

ANEMIA, EXUBERANCIA Y VULNERABILIDAD: LA NUEVA GEOGRAFÍA ECONÓMICA GLOBAL

Ernesto Talvi

Ignacio Munyo

Octubre 2011



Perspectivas Macroeconómicas de América Latina
desde una Óptica Global

CERES
Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social

www.ceres-uy.org

ANEMIA, EXUBERANCIA Y VULNERABILIDAD: LA NUEVA GEOGRAFÍA ECONÓMICA GLOBAL

Octubre 2011

Ernesto Talvi
CERES, IDB Research Dept. y
Non-resident Senior Fellow, Brookings Institution
etalvi@ceres-uy.org

Ignacio Munyo
CERES
imunyo@ceres-uy.org

*PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS DE AMÉRICA LATINA
DESDE UNA ÓPTICA GLOBAL*



Contenido

Agradecimientos	ii
Resumen Ejecutivo	iii
Parte I. Una Nueva Geografía Económica Global: Ganadores y Perdedores	1
<i>Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE)</i>	8
<i>¿Será la Nueva Geografía Económica Global un Fenómeno Duradero?</i>	13
<i>Ganadores y Perdedores: Una Mirada más a Fondo</i>	15
Parte II. Una Nueva Geografía Económica Global: Riesgos Latentes para las Economías Emergentes	20
<i>Riesgos de Liquidez Externa</i>	22
<i>Vulnerabilidad Macroeconómica a un “Virus tipo Lehman”</i>	25
<i>La Paradoja Exuberancia-Vulnerabilidad</i>	29
Conclusiones y un Toque de Política Económica	31
Referencias	33
Apéndice 1	34
Apéndice 2	35

Agradecimientos

Este informe fue realizado por un equipo de trabajo del Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social (CERES) liderado por Ernesto Talvi e Ignacio Munyo¹. Los autores agradecen muy especialmente a los asistentes de investigación de CERES, Federico Bermúdez, Santiago García da Rosa, Joaquín Klot, Juan Martín Morelli y Verónica Olivera, por su dedicación y apoyo incondicional y su excelente trabajo.

Los autores agradecen también a Guillermo Calvo, Sara Calvo, Alejandro Izquierdo, Roberto Rigobon, Alberto Torres-García y a los participantes de la XXXIV Reunión de la Red de Bancos Centrales y Ministros de Finanzas de América Latina y el Caribe en el Banco Interamericano de Desarrollo en Washington DC, por sus valiosos comentarios.

¹Ernesto Talvi es Economista Jefe y Director Académico de CERES, Non-resident Senior Fellow en la Brookings Institution y consultor en el Departamento de Investigación del BID en Washington, DC. Ignacio Munyo es Economista Investigador Senior de CERES y consultor del BID-CID.

Resumen Ejecutivo

No sería exagerado afirmar que la crisis financiera global ha creado una *Nueva Geografía Económica Global* (NGEG), una nueva realidad que surge del hecho de que la crisis que afectó profundamente a las economías avanzadas ha dejado no solo perdedores sino que también ganadores a lo largo y ancho del mundo.

Este fenómeno se ve reflejado en el fuerte contraste entre el desempeño macroeconómico de EEUU y la UE, y el desempeño observado en las economías emergentes relevantes, como China, India y Brasil. Las consecuencias de la crisis financiera en EEUU y la UE vinieron asociadas a una severa contracción del crédito, una caída persistente e igual de severa en el consumo, la inversión y el producto relativo a sus tendencias pre-crisis, un incremento significativo en el desempleo, presiones desinflacionarias y una depreciación del dólar y del euro frente a sus principales socios comerciales. En otros rincones del mundo, principalmente en China, India y Brasil, la imagen es la opuesta: la actividad económica se encuentra actualmente por encima de su tendencia pre-crisis y las tasas de desempleo por debajo de los niveles pre-crisis y disminuyendo. Ambos componentes de la demanda interna, consumo e inversión, se encuentran por encima de sus tendencias pre-crisis, sostenidos por una aceleración en los flujos de crédito bancario. Como consecuencia, estas tres economías se enfrentan a presiones inflacionarias y a una apreciación real significativa de sus monedas contra el dólar y contra sus principales socios comerciales.

Este marcado contraste no es una mera coincidencia: existe una relación de causalidad. La génesis de la NGEG yace en la crisis financiera de las economías avanzadas: consumo e inversión deprimidos que liberaron capitales y recursos financieros que literalmente inundaron un amplio espectro de economías emergentes en todas las regiones del mundo.

Esta nueva realidad económica sugiere claramente que la crisis financiera global que estalló a comienzos de 2007 en un oscuro rincón del mercado crediticio de EEUU ha producido ganadores y perdedores. Esto es, países que están en una mejor situación y

países que están significativamente peor, en relación a las tendencias imperantes con anterioridad al comienzo de la crisis financiera global.

Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE)

La primera parte de este informe evalúa quiénes son los ganadores, quiénes los perdedores y por qué. Con este fin, el informe desarrolla el Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE) para determinar si una economía ha resultado ser ganadora o perdedora en la NGEF. Este indicador es diseñado para medir si el desempeño macroeconómico de un país es más enérgico o más débil relativo al desempeño observado antes de la crisis financiera global en 2007.

El ICEE mide el comportamiento de seis variables macroeconómicas claves —PBI, desempleo, demanda interna, crédito bancario, inflación y tipo de cambio real— para 42 economías avanzadas y emergentes, cubriendo de ese modo todas las regiones del mundo.

Según el ICEE el mundo se divide en dos grupos: los países con ICEE positivo definidos como *Economías Exuberantes* y los países con ICEE negativo definidos como *Economías Anémicas*. Dentro de las *Economías Anémicas* predominan las economías avanzadas y las regiones emergentes que presentan estrechas relaciones con las primeras: Europa Emergente y México y Centroamérica. Por otro lado, las *Economías Exuberantes* son dominadas por las economías de América del Sur, Asia Emergente, África del Norte y Medio Oriente y África Sub-Sahariana. Resulta sorprendente el hecho de que dentro de las *Economías Exuberantes* con altos valores de ICEE positivo, las primeras posiciones estén dominadas por países de América Latina (Argentina, Brasil, Panamá, Perú y República Dominicana) y de África (como Angola), en lugar de los países de Asia Emergente. India y China se encuentran exuberantes pero en el octavo y noveno puesto del ICEE respectivamente.

Exuberancia y anemia son fenómenos que se generalizan a todas las variables macroeconómicas que componen el ICEE. La economía exuberante promedio no solo presenta un valor positivo del ICEE sino que también valores positivos en todas y cada una de las variables del índice. Algo similar ocurre con la economía anémica

promedio, la cual presenta un valor negativo del ICEE y valores negativos en todos los componentes del índice.

Para indagar más a fondo sobre las causas por las que algunos países emergentes terminaron siendo ganadores y otros perdedores, este informe realiza un análisis de *clusters*. Este análisis estadístico revela que los países emergentes ganadores en la NGEG comparten determinadas características estructurales claves: (i) son exportadores netos de commodities que se vieron beneficiados por precios de commodities históricamente altos; (ii) son países con un alto grado de exposición de las exportaciones de bienes y servicios hacia las *Economías Exuberantes*; (iii) son países con baja dependencia de remesas desde *Economías Anémicas* avanzadas; (iv) son países con amplias oportunidades de inversión en sectores de la economía intensivos en capital y sensibles a las tasas de interés (junto con un clima de inversión doméstica relativamente favorable), que se vieron beneficiados por financiamiento externo abundante y barato.

Hay una fuerte correlación entre los países que el análisis de *clusters* definió como ganadores y perdedores, y las economías que son clasificadas como exuberantes y anémicas por el ICEE. De hecho, todos los países proyectados como ganadores por el análisis de *clusters* tienen un ICEE positivo y 72 por ciento de los países proyectados como perdedores tienen un ICEE negativo.

En resumen, el ICEE proyecta una imagen de la NGEG que divide al mundo entre *Economías Exuberantes* y *Anémicas*. Esta división escapa a cualquier clasificación tradicional, atravesando categorías de desarrollo económico, regiones geográficas o divisiones del tipo Oriental-Occidental. En primer lugar, si bien las *Economías Exuberantes* se hallan ampliamente dominadas por economías emergentes y las *Economías Anémicas* por países avanzados, muchas de las economías emergentes se encuentran en estado de anemia. En segundo lugar, existe diversidad en las regiones geográficas, cada cual presentando cierta proporción de economías exuberantes y anémicas. Tercero, si bien las potencias económicas occidentales, EEUU y la UE, son clasificados por el ICEE como *Economías Anémicas*, y China y otros países asiáticos como *Economías Exuberantes*, dicha clasificación dista de ser un fenómeno etiquetado como Oriente versus Occidente. Por ejemplo, Japón se encuentra en el grupo de los

anémicos, en tanto que países de América del Sur y África son del tipo exuberante. Esta nueva configuración de la economía mundial implica una redistribución del poder económico y una nueva red de relaciones económicas (y tal vez también de intereses geopolíticos) notoriamente más compleja de lo que podría sugerir la simple dicotomía Este-Oeste.

Vulnerabilidad Externa en las Economías Emergentes

Si bien la NGEG ha sido ampliamente beneficiosa para las economías emergentes, no está exenta de riesgos. Tal como fue mencionado anteriormente, la génesis de la NGEG yace en la crisis financiera de las economías avanzadas que liberaron capitales y recursos financieros para ser reasignados hacia las economías emergentes. Sin embargo, la crisis financiera y sus daños colaterales se encuentran lejos de estar resueltos, y por ende los mercados financieros internacionales van a estar sujetos a episodios recurrentes de turbulencias.

La actual inestabilidad en los mercados globales ocurre en un contexto donde gigantescos déficits fiscales y dinámicas de deuda explosivas han deteriorado la capacidad de las economías avanzadas de actuar ante una nueva oleada de turbulencias financieras severas con la misma eficiencia que lo hicieron en las etapas iniciales de la crisis. Este hecho hace que un nuevo episodio de crisis sea potencialmente más severo y prolongado que el episodio de Lehman de setiembre de 2008.

Esto obliga a plantearse la pregunta de qué tan blindadas o tan vulnerables se encuentran las economías emergentes ante un evento de similares características. Para responder esta pregunta, el informe analiza dos grupos de indicadores de los países emergentes: (i) indicadores de liquidez externa e (ii) indicadores de vulnerabilidad macroeconómica externa. Los indicadores de liquidez miden el ratio de amortizaciones de deuda externa y doméstica de corto plazo a reservas internacionales, mientras que los indicadores de vulnerabilidad macroeconómica externa miden el ajuste requerido en las importaciones para cerrar el déficit de cuenta corriente, en un contexto de potencial sequía en los flujos de capital —en caso que el ajuste solo sea posible vía reducción de las importaciones—.

