y el Perú mostraron superávits fiscales, aunque mucho menores que los correspondientes a 2007. Las posiciones fiscales de la India y Brasil, dos de los países emergentes más importantes, son particularmente notorias y materia de preocupación para sus autoridades.

Este deterioro fiscal general es explicado, en parte, por factores externos. La caída del crecimiento en economías desarrolladas y, por tanto, la desaceleración de la demanda mundial han contribuido al descenso de la actividad económica y la recaudación tributaria en muchos países. En algunas economías este efecto ingreso ha sido reforzado por un efecto precio negativo, debido al descenso en los precios de las materias primas. Sin embargo, la ausencia de reformas necesarias a nivel nacional pone en riesgo los balances fiscales en un momento en el que el contexto externo no favorece el crecimiento.

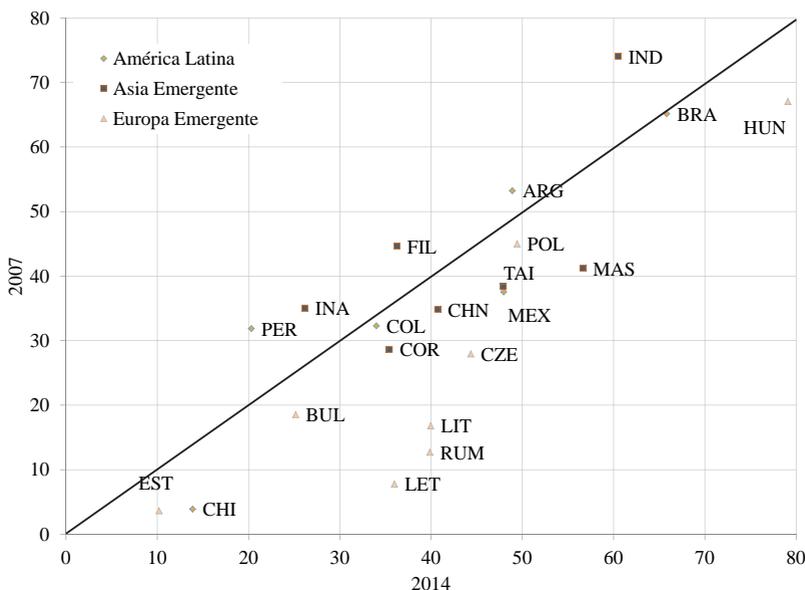
4.2.2.2 *Deuda pública respecto al PBI*

El ratio de deuda pública sobre PBI también indica la capacidad del gobierno para implementar políticas fiscales contracíclicas. Aun con una posición fiscal sólida, las autoridades podrían ser reticentes a realizar expansiones fiscales netas para contrarrestar el efecto contractivo de un *shock* externo, si dicha expansión agrava un problema inicial de elevado *stock* de deuda.

Así como en la discusión de otras variables, de acuerdo con este indicador, los países por debajo de la línea de 45 grados en el gráfico 4.5 muestran un incremento en vulnerabilidad macroeconómica ante *shocks* externos en relación con 2007. De manera consistente con el deterioro de balances fiscales, la mayoría de los gobiernos en la muestra han incrementado sus ratios de deuda. De hecho, los países que mostraron mayores ratios de deuda pública respecto del PBI en 2014 (Hungría, India, Brasil, Argentina, Malasia, Polonia, Tailandia y México) se encuentran entre los países con los mayores déficits fiscales en dicho año (véase el gráfico 4.4)⁷.

El caso de Malasia merece especial atención. Como se discutió, este país se destaca por el significativo incremento del endeudamiento externo de corto plazo, principalmente por actividades privadas.

⁷ A pesar de la reducción de su ratio de deuda pública desde la crisis financiera mundial, la India continúa ubicándose entre las economías con mayor endeudamiento de la muestra.

Gráfico 4.5 Deuda pública (% del PBI)

Fuente: FMI. Elaboración propia.

No obstante, como se muestra en el gráfico 4.5, el sector público también ha incrementado su ratio de endeudamiento, pero, en contraste con el privado, a partir de una mayor deuda interna. Así, en relación con 2007, no solo el desempeño financiero y macroeconómico de Malasia se ha vuelto más vulnerable ante *shocks* externos (ya que estos afectarían la capacidad de pago de deuda externa del sector privado), sino que también el alto ratio de deuda pública interna impondría importantes fragilidades ante un nuevo *shock* externo.