Con la excepción de Europa Emergente y con una leve nota de cautela sobre América Latina, las economías emergentes están sólidas desde una perspectiva de liquidez internacional para sortear un nuevo episodio de turbulencias financieras, aún si se cierra el acceso a los mercados crediticios por un período de tiempo considerable. Por tanto, de acuerdo a la evaluación de este informe, los problemas de liquidez externa no serían en la coyuntura actual la principal fuente de preocupación para la mayoría de las economías emergentes. Este no es un logro menor, por decir lo menos.

Si bien la mayoría de los países emergentes se encuentran fuertemente blindados en términos de liquidez externa, este no es el caso cuando se introduce la vulnerabilidad macroeconómica en el análisis. A pesar de la fuerte posición en liquidez internacional, un brote de una cepa más resistente de un “Virus tipo-Lehman” requeriría que la mayor parte de los países emergentes sufrieran severos ajustes macroeconómicos: contracción en la actividad económica, incremento en el desempleo, deterioro en las cuentas fiscales, dinámicas de deuda potencialmente no convergentes, debilitamiento de los balances bancarios y contracción del crédito.

En este sentido, los países de América Latina presentan los niveles más altos de vulnerabilidad macroeconómica, con la región exuberante de América del Sur liderando, y con la región de México & América Central en segundo lugar, aunque muy próxima. Las regiones superavitarias, esto es Asia Emergente y África del Norte & Medio Oriente, muestran los menores niveles de vulnerabilidad, mientras que Europa Emergente y África Sub-Sahariana se localizan en el medio. Estos patrones regionales se generalizan para la mayoría de los países individuales que conforman cada región.

Más aún, regiones exuberantes como América del Sur y África Sub-Sahariana, con valores positivos del ICEE, muestran los mayores incrementos en la vulnerabilidad macroeconómica ante condiciones globales adversas. De hecho, estas dos regiones actualmente se hallan mucho más vulnerables de lo que estaban al comienzo de la crisis financiera global. Contrariamente, las regiones anémicas, como ser Europa Emergente y México & América Central, presentan niveles de vulnerabilidad macroeconómica similares a los del 2006.

La Paradoja Exuberancia-Vulnerabilidad: un Toque de Política Económica

Paradójicamente, la exuberancia engendra vulnerabilidad. La mayor parte del mundo emergente resultó ser ganadora en la NGEF de la post-crisis financiera, en muchos casos presentando un grado extraordinario de exuberancia económica. Sin embargo, si un pánico en los mercados mundiales de capital —causado por una NGEF donde las economías avanzadas se encuentran con serios problemas financieros y de deuda soberana— golpeará a la economía mundial, gran parte del mundo emergente estaría altamente vulnerable y sufriría ajustes macroeconómicos severos.

En otras palabras, las fuerzas económicas que en el mundo post-crisis financiera crearon las condiciones necesarias para una NGEF en donde muchos países emergentes pudieran prosperar —problemas severos en las economías avanzadas que liberaron capital y recursos financieros para ser invertidos en las economías emergentes— son inherentemente las mismas que son capaces de crear estragos en los mercados globales de capital y de quitar a las economías emergentes su bonanza en un abrir y cerrar de ojos.

Lo cierto es que en las economías emergentes, exuberancia y vulnerabilidad están conectadas de una forma muy particular. A raíz de ello y a modo de conclusión de este informe, se presentan tres apuntes de política económica.

Primero, los gobiernos de las economías emergentes exuberantes deberían tomar debida nota de esta *Paradoja Exuberancia-Vulnerabilidad* y actuar en consecuencia a la hora de diseñar sus políticas monetarias, fiscales y macro-prudenciales, con un comportamiento contra-cíclico, en lugar de descansarse en la bonanza.

En segundo lugar, la comunidad internacional que a comienzos de 2009 actuó rápidamente para incrementar los recursos disponibles del FMI y de otras instituciones multilaterales, a modo de evitar la caída de economías emergentes vulnerables pero con fundamentos sólidos, debería asegurar que estas instituciones estén adecuadamente capitalizadas y sean capaces de asumir el mismo rol en caso de que ocurra un nuevo episodio de turbulencias financieras globales. Esta es una

consideración particularmente relevante en un contexto donde los recursos del FMI están restringidos por una crisis en Europa periférica.

Finalmente, las economías emergentes exuberantes y con altos niveles de liquidez que fueron las principales beneficiarias de la NGEF, tienen especial interés en asegurar que el orden global actual no sea interrumpido por una nueva y tal vez más virulenta cepa de un “Virus tipo-Lehman”.

“Madame Arcati: ...La escucho.

Ruth: Es que... es terriblemente difícil de explicar.

Madame Arcati: Primero los hechos, las explicaciones luego.

Ruth: Es que son los hechos lo difícil de explicar. ¡Son tan fantásticos!...”

Blithe Spirit
Noel Coward (1941)

Parte I. Una Nueva Geografía Económica Global: Ganadores y Perdedores

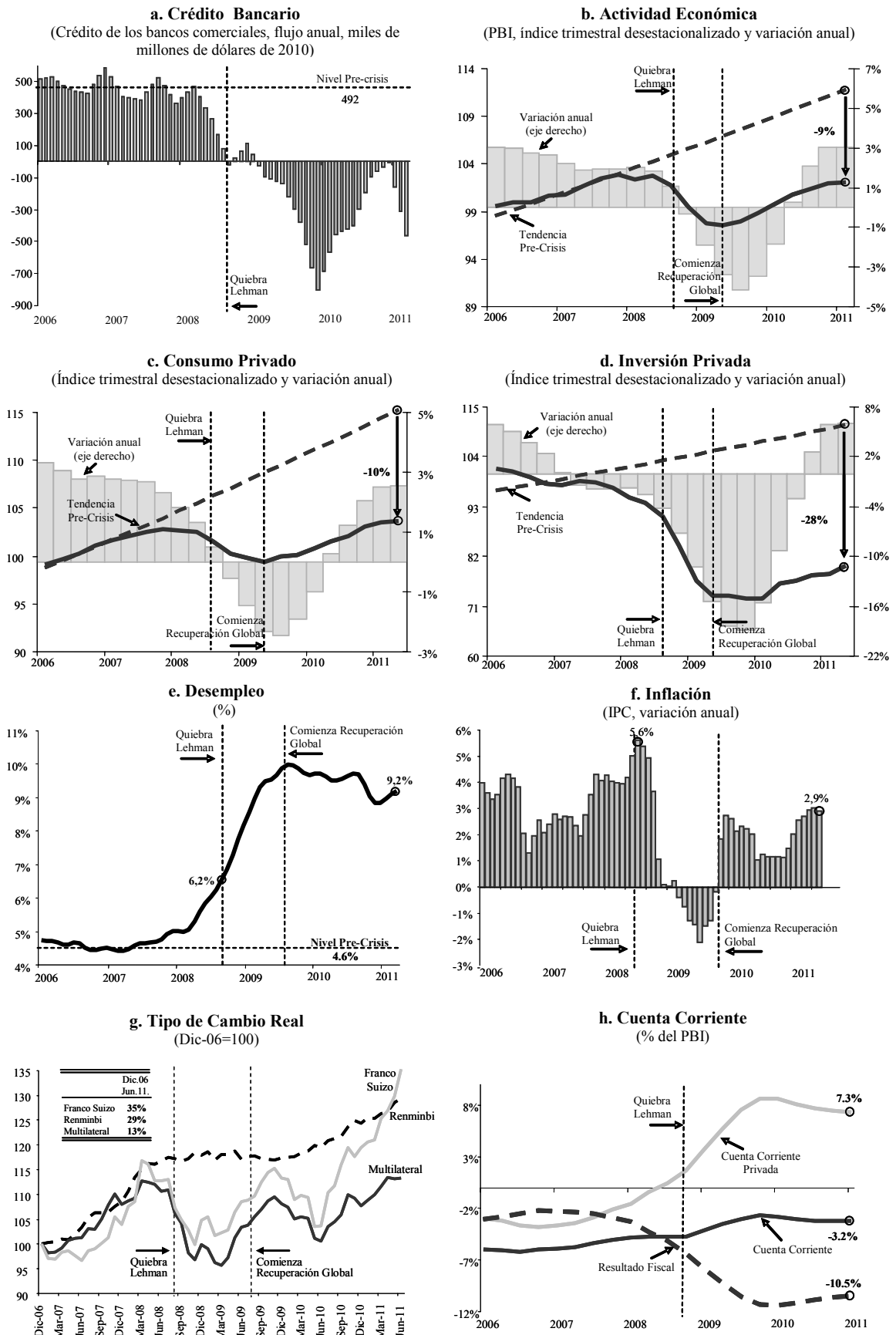
No sería exagerado afirmar que la crisis financiera global ha creado una *Nueva Geografía Económica Global* (NGEG), una nueva realidad que surge del hecho de que la crisis que afectó profundamente a las economías avanzadas ha dejado no solo perdedores sino que también ganadores a lo largo y ancho del mundo.

Ilustremos esta extraña característica del mundo de la post-crisis financiera, comenzando por donde todo se originó: la economía de EEUU. El panorama que emerge de la Figura 1 ilustra los efectos devastadores de la crisis financiera: una severa contracción crediticia, una caída persistente e igualmente severa en el consumo, la inversión y el PBI relativo a sus tendencias pre-crisis, un incremento significativo en el desempleo por sobre sus niveles pre-crisis, presiones desinflacionarias y una depreciación del Dólar frente a sus principales socios comerciales.²

La repercusión de la crisis financiera en los EEUU también vino acompañada de una corrección del déficit de cuenta corriente del 3 por ciento del PBI desde 2006, a pesar del dramático deterioro fiscal de 8 puntos porcentuales del PBI. Esto fue posible gracias a un fuerte ajuste en la cuenta corriente del sector privado, de más de 9 puntos porcentuales del PBI. Esto último fue el resultado de un incremento en las tasas de ahorro privado desde 15 por ciento del PBI en 2006 al 19 por ciento del PBI en 2010, y una reducción en la inversión de 5 puntos porcentuales del PBI. Este fenomenal ajuste del sector privado de EEUU liberó fuentes de capital y de financiamiento para ser reasignadas al resto del mundo, particularmente a las economías emergentes.

² Las tendencias pre-crisis fueron computadas para el período 2000-2006.

Figura 1. La Macroeconomía de Estados Unidos Post Crisis Financiera Global



Nota: Las tendencias pre-crisis son computadas para el periodo 2000-2006.
Fuente: Estadísticas Nacionales.

Enfoquemos ahora nuestra mirada hacia el otro rincón del mundo para concentrarnos en China. El panorama que emerge es exactamente el opuesto.

Como se ilustra en la Figura 2, y en claro contraste con EEUU, China presenta un deterioro significativo en el balance de cuenta corriente, desde un superávit de 9,3 por ciento del PBI en 2006 a un superávit de 5,2 por ciento del PBI en 2010. El producto actualmente se encuentra 5 por ciento por encima de la tendencia pre-crisis y la tasa de desempleo se mantiene baja. Ambos componentes de la demanda interna, el consumo y la inversión, se hallan por encima de los niveles tendenciales pre-crisis, alimentados por una vertiginosa aceleración en los flujos de crédito bancario. Como consecuencia, la economía China enfrenta presiones inflacionarias y una apreciación significativa del renminbi contra el dólar y contra una canasta de monedas ponderada por sus principales socios comerciales.

El marcado contraste entre estos dos casos paradigmáticos, los EEUU y la China, sugiere claramente que la crisis financiera global que estalló a comienzos de 2007 en un oscuro rincón del mercado crediticio de EEUU ha producido ganadores y perdedores. Esto es, países que están una mejor situación y países que están significativamente peor, en relación a las tendencias imperantes antes del comienzo de la crisis financiera global.

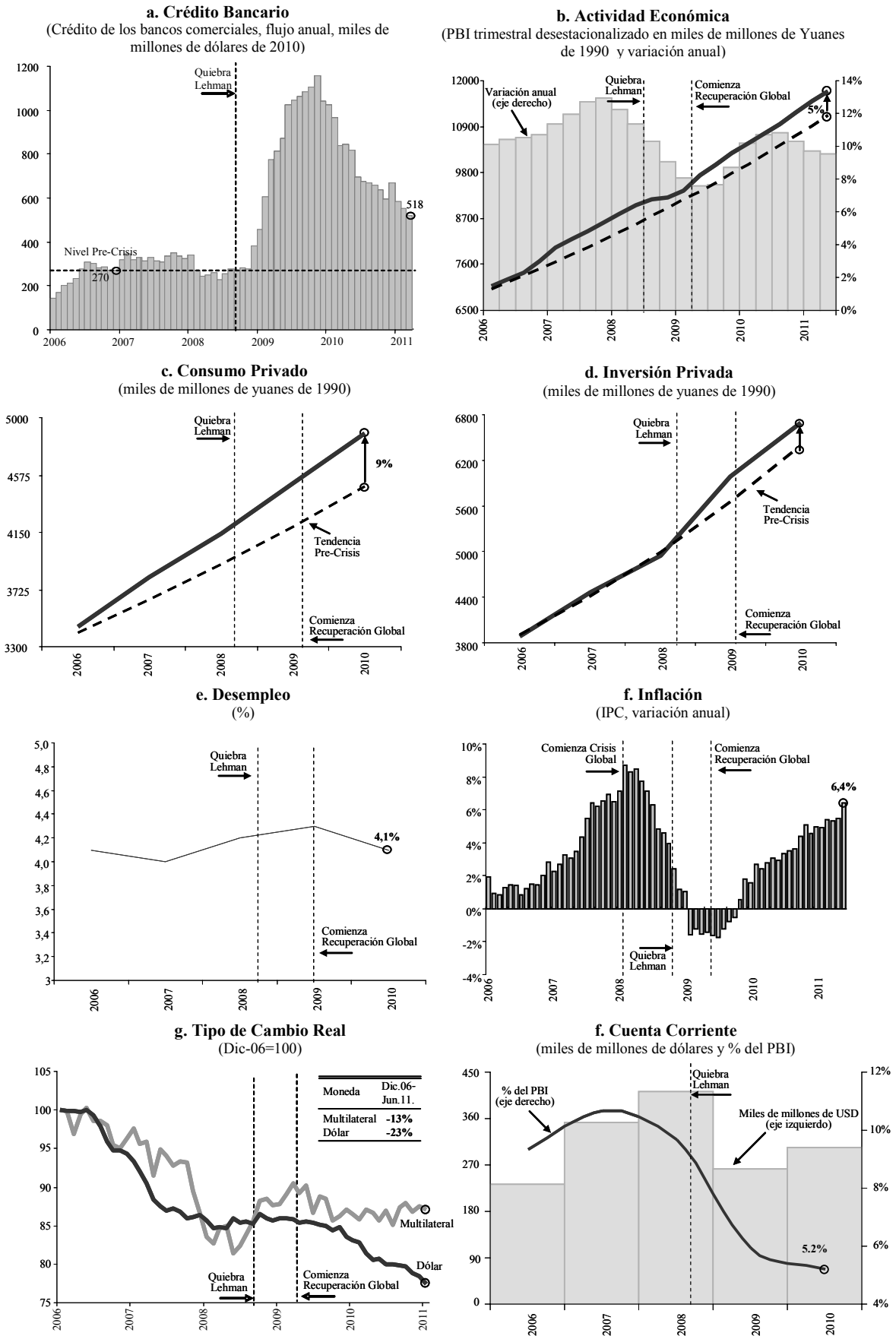
La interrogante que surge naturalmente a raíz de esta simple observación es si las dinámicas macroeconómicas observadas en los EEUU y en la China se extienden hacia otras regiones y países del mundo. ¿Será que la crisis financiera global separó a las economías mundiales en dos grupos, los perdedores que exhiben las mismas características que los EEUU, y los ganadores con características similares a las de China? En caso afirmativo, ¿por qué?

Para responder estas preguntas analizamos primero a las *Economías del Club del Trillón*, es decir, las economías que en 2011 contarán con un PBI de más de mil millones de dólares, ajustado por paridad de poder adquisitivo. Este pequeño y selecto grupo de economías representa 77 por ciento del PBI mundial y 62 por ciento de la población mundial, e incluye tanto economías avanzadas (EEUU, UE, Japón, Canadá y Corea del Sur) como emergentes (China, India, Indonesia, Rusia, Turquía, Brasil y México). Observando detalladamente a este club exclusivo, se descubre que el

comportamiento prototípico de los EEUU y de China, en los hechos constituye un patrón más general.

No debería sorprendernos que las economías avanzadas del *Club del Trillón* —la UE, Japón, Corea del Sur y Canadá— presenten las mismas dinámicas macroeconómicas que la economía de los EEUU. Como se ilustra en la figura 3, el producto se encuentra sustancialmente por debajo de la tendencia pre-crisis en todas estas economías, exceptuando a Corea del Sur, donde se encuentra cerca de la tendencia. A su vez, estas economías comparten gran parte del resto de las características centrales de los EEUU: demanda interna deprimida, altas tasas de desempleo, presiones desinflacionarias, depreciación cambiaria y una reducción en los déficits de cuenta corriente.

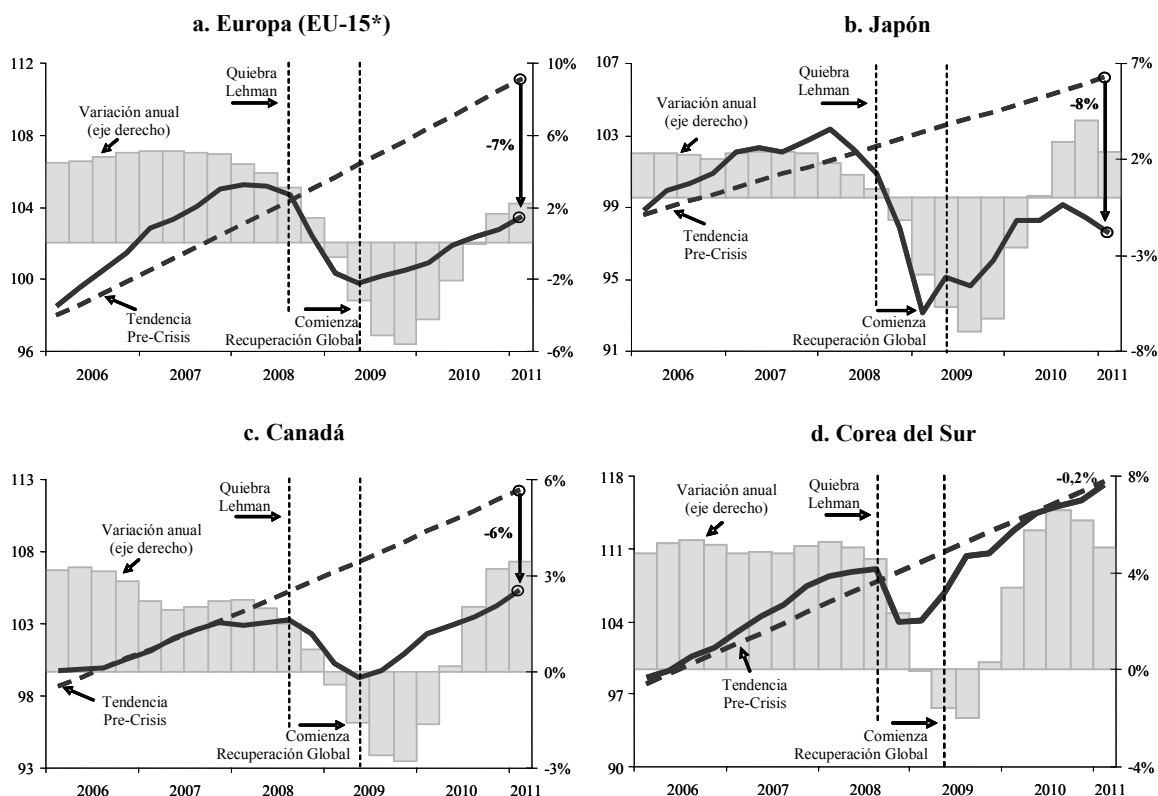
Figura 2. La Macroeconomía China Post Crisis Financiera Global



Nota: Las tendencias pre-crisis son computadas para el periodo 2000-2006.
Fuente: Estadísticas Nacionales y WEO.

Figura 3. Dinámica del PBI en las Economías Avanzadas del *Club del Trillón* Post Crisis Financiera Global

(Índice trimestral desestacionalizado y variación anual)



* EU-15 incluye Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal, Reino Unido.

Nota: Las tendencias pre-crisis son computadas para el periodo 2000-2006.