En el lado positivo, la reducción de deuda pública respecto del PIB en Filipinas, Indonesia y el Perú ubicó a estos países dentro de las mejores posiciones en 2014.

4.2.2.3 Desvío al cuadrado de la inflación respecto de su meta

El desvío de la inflación respecto de su meta anunciada captura las restricciones para la implementación de política monetaria contracíclica si la economía está enfrentando presiones inflacionarias o deflacionarias en el momento del *shock*. Por ejemplo, si el *shock* externo se manifiesta a través de una escasez de la liquidez bancaria y una

reducción en la expansión de crédito interno, los banqueros centrales desearían reducir su tasa de interés de política.

Sin embargo, esta política podría no ser implementada si la economía se encuentra en un período de altas tasas inflacionarias, ya que la reducción en tasas de interés exacerbaría las presiones inflacionarias. Asimismo, el *shock* externo podría requerir de un incremento en la tasa de interés, una opción que no sería implementada si la economía enfrentara presiones deflacionarias.

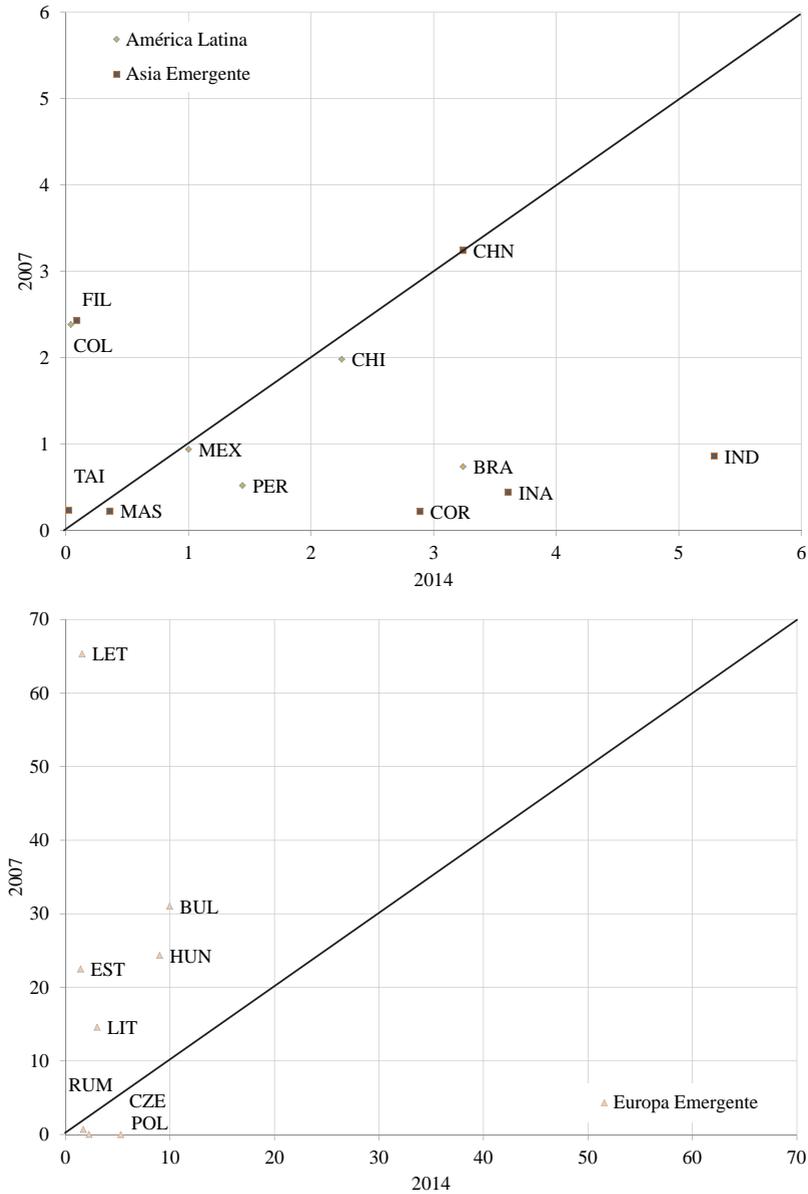
Para medir las restricciones inflacionarias (o deflacionarias) que enfrentan los banqueros centrales para conducir políticas monetarias contracíclicas, se calcula la desviación al cuadrado de la inflación observada respecto de la inflación meta anunciada. Este procedimiento tiene limitaciones, pero un mayor valor de esta variable implica mayores restricciones para los bancos centrales para introducir políticas monetarias contracíclicas. En ese sentido, amplias desviaciones, positivas o negativas, respecto de la inflación objetivo son consideradas igualmente perjudiciales para la implementación de políticas contracíclicas.

El gráfico 4.6 presenta los resultados de estas estimaciones y compara la posición para cada país entre el período precrisis (2007) y al final de 2014. Los países situados por debajo de la línea de 45 grados muestran mayores desviaciones inflacionarias actualmente que en 2007. Los países de Europa Emergente se muestran en un panel distinto (derecha) debido a las diferencias de escala en comparación con los demás países de la muestra.

El primer hecho por destacar es la importante corrección de la inflación en países de Europa Emergente que sufrían altas tasas de inflación en 2007 (Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia y Lituania). Los programas de ajuste y las reformas favorecieron el descenso de la inflación en el período postcrisis.

Sin embargo, es necesaria una aclaración. Mientras que la inflación observada en 2014 se encontraba más cerca de la inflación meta que en 2007 (por lo tanto, estos países se encuentran por debajo de la línea de 45 grados), dichas tasas en 2014 fueron extremadamente bajas, e incluso negativas en algunos casos (la inflación se encontró entre $-1,15$ por ciento para Bulgaria y $1,20$ por ciento para Rumania). Esta es una limitación del gráfico, ya que no logra capturar la rápida reversión de una situación de elevada inflación a otra deflacionaria. Este ejemplo recalca la importancia de conocer las características específicas de cada país analizado.

Gráfico 4.6 Desvío de la inflación respecto de su meta (al cuadrado)



Fuentes: Goldman Sachs Global Macro Research, bancos centrales nacionales y FMI. No incluye a Argentina. Elaboración propia.

Para el resto de economías emergentes, los resultados más resaltantes son los siguientes. Primero, a causa del altísimo nivel inflacionario observado en Argentina en 2014 (23,9 por ciento de acuerdo con autoridades nacionales, como el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, pero cerca de 40 por ciento de acuerdo con estimaciones del mercado), este país no se incluye en el gráfico (sin embargo, la inflación de este país si se considerará en el indicador global de resiliencia que se detalla en la siguiente sección). Si se hubiera incluido, Argentina se encontraría muy por debajo y a la derecha de la línea de 45 grados.

Segundo, el incremento de la inflación en la India en el período postcrisis ha aumentado su vulnerabilidad, de acuerdo con este indicador. Brasil e Indonesia siguen a continuación en términos de incremento en vulnerabilidad; el primero debido a que su inflación prácticamente se duplicó entre 2007 y 2014, y el último a causa de una combinación de creciente inflación y una reducción de la meta de inflación.

Tercero, las presiones deflacionarias en Corea del Sur (la inflación en 2014 fue solo de 0,8 por ciento) han incrementado significativamente la desviación de la inflación respecto de su meta. Sin embargo, las buenas noticias en el caso de Corea del Sur son que sus autoridades cuentan con un importante número de herramientas monetarias no convencionales a disposición para enfrentar *shocks* externos⁸. Más aún, su sólida posición en cuenta corriente (gráfico 4.1) favorece la estabilidad del won ante un *shock* externo adverso.

Finalmente, Filipinas y Colombia destacaron debido a una importante mejora en sus tasas inflacionarias entre 2007 y 2014. Al igual que Tailandia, en ambos países la inflación observada se situó dentro de su rango meta. Cabe señalar que la situación inflacionaria de muchos países de América Latina, incluyendo Colombia, ha cambiado en 2015 (no representado en los gráficos de este capítulo). Fuertes depreciaciones de las monedas locales, como respuesta a la continuación de la disminución del precio de las materias primas y al incremento de incertidumbres en los mercados internacionales de capitales, se han traducido en incrementos de la inflación por encima de la meta. En estas circunstancias, una serie de bancos centrales de la región han incrementado la tasa de política monetaria.