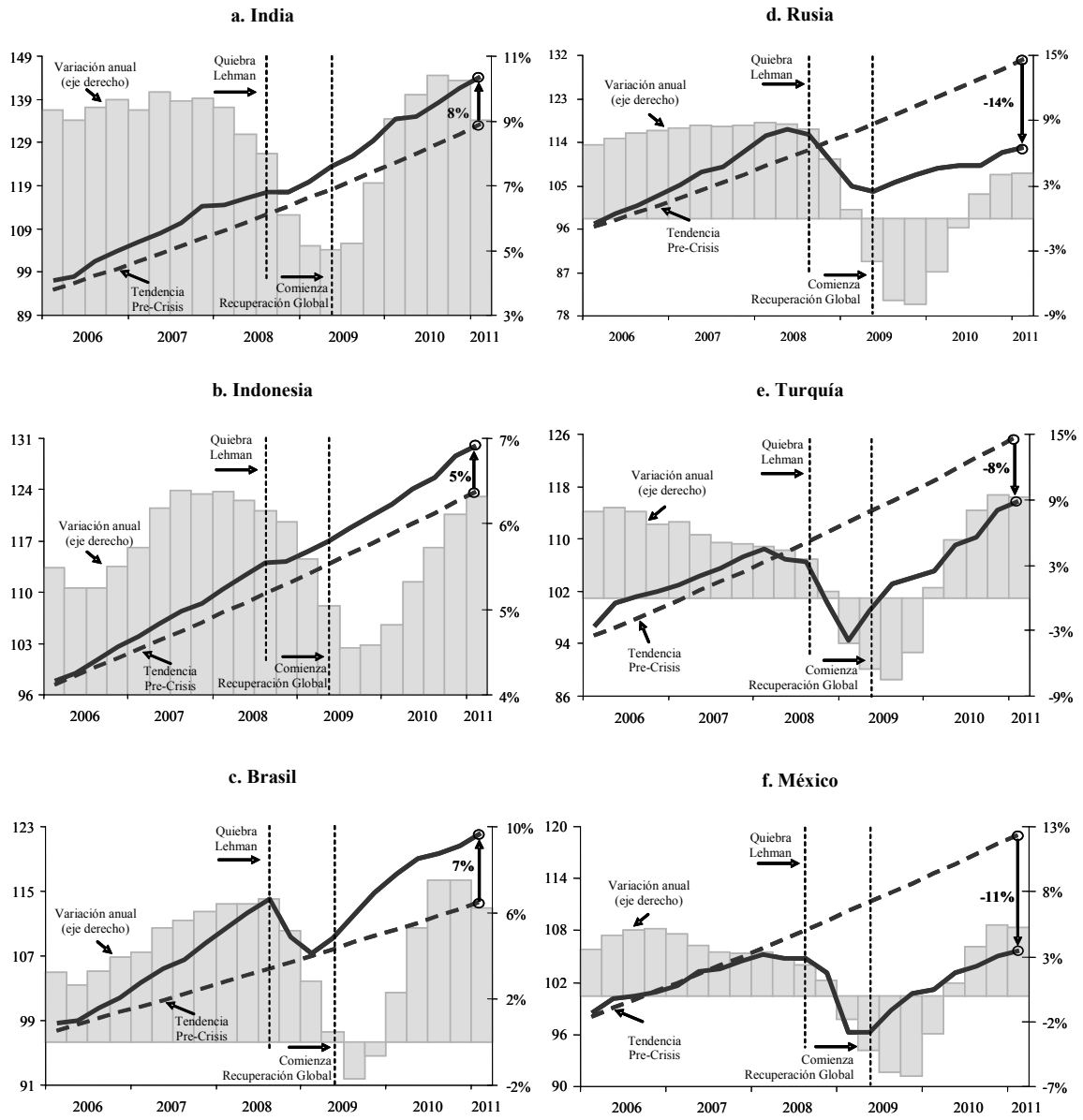
Fuente: Estadísticas Nacionales y Eurostat.

Por otro lado, y en claro contraste con las economías avanzadas, en las economías emergentes del *Club del Trillón* en Asia (India e Indonesia), y en América Latina (Brasil), el producto excede la tendencia pre-crisis (ver Figura 4, paneles a-c). Estas economías comparten gran parte de la dinámica macroeconómica de China tras la crisis financiera global: Boom de crédito, fuerte demanda interna, tasas de desempleo bajas y decrecientes, presiones inflacionarias, apreciación cambiaria y deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Sorprendentemente, este patrón de comportamiento en China y en otras economías emergentes claves no se extiende al resto de las economías emergentes del *Club del Trillón*, como Rusia, Turquía y México. México con su estrecha relación con los EEUU, y Rusia y Turquía con la UE, comparten a grandes rasgos la dinámica

macroeconómica de las economías avanzadas que presentan niveles de producto significativamente por debajo de las tendencias pre-crisis (ver Figura 4, paneles d-f).

Figura 4. Dinámica del PBI en las Economías Emergentes del *Club del Trillón* Post Crisis Financiera Global
(Índice trimestral desestacionalizado y variación anual)



Nota: Las tendencias pre-crisis son computadas para el periodo 2000-2006.
Fuente: Estadísticas Nacionales.

Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE)

Habiendo establecido que el mundo post-crisis financiera global ha producido tanto ganadores como perdedores entre las principales economías avanzadas y emergentes, vamos a medir este fenómeno de una manera más sistemática y para un amplio número de países. Con este fin, desarrollamos el Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE) que permite identificar si una economía resultó ser ganadora o perdedora luego de la crisis financiera global.

Aclaremos a continuación cuál es la finalidad específica del ICEE. El ICEE está diseñado para medir si el desempeño macroeconómico de un país es relativamente más enérgico o más débil relativo al desempeño imperante previo a la crisis financiera global de 2007. No está diseñado para medir un desempeño en términos absolutos. Por ejemplo, la tasa de crecimiento del país A podría ser mayor a la del país B, pero si el crecimiento del país B es elevado respecto a los estándares pre-crisis mientras que el del país A no, el ICEE sería mayor para el país B que para el país A.

El ICEE contiene las siguientes variables:

- i. Brecha del Producto, medida como el nivel actual del PBI real relativo a su nivel de tendencia pre-crisis.³
- ii. Brecha del Desempleo, medida como la tasa de desempleo actual en relación a su promedio pre-crisis.⁴
- iii. Brecha de la Demanda Interna, medida como la demanda interna actual relativo sus niveles de tendencia pre-crisis.⁵
- iv. Brecha del Crédito Bancario, medida como el stock actual del crédito bancario en términos reales relativo a su nivel de tendencia pre-crisis.⁶
- v. Brecha de la Aceleración Inflacionaria, medida como la variación porcentual entre la tasa actual de inflación y la tasa de inflación pre-crisis (2006).

³ Se consideró como nivel tendencial al mejor ajuste entre una tendencia lineal o una exponencial para el período 2000-2006. En el caso de Argentina, para computar la tendencia se excluyeron los años 2002 y 2003 (colapso y recuperación).

⁴ Los promedios pre-crisis fueron computados para el período 2000-2006.

⁵ Los niveles tendenciales de la demanda interna fueron computados aplicando las tasas de crecimiento de la tendencia del PBI a los niveles observados pre-crisis (2006) de la demanda interna.

⁶ Los niveles tendenciales del crédito bancario en términos reales fueron computados aplicando las tasas de crecimiento de la tendencia del PBI a los niveles observados pre-crisis (2006) del crédito bancario real.

- vi. Brecha del Tipo de Cambio Real, medida como el ratio entre el nivel actual del tipo de cambio real bilateral contra el dólar y su nivel pre-crisis (2006).⁷

Computamos el ICEE para un amplio grupo de países en base al siguiente criterio. En primer lugar, incluimos las economías avanzadas del *Club del Trillón*: EEUU, UE, Japón, Canadá y Corea del Sur. Segundo, dividimos a las Economías Emergentes en seis regiones: Europa Emergente (Europa del Este y las Ex repúblicas Soviéticas), Asia Emergente, América del Sur, México & América Central, África del Norte & Medio Oriente y África Sub-Sahariana. El criterio de cobertura para cada región fue definido para asegurar una muestra balanceada y representativa. Por tanto, cada región es representada por un número similar de países, condicional a que el número de países en cada región represente al menos el 65 por ciento del PBI regional (ver Tabla 1).⁸ El número total de economías incluidas en el ICEE es 42.

Tabla 1. Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE): Cobertura Regional

Región	Número de países	% del	
		PBI Regional	PBI Mundial
Economías Avanzadas	4 + UE	88,2%	45,6%
Economías Emergentes	37	87,3%	42,2%
— Asia Emergente	6	92,5%	22,3%
— Europa Emergente	8	83,3%	6,9%
— América del Sur	6	94,4%	5,6%
— África del Norte & Medio Oriente	6	70,7%	3,5%
— México & América Central	6	92,7%	2,5%
— África Sub-Sahariana	5	63,1%	1,5%
ICEE	41 + UE	--	87,8%

⁷ En el caso de los EEUU, la brecha del tipo de cambio real se computa para el tipo de cambio real multilateral ponderado por sus principales socios comerciales.

⁸ Ver Apéndice 1 para una lista detallada de los países incluidos en el ICEE así como el porcentaje de cada país en el PBI regional.

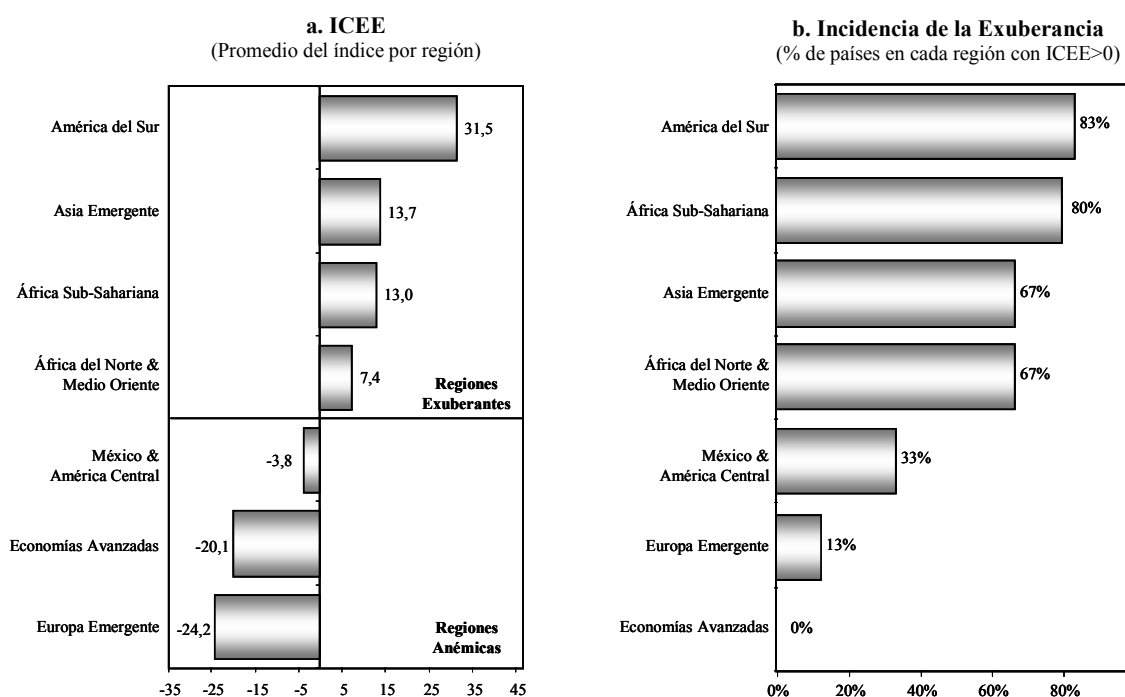
A modo de calcular el ICEE, para cada variable incluida en el índice, se le asigna un número entre 0 y 100 a aquellos países con brecha positiva (siendo 100 la brecha positiva más alta) y un número entre 0 y menos 100 a aquellos países con una brecha negativa (siendo menos 100 la brecha negativa más alta). Luego, para cada país computamos el promedio simple de todas las variables incluidas en el índice — previamente normalizadas a un rango entre menos 100 y 100— para obtener el valor final del ICEE.⁹

Los resultados se ilustran en el panel a de la Figura 5. Como era esperable, el ICEE toma valores negativos en el grupo de las Economías Avanzadas, sin excepción alguna. En lo que concierne a las regiones emergentes, los resultados no son tan evidentes: el ICEE presenta valores negativos para Europa Emergente y México & América Central. En claro contraste, América del Sur, África Sub-Sahariana, Asia Emergente y África del Norte & Medio Oriente presentan valores positivos del ICEE.

Por tanto, según el ICEE el mundo se divide en dos grupos: los países con ICEE positivo definidos como *Economías Exuberantes* y los países con ICEE negativo definidos como *Economías Anémicas*. Más aún, las *Economías Exuberantes* son ampliamente dominadas por las economías emergentes de América del Sur, África Sub-Sahariana, Asia Emergente y África del Norte & Medio Oriente: 83 por ciento de los países de América del Sur, 80 por ciento de los países de África Sub-Sahariana y 67 por ciento de los países en Asia Emergente y África del Norte & Medio Oriente, entran dentro de la categoría de *Economías Exuberantes*. Por otro lado, las *Economías Anémicas* son dominadas por las economías avanzadas y por aquellas economías emergentes que tienen relaciones económicas estrechas con las anteriores: 87 por ciento de las economías de Europa Emergente y 67 por ciento en México & América Central figuran dentro de la categoría de *Economías Anémicas* (ver Figura 5, panel b).

⁹ Recientemente The Economist (2011) publicó un indicador de sobrecalentamiento económico (“Overheating Index”). El ICEE tiene tres diferencias fundamentales con dicho índice: Primero, el objetivo. El ICEE intenta identificar ganadores y perdedores tras la crisis financiera global y por tanto, medir la situación actual relativa a sus tendencias pre-crisis, independientemente de cualquier concepto de sobrecalentamiento. En segundo lugar, el ICEE incluye un conjunto diferente de variables (y en algunos casos variables similares computadas de formas diferentes). Tercero, la cobertura de países del ICEE es significativamente mayor y también incluye economías avanzadas.

**Figura 5. Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE):
Resultados por Región**

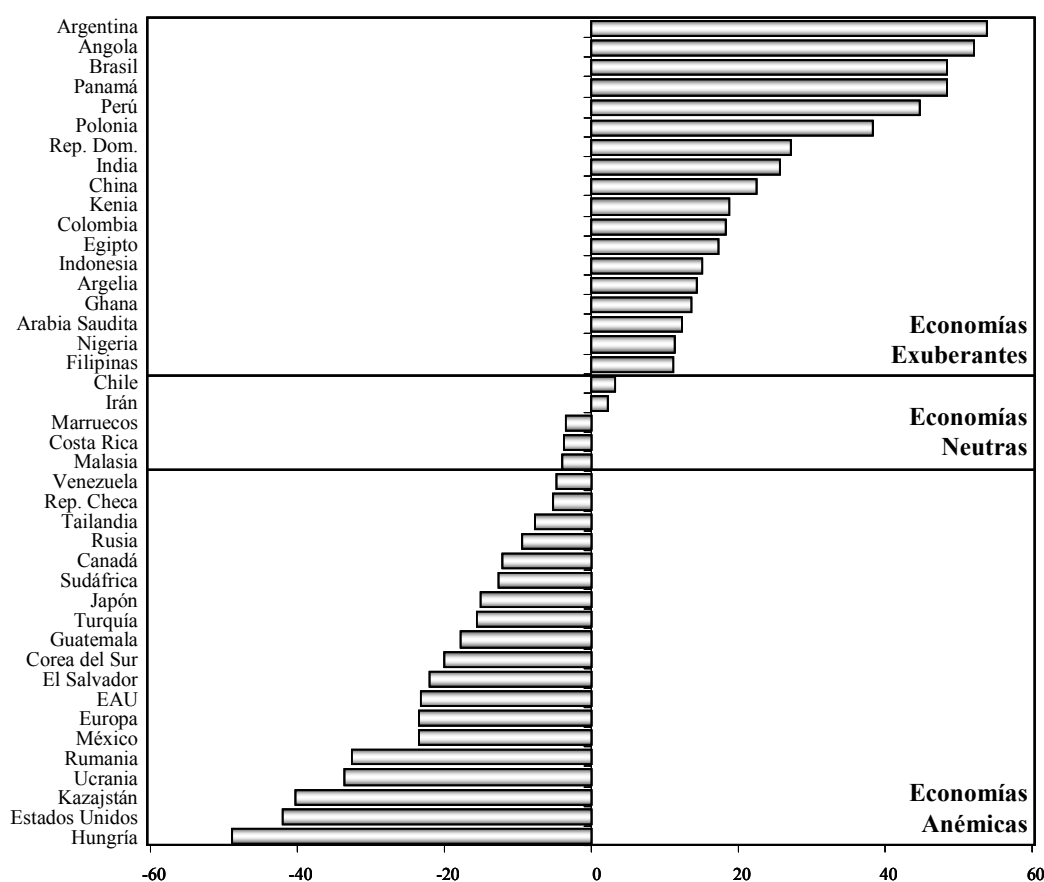


Finalmente, la Figura 6 presenta el ICEE por país. En este caso dividimos a la muestra en tres grupos: *Economías Exuberantes*, *Economías Anémicas* y *Economías Neutras* (aquellas con valores del ICEE cercanos a cero).¹⁰ Como era esperable, dentro de las *Economías Anémicas* con valores significativamente negativos del ICEE encontramos a los EEUU, la UE, Japón y a las economías emergentes que están muy relacionadas con las avanzadas, como ser Rusia, Ucrania, Rumania, Hungría y México.

Más sorprendente es el hecho que dentro de las *Economías Exuberantes* con valores positivos altos del ICEE, las primeras posiciones son ocupadas por países de América Latina (Argentina, Brasil, Panamá, Perú y la República Dominicana) y de África (como Angola), en lugar de los países de Asia Emergente. India y China aparecen en el octavo y noveno puesto del ICEE respectivamente. Polonia es el único país de Europa Emergente que entra dentro de la categoría de los exuberantes.

¹⁰ Las Economías Neutras quedan restringidas a un intervalo de medio desvío en el entorno de cero.

**Figura 6. Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE):
Resultados por País**



A raíz de los resultados anteriores, una pregunta legítima sería si las *Economías Exuberantes* y las *Economías Anémicas* del ICEE también tienden a ser exuberantes o anémicas en cada una de las seis variables que conforman el ICEE. La respuesta se encuentra en la Tabla 2. La economía exuberante promedio no solo presenta un valor positivo del ICEE sino también valores positivos en todas y cada una de las variables del índice. Algo similar ocurre con la economía anémica promedio, la cual presenta un valor negativo del ICEE y valores negativos en todos los componentes del índice.¹¹ Por tanto, exuberancia y anemia no son generadas por un subconjunto de variables que presentan un comportamiento inusualmente positivo o inusualmente negativo, sino más bien son un fenómeno que se extiende a todas las variables macroeconómicas que componen el ICEE.

¹¹ Para las *Economías Exuberantes*, las pruebas-t indican que las seis variables que componen al ICEE son significativamente diferentes de cero al 5 por ciento. Para las *Economías Anémicas*, las pruebas-t indican que cuatro de las seis variables que componen al ICEE son significativamente diferentes de cero al 5 por ciento (la brecha del desempleo y la brecha de aceleración inflacionaria no son significativamente diferentes de cero).

**Tabla 2. Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE):
Resultados por Variable**

	Exuberantes	Anémicos
ICEE	25,2	-19,0
Actividad Económica	25,5	-38,5
Desempleo	27,7	-9,1
Demanda Interna	41,9	-28,6
Crédito Bancario	19,8	-9,3
Inflación	24,9	-5,1
Tipo de Cambio Real	17,7	-22,2

Nota: Para las Economías Exuberantes, las pruebas-t indican que las seis variables que componen al ICEE son significativamente diferentes de cero al 5 por ciento. Para las Economías Anémicas, las pruebas-t indican que cuatro de las seis variables que componen al ICEE son significativamente diferentes de cero al 5 por ciento (la brecha del desempleo y la brecha de aceleración inflacionaria no son significativamente diferentes de cero).

¿Será la Nueva Geografía Económica Global un Fenómeno Duradero?