⁸ Por ejemplo, durante la crisis financiera mundial, el Banco Central de Corea inyectó liquidez en moneda extranjera al sector financiero de manera directa.

4.2.2.4 Una medida de fragilidad financiera

Las fragilidades del sector financiero, manifestadas ya sea por una expansión insostenible del crédito (*boom* crediticio) o una significativa insuficiencia de crédito para sostener la actividad económica (*bust* crediticio), son una gran restricción para el manejo de la política monetaria. Por ejemplo, un *shock* externo negativo, a pesar de ser temporal, podría exponer las vulnerabilidades del sector bancario asociadas a una excesiva expansión del crédito y, como resultado, podrían emerger severos problemas bancarios. Dado que la resolución de crisis bancarias toma largo tiempo, la autoridad monetaria podría estar presionada a reducir las tasas de interés y mantenerlas así por mucho tiempo (para contener el incremento de préstamos morosos).

Para capturar la gravedad de este obstáculo en el manejo de la política monetaria, es necesario identificar los umbrales del crecimiento del crédito real que determinen si la variación observada en el crédito real podría estar asociada a un *boom* o a un *bust*. Para ello, se sigue la metodología de Mendoza y Terrones (2008).

El indicador de fragilidad financiera, Φ , es calculado como:

$$\Phi = (\Delta RC^{boom} - \Delta RC_t) \times (\Delta RC_t - \Delta RC^{bust}),$$

donde ΔRC_t es la tasa de crecimiento del crédito real en el período t , ΔRC^{boom} es el umbral para el crecimiento del crédito en caso de un *boom* crediticio y ΔRC^{bust} es el umbral en caso de un *bust* crediticio⁹.

Si la economía no se encontrara ni en un *boom* o *bust* crediticio, entonces la tasa de crecimiento observada del crédito real (ΔRC_t) sería mayor que el umbral del *bust* (ΔRC^{bust}) y menor que el umbral del *boom* (ΔRC^{boom}). En este caso, el indicador Φ tomaría un valor positivo. Si, en lugar de ello, la economía estuviera pasando por un *boom* crediticio, ΔRC_t sería mayor que ΔRC^{boom} y Φ tomaría un valor negativo. Alternativamente, si la economía atravesase por un *bust* crediticio, ΔRC_t sería menor que ΔRC^{bust} y Φ tomaría un valor negativo.

⁹ Para la definición de umbrales, Mendoza y Terrones (2008, 2012) usan el filtro Hodrick-Prescott (HP) para calcular el componente cíclico del logaritmo del crédito real. En este capítulo, el filtro HP es usado para calcular el componente cíclico de la tasa de crecimiento del crédito real. Los umbrales para los *booms* y *busts* crediticios para cada país son definidos como la desviación estándar de este componente cíclico para el período total de la muestra, multiplicado por 1,5 y -1,5 respectivamente. Para cada país, el período de la muestra para el cálculo de los umbrales va desde el primer trimestre de 1991 hasta el primer trimestre de 2014, sujeto a la disponibilidad de datos.

La estimación de este indicador para los países de la muestra para los años 2007 y 2014 se presenta en el gráfico 4.7. De acuerdo con estos resultados, todos los países en los que el indicador tomó un valor negativo experimentaron *booms* crediticios en 2007. La mayoría de países de Europa Emergente pertenecen a esta categoría. Las expectativas poco realistas acerca de una rápida entrada a la eurozona (y la expectativa asociada de un incremento de riqueza neta) avivaron una rápida expansión del crédito real en estas economías y debilitaron sus posiciones financieras. Algunos pocos países, como la India y Colombia, también experimentaron un rápido crecimiento del crédito real en el año previo a la crisis financiera global.

Por su parte, Chile y la mayor parte de los países del este asiático fueron los que obtuvieron mejores resultados de acuerdo con este indicador. El crédito real creció siguiendo una tendencia muy similar al período precrisis, con ausencia de fragilidades financieras. Esto favoreció notablemente la implementación de políticas monetarias contracíclicas durante la crisis.