¿Qué tan persistente se espera que sea esta NGEG, donde el mundo queda dividido entre economías exuberantes y economías anémicas? ¿Acaso será un fenómeno de corta vida, o perdurará por el futuro previsible? Para abordar esta cuestión, nos adentramos aún más en la clasificación de las economías del ICEE para generar una nueva división entre cuatro categorías considerando un horizonte temporal de tres años: (i) *Economías Exuberantes* que se espera seguirán siendo exuberantes; (ii) *Economías Exuberantes* que se espera entrarán en un proceso de enfriamiento; (iii) *Economías Anémicas* que se espera comenzarán a recuperarse; (iv) *Economías Anémicas* que se espera se mantendrán anémicas.¹²

Los resultados se ilustran en la Tabla 3. Bajo las proyecciones de crecimiento actuales, es esperable que la NGEG persista por el futuro previsible. De hecho, para los

¹² Las *Economías Exuberantes* que se espera permanecerán exuberantes se definen como aquellas que actualmente presentan un ICEE positivo y se proyecta mantendrán un PBI por encima de su tendencia pre-crisis durante los próximos tres años. Las *Economías Exuberantes* que se espera entrarán en proceso de enfriamiento se definen como aquellas que actualmente presentan un ICEE positivo pero cuyo PBI se proyecta caerá por debajo de los niveles de tendencia pre-crisis en los próximos tres años. Las *Economías Anémicas* que se espera comenzarán a recuperarse se definen como aquellas que actualmente cuentan con un ICEE negativo pero se proyecta tendrán un PBI por encima de sus niveles de tendencia pre-crisis en los próximos tres años. Las *Economías Anémicas* que se espera permanecerán anémicas son aquellas que presentan un ICEE negativo y cuyo PBI se espera se mantendrá por debajo de sus niveles de tendencia pre-crisis por los próximos tres años. En todos los casos, las proyecciones de crecimiento son tomadas de WEO.

próximos tres años, se espera que el 91 por ciento de las *Economías Anémicas* permanezcan en estado de anemia, y el 70 por ciento de las *Economías Exuberantes* permanezcan exuberantes.

Tabla 3. Persistencia de la Nueva Geografía Económica Global

		2014 Brecha del PBI	
		Positiva	Negativa
ICEE 2010	Positivo	Dinámico que se Mantendrá Dinámico	Dinámico en Proceso de Enfriamiento
		<p><i>Asia Emergente</i></p> <p>China</p> <p>India</p> <p>Indonesia</p> <p>Filipinas</p> <p><i>Europa Emergente</i></p> <p>Polonia</p> <p><i>México & América Central</i></p> <p>Rep. Dominicana</p> <p>Panamá</p>	<p><i>África del Norte & Medio Oriente</i></p> <p>Egipto</p> <p><i>América del Sur</i></p> <p>Argentina</p> <p>Brasil</p> <p>Colombia</p> <p>Perú</p> <p><i>África Sub-Sahariana</i></p> <p>Ghana</p> <p>Kenia</p>
ICEE 2010	Negativo	Anémico en Proceso de Recuperación	Anémico que se Mantendrá Anémico
		<p><i>México & América Central</i></p> <p>Guatemala</p> <p>México</p>	<p><i>Economías Avanzadas</i></p> <p>Estados Unidos</p> <p>Zona Euro</p> <p>Japón</p> <p>Canadá</p> <p>Corea del Sur</p> <p><i>Europa Emergente</i></p> <p>Rusia</p> <p>Turquía</p> <p>República Checa</p> <p>Hungría</p> <p>Ucrania</p> <p>Rumania</p> <p>Kazajstán</p> <p><i>América del Sur</i></p> <p>Venezuela</p>

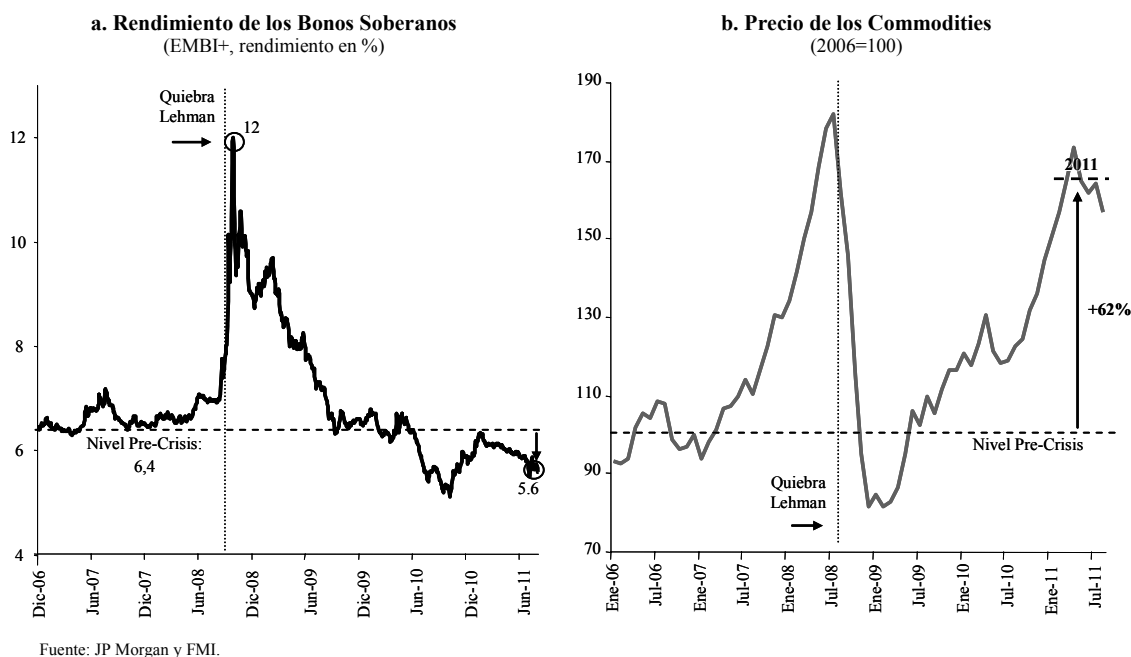
En resumen, el ICEE proyecta una imagen de la NGEG que divide al mundo entre *Economías Exuberantes* y *Anémicas*. Esta división escapa a cualquier clasificación tradicional, como las categorías de desarrollo económico, regiones geográficas o divisiones del tipo Oriental-Occidental. En primer lugar, si bien las *Economías Exuberantes* están ampliamente dominadas por economías emergentes y las *Economías Anémicas* por países avanzados, muchas de las economías emergentes se encuentran en estado de anemia. En segundo lugar, existe diversidad en las regiones geográficas, cada cual presentando cierta proporción de economías exuberantes y anémicas. Tercero, si bien las potencias económicas occidentales, los EEUU y la UE, son clasificadas por el ICEE como *Economías Anémicas*, y la China y otros países asiáticos como *Economías Exuberantes*, dicha clasificación dista de ser un fenómeno

etiquetado como Oriente versus Occidente. Por ejemplo, Japón también se encuentra en el grupo de los anémicos, en tanto que países de América del Sur y África son del tipo exuberante. Esta nueva configuración de la economía mundial implica una redistribución del poderío económico y una nueva red de relaciones económicas (y tal vez también de intereses geopolíticos) notoriamente más compleja de lo que podría sugerir la simple dicotomía Este-Oeste.

Ganadores y Perdedores: Una Mirada más a Fondo

La NGEG es testigo de una redistribución del poder económico mundial desde las economías avanzadas hacia un subgrupo de economías emergentes mayormente localizadas en Asia Emergente, América del Sur y África, tal como fue ilustrado por el ICEE. Para develar las razones fundamentales por las que algunos países emergentes son ganadores y otros perdedores, debemos destacar dos características claves asociadas a la NGEG. La primera, un incremento en las tasas de ahorro y una disminución en las tasas de inversión de las economías avanzadas anémicas, junto con una reasignación de las fuentes de capital y financiamiento mayormente hacia economías emergentes, a tasas de interés y costos de capital históricamente bajos (ver Figura 7, panel a). La segunda, un incremento vertiginoso en los precios de los commodities, para todos los grupos de commodities: petroleros, metales y alimentos, relativo a los niveles pre-crisis financiera (ver Figura 7, panel b).

Figura 7. La Nueva Geografía Económica Global: Otras Características Relevantes



¿Cuáles economías emergentes serán potenciales ganadoras en la NGE? (i) Países exportadores netos de commodities, que se ven beneficiados por precios de commodities históricamente altos; (ii) países con un alto grado de participación de las exportaciones de bienes y servicios hacia economías dinámicas; (iii) países con baja dependencia de remesas desde *Economías Anémicas* avanzadas; (iv) países con amplias oportunidades de inversión en sectores de la economía intensivos en capital y sensibles a las tasas de interés (junto con un clima de inversión doméstico relativamente favorable), aptos para absorber capital abundante y barato. En resumen, países que comparten características estructurales claves que los conectan directamente con los elementos más dinámicos de la NGE.

A modo de realizar una evaluación formal sobre los posibles ganadores y perdedores de la NGE, llevamos a cabo un análisis de *clusters* en línea con Izquierdo y Talvi (2011), específicamente para las economías emergentes de la muestra del ICEE. La primera variable considerada es el ratio de exportaciones netas de commodities en relación al PBI, y la segunda es un indicador compuesto medido por el ratio entre la exposición a las economías dinámicas (exportaciones totales de bienes y servicios a las economías dinámicas relativo al PBI) y el grado de participación de los sectores de la

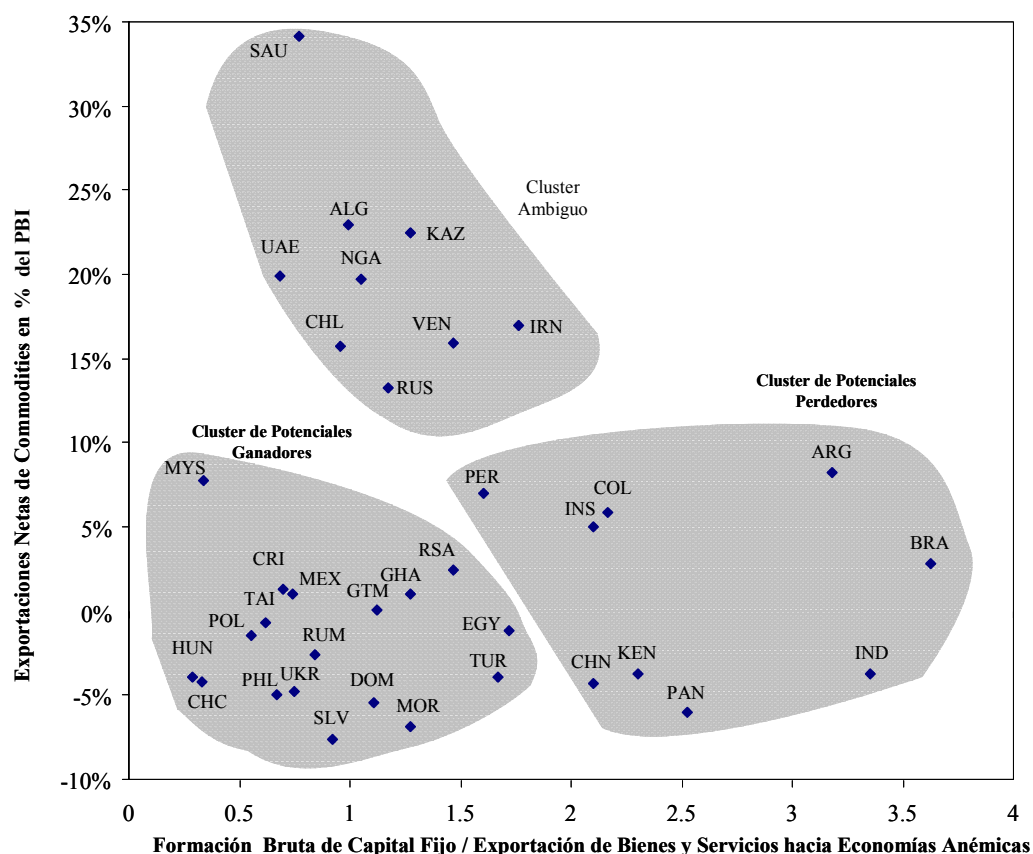
economía intensivos en capital y sensibles a las tasas de interés (aproximado por el ratio de inversión a PBI).¹³

Los resultados del análisis de *clusters* se presentan en la Figura 8. Para todas las economías emergentes en el ICEE, el análisis arroja tres grupos de economías: (i) las economías exportadoras netas de commodities con baja exposición relativa a las *Economías Anémicas*, (ii) las economías exportadoras netas de commodities con alta exposición relativa a las *Economías Anémicas*, (iii) las economías importadoras netas de commodities con alta exposición relativa a las *Economías Anémicas*. Los potenciales ganadores de la NGEF son aquellos pertenecientes al primer *cluster* (mayormente dominado por países en las regiones de América del Sur y de Asia Emergente), los potenciales perdedores son los que pertenecen al tercer *cluster* (en general países de las regiones de Europa Emergente y de México & América Central), y los países en la zona gris son aquellos pertenecientes al segundo *cluster* (mayoritariamente países de la región de África del Norte & Medio Oriente).¹⁴

¹³ Ver Apéndice 2 por detalles técnicos.

¹⁴ Ver Apéndice 2 por la lista de países en cada cluster.

Figura 8. Potenciales Ganadores y Perdedores de la Nueva Geografía Económica Global: Análisis de Clusters



¿Acaso los ganadores y perdedores proyectados por el análisis de *clusters* coinciden efectivamente con los que fueron identificados como ganadores y perdedores por el ICEE? La respuesta es afirmativa en al menos dos aspectos. El primero es que el valor promedio del ICEE para el *cluster* de países que se espera serán ganadores en la NGEG es significativamente mayor al valor del ICEE del *cluster* de países que se espera serán perdedores: 32,8 y -10,2 respectivamente.¹⁵ El segundo es que hay una alta correlación entre los grupos generados por el ICEE y los *clusters*. De hecho, todos los países proyectados como ganadores por el análisis de *clusters* tienen un valor positivo del ICEE y el 72 por ciento de los países proyectados como perdedores tienen un ICEE negativo.

¹⁵ El test de medias indica que la diferencia es significativa al 1 por ciento.

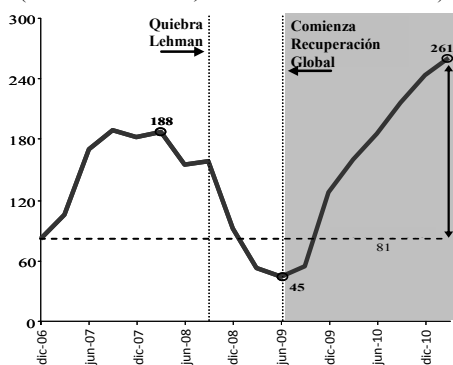
Recuadro 1. Contraste de realidades en la Nueva Geografía Económica Global (NGEG): El Caso de América Latina

Con el objetivo de profundizar en la intuición sobre los resultados del análisis de *clusters* sobre los países de América Latina, este Recuadro ilustra el contraste entre las regiones de América del Sur y México & América Central.

Como se ilustra en la Figura 1.1, ambas regiones se han beneficiado del ingreso de capitales abundantes y baratos, una característica clave de la Nueva Geografía Económica Global (NGEG). Tanto en América del Sur como en México & América Central, los flujos de capital se encuentran en máximos históricos, sustancialmente por encima de los niveles previos a la crisis financiera global.

Figura 1.1 Flujos de Capital hacia América Latina

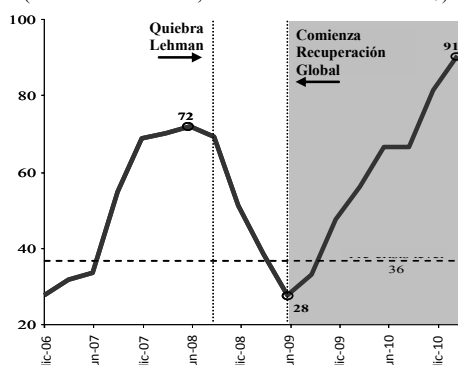
a. Flujos de Capital hacia América del Sur*
(Últimos 4 trimestres, en miles de millones de US\$)



*América del Sur incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela.

Fuente: FMI y Estadísticas Nacionales.

b. Flujos de Capital hacia México & América Central**
(Últimos 4 trimestres, en miles de millones de US\$)

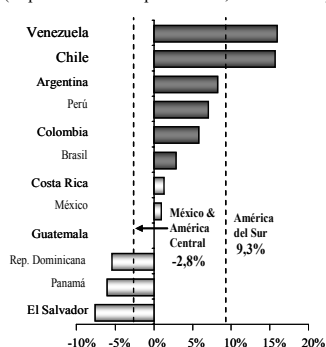


**América Central incluye: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, México, Panamá y República Dominicana.

Sin embargo, existen diferencias claves entre estas dos regiones a la hora de agrupar a los países de América del Sur como posibles ganadores y a México y la mayoría de las economías de América Central como posibles perdedores en la NGEG. Primero, América del Sur es una región exportadora neta de commodities mientras que México & América Central es importadora neta (véase Figura 1.2, panel a). Segundo, América del Sur exporta una proporción mucho más alta de sus bienes y servicios a las economías dinámicas que México & América Central (véase Figura 1.2, panel b). Tercero, la dependencia de remesas provenientes de las economías avanzadas anémicas es mucho más fuerte en México & América Central que en América del Sur (véase Figura 1.2, panel c).

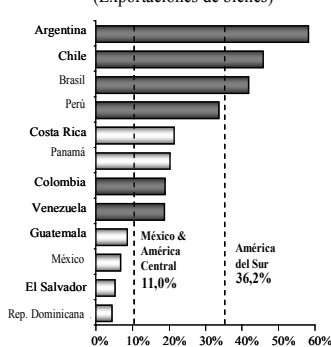
Figura 1.2 Características Estructurales

a. Exportadores Netos de Commodities
(Exportaciones – Importaciones, en % del PBI)

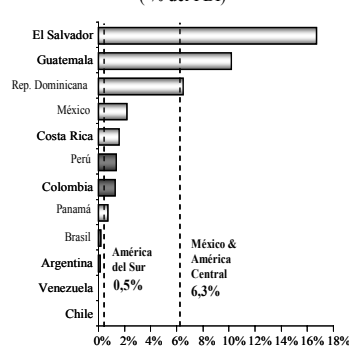


Fuente: WTO, WEO, DOT y Banco Mundial.

b. Exportaciones a Economías Dinámicas
(Exportaciones de bienes)



c. Remesas desde Economías Anémicas
(% del PBI)



Parte II. Una Nueva Geografía Económica Global: Riesgos Latentes para las Economías Emergentes

La NGEG ha sido ampliamente beneficiosa para las economías emergentes. Las *Economías Exuberantes* emergentes representan el 85 por ciento del PBI del total de las economías emergentes incluidas en el ICEE. Sin embargo, la NGEG no está exenta de riesgos. La génesis de la NGEG yace en la crisis financiera de las economías avanzadas: consumo e inversión deprimidos que liberaron capitales y recursos financieros para ser reasignados a los países emergentes. Sin embargo, la crisis financiera se encuentra lejos de estar resuelta, mutando desde una crisis financiera a una crisis de deuda soberana y nuevamente afectando al sector financiero, en un círculo vicioso que expone a los mercados internacionales de capital a episodios recurrentes de turbulencias financieras. La quiebra de Lehman en setiembre de 2008, el comienzo de la crisis de deuda griega a fines de 2009, y la ola actual de inestabilidad que comenzó en julio de 2011 con la generalización y empeoramiento de la crisis de deuda soberana en la Europa periférica, mantienen a los mercados financieros en vilo. Hasta el momento se ha evitado una crisis de gran escala. Incluso la crisis de Lehman, que puso al mundo al borde del abismo, duró tan solo seis meses.

La inestabilidad actual en los mercados globales ocurre en un contexto donde déficits fiscales muy elevados y dinámicas de deuda explosivas —en parte debido a la contracción económica que siguió a la crisis de Lehman, y en parte por los esfuerzos realizados para evitar una crisis económica y financiera de grandes escalas— han deteriorado la capacidad de las economías avanzadas de actuar ante una nueva oleada de turbulencias financieras severas con la misma eficiencia que lo hicieron en las etapas iniciales de la crisis. Este hecho hace que un nuevo episodio de crisis sea potencialmente más severo y prolongado que el episodio de Lehman de setiembre de 2008.

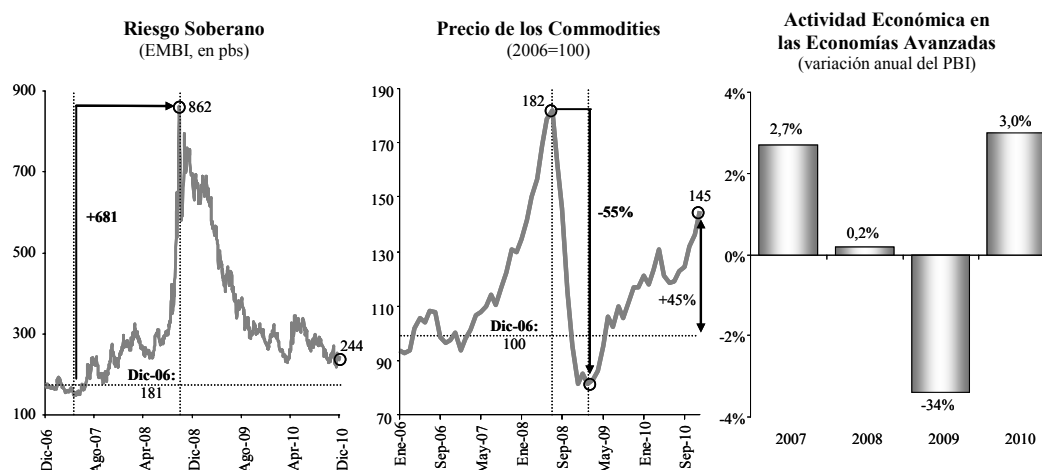
Esto obliga a plantearse la pregunta de qué tan blindadas o tan vulnerables se encuentran las economías emergentes a un nuevo y más persistente episodio de turbulencias financieras globales. A modo de identificar el tipo de virus que tenemos en mente, repasemos brevemente el impacto de la Crisis de Lehman, la peor hasta el momento, en los mercados mundiales y en las economías emergentes.