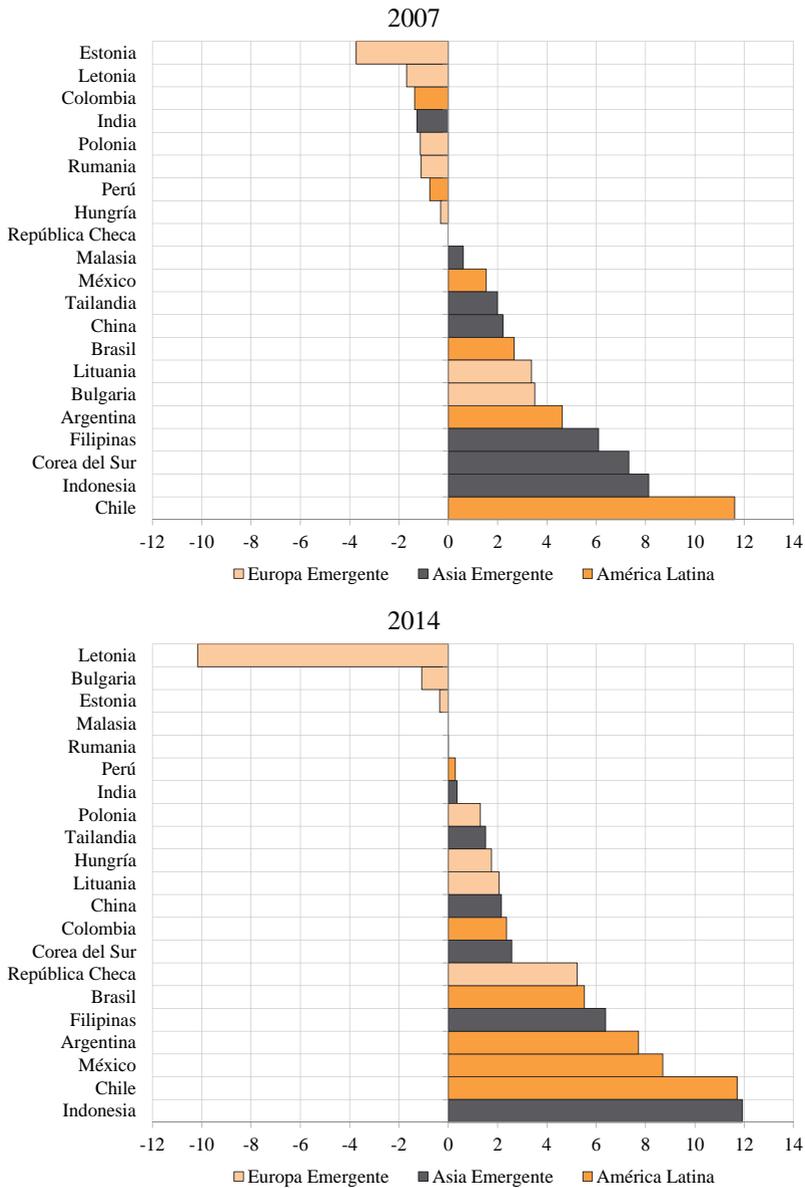
A finales de 2014, las condiciones crediticias fueron bastante distintas a las de 2007. Los países más vulnerables, desde la perspectiva de este indicador, seguían estando en Europa Emergente (Letonia, Bulgaria y Estonia), pero ahora pasando por *busts* crediticios en lugar de *booms*. En tales casos, si un *shock* externo negativo adicional se produjera, los bancos centrales enfrentarían dificultades para implementar políticas contracíclicas, ya que el *shock* agravaría más la crítica situación crediticia.

Sin embargo, las buenas noticias son que, en la mayoría de los países emergentes de la muestra, el comportamiento del crecimiento del crédito real no sería materia de preocupación y no implicaría restricciones severas para la implementación de políticas contracíclicas en caso se materializara un *shock* externo negativo.

4.3 Armando el rompecabezas: un indicador general de resiliencia

Cada una de las siete variables discutidas previamente presenta una visión parcial de la resiliencia macroeconómica (definida ampliamente) de las economías emergentes ante *shocks* externos. Algunos países mostraron una mayor fortaleza en algunas variables, pero no en otras, en el año 2014 en relación con el período previo a la crisis. No obstante, en otros países muchas de las variables muestran indicios de una menor resiliencia. En esta sección se construye un indicador que combina estas variables para brindar una visión más integral de la resiliencia macroeconómica relativa entre países.

Gráfico 4.7 Indicador de fragilidad financiera



Notas: las cifras negativas indican la presencia de un *boom* o un *bust* crediticio. Elaboración propia.

El indicador se construye siguiendo la metodología simple de Rojas-Suárez y Montoro (2012). Primero, para permitir la comparabilidad entre variables, cada una de ellas es estandarizada, sustrayendo el promedio entre países y dividiendo entre la desviación estándar. Segundo, las variables cuyo incremento en valor implica una reducción en resiliencia (un incremento en vulnerabilidad) son multiplicadas por -1 . Finalmente, el indicador es simplemente el valor promedio de las variables estandarizadas¹⁰. Por supuesto, esta metodología implica que estamos analizando la resiliencia macroeconómica *relativa* entre los países de la muestra.

El cuadro 4.1 presenta los resultados de este ejercicio. Los valores para el indicador de 2007 y 2014 son presentados junto con los *rankings* por países para ambos años. De acuerdo con esta metodología, mientras mayor sea el valor del indicador, mayor se estima que será la resiliencia macroeconómica ante *shocks* externos.

Los *rankings* por países para 2007 reflejan con bastante precisión el efecto observado de la crisis financiera en economías emergentes. Como se ha documentado ampliamente, los países cuyo desempeño macroeconómico fue más afectado por la crisis (los menos resilientes) fueron los de Europa Emergente, y esto es precisamente lo que el indicador revela. De acuerdo con el indicador en 2007, cinco de las seis peores posiciones fueron ocupadas por países de esa región (Argentina también se encontró dentro de los peor ubicados). En contraste, la mayor parte de las mejores posiciones se concentraron en Asia Emergente. Como región, Latinoamérica se ubica en medio del cuadro, pero algunos de los países alcanzaron altas posiciones, entre los que destaca Chile, que se posicionó en primer lugar.

Así, los resultados de este ejercicio para 2007 apoyan el argumento de que las condiciones en el período previo al inicio de un *shock* externo negativo son centrales para determinar la resiliencia de una economía emergente ante el *shock*. En 2007, un analista que hubiera estudiado las pocas variables discutidas en este capítulo habría sido capaz de predecir con gran precisión la resiliencia financiera y económica relativa de los países emergentes ante la crisis financiera global.

Con datos de finales del año 2014, cuando ya existía un marcado pesimismo acerca del entorno global y sus efectos en las economías emergentes, ¿qué países emergentes podrían ser identificados como más resilientes a un deterioro adicional del entorno internacional? Este capítulo provee una respuesta en la última columna del cuadro 4.1.

¹⁰ Alternativamente, el indicador pudo haber sido construido agregando los valores de variables estandarizadas, como en Gros y Mayer (2010).

Cuadro 4.1 *Indicador de resiliencia*

	2007		2014		
	Indicador	Puesto	Indicador	Puesto	
América Latina					
Argentina	-0,46	18	-2,06	21	↓
Brasil	0,02	12	-0,34	15	↓
Chile	1,24	1	0,55	3	↓
Colombia	0,12	10	0,29	8	↑
México	0,20	9	0,12	9	
Perú	0,39	5	0,34	7	
Asia Emergente					
China	0,52	3	0,37	4	
India	-0,27	15	-0,62	18	↓
Indonesia	0,46	4	0,35	6	↓
Corea del Sur	0,58	2	0,72	2	
Malasia	0,27	8	0,00	12	↓
Filipinas	0,38	7	0,75	1	↑
Tailandia	0,39	6	0,35	5	
Europa Emergente					
Bulgaria	-0,31	16	-0,49	17	
República Checa	0,04	11	0,11	10	
Estonia	-0,68	19	-0,19	14	↑
Hungría	-1,21	20	-0,90	20	
Letonia	-1,38	21	-0,85	19	↑
Lituania	-0,39	17	-0,10	13	↑
Polonia	-0,26	14	-0,37	16	↓
Rumania	-0,18	13	0,01	11	↑

Notas: elaboración propia. ↑ [↓] denota países que, a 2014, mejoraron [deterioraron] su ubicación desde 2007 en dos posiciones o más.

El nuevo *ranking* no trae buenas noticias para Latinoamérica. Cuatro de los seis países en la muestra han empeorado su posición en el *ranking*. Esto incluye a Argentina, que se ubica ahora en la última posición. Como se discutió a lo largo de este capítulo, existió cierta mala suerte en Latinoamérica en relación con los desfavorables términos de intercambio, pero también se desaprovechó la oportunidad de implementar reformas necesarias en los buenos años postcrisis.

A pesar de la gran mejora de Filipinas, que para finales de 2014 ocupaba la primera posición del *ranking*¹¹, y la fortaleza sostenida de Corea del Sur, el desempeño macroeconómico de Asia Emergente como región no es tan resiliente como solía serlo. La posición de la India se ha deteriorado significativamente y Malasia se ha unido al grupo de países menos resilientes. A pesar del reciente debilitamiento de las condiciones fiscales, China se mantiene sólida en la cuarta posición global.

Europa Emergente es la región que mejoró en mayor medida en el *ranking*. Esto se debe principalmente a los profundos desbalances económicos en el período precrisis que ahora están siendo corregidos. Sin embargo, a pesar de estas mejoras, la región aún contiene algunos de los países menos resilientes de la muestra. Para finales de 2014, cuatro de las seis peores posiciones en el *ranking* fueron ocupadas por países de Europa Emergente.

Para los países emergentes en general, no es buena noticia el fuerte deterioro relativo y absoluto de la resiliencia macroeconómica de Brasil y la India. Así como el buen desempeño pasado de los BRIC favoreció la confianza de los inversionistas en mercados emergentes, un desempeño mediocre de este grupo de países puede también reducir el entusiasmo de los inversionistas por colocar recursos en ellos.

La discusión en este capítulo no debe ser interpretada como la predicción de un desastre macroeconómico para ciertos países, en caso se produjera un *shock* externo negativo que afectara a las economías emergentes. El indicador de resiliencia es solo un índice grueso que tiene muchas limitaciones, pero ayuda a enfatizar que no deben olvidarse las lecciones de la crisis financiera mundial. Una lección clave es que las condiciones iniciales previas a la realización de un *shock* importan, y muchísimo.

Referencias

- Calvo, G. A., Izquierdo, A., y Mejía, L.-F. (2004). On the empirics of sudden stops: The relevance of balance-sheet effects. Working Paper 10520, National Bureau of Economic Research.
- Cecchetti, S., King, M. R., y Yetman, J. (2011). Weathering the financial crisis: Good policy or good luck? Working Paper 351, Bank for International Settlements.

¹¹ Al final de 2014, Moody's mejoró la calificación de deuda soberana de Filipinas. Factores que explican esta mejora fueron la reducción de sus ratios de deuda pública y la mejora de su manejo fiscal.

- Fondo Monetario Internacional (2015). *World Economic Outlook*. International Monetary Fund.
- Gros, D. y Mayer, T. (2010). How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now! Policy Brief 202, Centre for European Policy Studies.
- Instituto de Finanzas Internacionales (2015). *Capital Flows to Emerging Markets*. Institute of International Finance.
- Mendoza, E. G. y Terrones, M. E. (2008). An anatomy of credit booms: Evidence from macro aggregates and micro data. Working Paper 08/226, International Monetary Fund.
- Mendoza, E. G. y Terrones, M. E. (2012). An anatomy of credits booms and their demise. *Journal Economía Chilena (The Chilean Economy)*, 15(2):4–32.
- Rojas-Suárez, L. (2015). Emerging market macroeconomic resilience to external shocks: Today versus pre-global crisis. Essay (February 2015), Center for Global Development.
- Rojas-Suárez, L. y Montoro, C. (2012). Credit at times of stress: Latin American lessons from the global financial crisis. Working Paper 289, Center for Global Development.
- Summers, L. H. (2006). Reflections on global account imbalances and emerging markets reserve accumulation. L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India.
- Summers, L. H. (2014). Worry about deflation not inflation. Here & Now, <http://hereandnow.wbur.org/2014/10/16/economy-larry-summers>.
- Summers, L. H. (2015). Europe, US on brink of deflation spiral for next decade. Newsmax Finance, <http://www.newsmax.com/t/newsmax/article/620340>.