Como se ilustra en la Figura 9, luego de la quiebra de Lehman el riesgo soberano se disparó hasta alcanzar niveles cercanos a los 900 puntos básicos (prácticamente cerrando el acceso a los mercados financieros para las economías emergentes), los países avanzados entraron en una severa recesión, y los precios de los commodities cayeron en promedio 55 por ciento respecto a los niveles pre-crisis. A su vez, las economías emergentes sufrieron una fuerte reversión de los flujos de capitales de 7,8 puntos porcentuales del PBI, y una contracción significativa de la actividad económica del 3,4 por ciento (6,9 por ciento anualizado) desde el valor máximo al mínimo, en tan solo dos trimestres. En definitiva, el impacto fue muy profundo y la principal razón por la que las economías emergentes sobrevivieron a este episodio sin mayores consecuencias fue que el shock de Lehman se disipó rápidamente.¹⁶

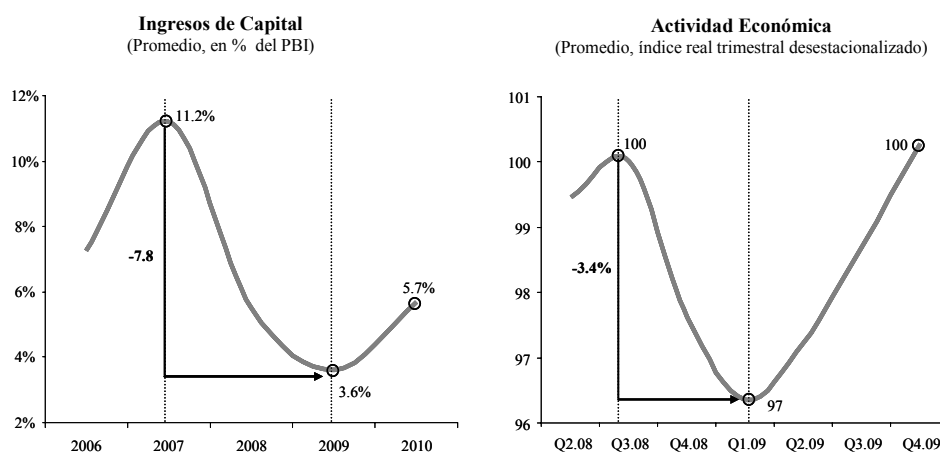
¹⁶ Según Izquierdo y Talvi (2010), la asistencia masiva de liquidez por la comunidad internacional para apoyar a las economías emergentes con fundamentos sólidos, también jugó un rol fundamental en prevenir perturbaciones financieras de mayor magnitud.

Figura 9. El “Virus tipo-Lehman”

a. Shock Externo a las Economías Emergentes*



b. Impacto Doméstico en las Economías Emergentes *



*Economías Emergentes es el promedio simple de las economías emergentes incluidas en el Índice Ceres de Exuberancia Económica.
Fuente: JP Morgan, WEO y estadísticas nacionales.

Para responder la pregunta sobre qué tan preparadas se encuentran las economías emergentes para enfrentar un brote repentino de una nueva y más resistente cepa de un “*Virus tipo Lehman*”, analizamos dos conjuntos de indicadores: (i) indicadores de liquidez externa e (ii) indicadores de vulnerabilidad macroeconómica.

Riesgos de Liquidez Externa

La reconocida regla de Guidotti-Greenspan sugiere que los países deben contar con suficientes reservas internacionales para cubrir las obligaciones de corto plazo de la deuda en moneda extranjera.¹⁷ Según estudios empíricos, esta regla es un predictor

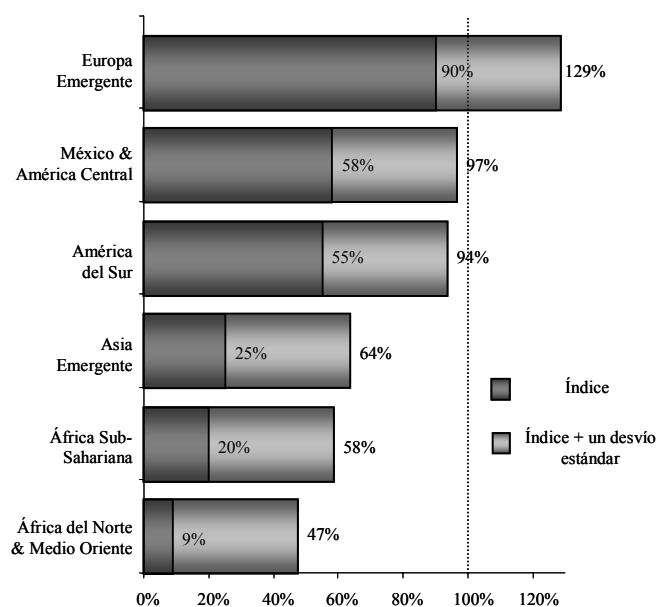
¹⁷ Ver Greenspan (1999) y Guidotti (2000). Esta medida de vulnerabilidad financiera alcanzó cierta aceptación entre los responsables de la política económica luego de la crisis rusa y asiática.

robusto de las crisis financieras.¹⁸ Más concretamente, los resultados de Rodrik y Velasco (1999) sugieren que la exposición de deuda externa de corto plazo está asociada a altas probabilidades de crisis (definidas como fuertes reversiones en los flujos de capital) y a profundas contracciones en el producto.¹⁹

La Figura 10 presenta el ratio de amortizaciones de la deuda externa de corto plazo contra las reservas internacionales, esto es, el Indicador Guidotti-Greenspan (IGG) para las regiones emergentes incluidas en el ICEE. Sin excepción alguna, todas las regiones emergentes cuentan con suficientes reservas como para cumplir con las amortizaciones de deuda externa, tanto pública como privada, con vencimiento en los próximos doce meses. Por tanto, en principio, el IGG indicaría que las economías emergentes están blindadas en términos de liquidez para afrontar un nuevo episodio de pánico financiero. La situación es aún mejor si se tiene en cuenta que las economías con fundamentos macroeconómicos sólidos y con un historial de manejo sensato de la política económica tendrán acceso a líneas de crédito internacional ofrecidas por el FMI y por otros organismos multilaterales.

Figura 10. Liquidez Externa

(Amortizaciones de deuda externa para el 2012 en % de las reservas internacionales, promedios regionales)



Fuente: WEO.

¹⁸ Ver, por ejemplo, Furman y Stiglitz (1998), Radelet y Sachs (1998) y Rodrik y Velasco (1999).

¹⁹ De hecho, los países que sufrieron crisis presentaban ratios de deuda de corto plazo a reservas –en promedio– que duplicaban los niveles observados en otros casos. Más aún, los países con ratio mayor a uno triplican su probabilidad de crisis. Para los países que tuvieron crisis, la tasa de crecimiento promedio se redujo en 4,1 puntos porcentuales en el año de la crisis, respecto al año anterior.

Sin embargo, el análisis anterior debe ser complementado. Una limitación importante del IGG original es que no incluye los vencimientos de corto plazo de la deuda en moneda doméstica —incluyendo los instrumentos de esterilización del Banco Central— aún cuando una corrida contra este tipo de deuda pública también genera potenciales presiones sobre las reservas internacionales.²⁰

Debido a que el perfil de amortización de deuda en moneda doméstica está disponible para un pequeño sub-grupo de las economías emergentes incluidas en el ICEE, fue necesario proceder de la siguiente manera. En primer lugar, construimos un IGG modificado agregando las obligaciones de deuda de corto plazo en moneda doméstica al numerador del IGG para los países con disponibilidad de datos, computando así el IGG modificado. Luego medimos la diferencia entre el IGG modificado y el IGG original, en unidades de desvío estándar. Esta diferencia resultó ser similar a un desvío estándar del IGG original. En tercer lugar, a modo de considerar la deuda de corto plazo en moneda doméstica, calculamos el IGG modificado adicionando un desvío estándar al IGG original de cada país.

Los resultados se presentan en la Figura 10. Solo Europa Emergente excede el umbral crítico del 100 por ciento, mientras que América del Sur y México & América Central se encuentran muy próximos. En los casos de Asia Emergente, África del Norte & Medio Oriente y África Sub-Sahariana, los indicadores de liquidez se encuentran lejos del umbral crítico, aun considerando el IGG modificado.

En resumen, con la excepción de Europa Emergente y con una leve nota de cautela sobre América Latina, las economías emergentes están sólidas desde una perspectiva de liquidez internacional para enfrentar un nuevo episodio de turbulencias financieras, considerando un potencial cierre del acceso a los mercados crediticios por un tiempo significativo. Por tanto, los problemas de liquidez externa no serían en la coyuntura actual la principal fuente de preocupación para la mayoría de las economías emergentes. Este no es un logro menor, por decir lo menos.

²⁰ Este es el caso de los países que mantienen compromisos explícitos o implícitos sobre metas de inflación, ya que al financiar sus obligaciones de deuda doméstica con expansión monetaria están generando presiones inflacionarias.

Vulnerabilidad Macroeconómica a un “Virus tipo Lehman”

El análisis de liquidez de la sección anterior se basa en una perspectiva de *stocks*, esto es, qué tan amplio es el stock de reservas internacionales para satisfacer los vencimientos a un año de los *stocks de deuda doméstica y externa*. Sin embargo, los episodios de turbulencias financieras sistémicas han tenido como correlato sustanciales ajustes de la cuenta corriente en las economías emergentes. Por ejemplo, según Calvo, Izquierdo y Talvi (2006), donde se analizan treinta y tres casos de crisis en países emergentes en contextos de turbulencias en los mercados mundiales de capital, el déficit de cuenta corriente se contrae en un promedio de 6 puntos del PBI como resultado de una severa reducción en la absorción doméstica.²¹

Por tanto, si bien la mayoría de los países emergentes se encuentran fuertemente blindados en términos de liquidez externa, podrían estar muy vulnerables desde una perspectiva macroeconómica y sufrir graves deterioros en sus fundamentos macroeconómicos: contracción del nivel de actividad económica, incremento en el desempleo, deterioro en las cuentas fiscales, dinámicas de deuda potencialmente no convergentes, debilitamiento de los balances bancarios y contracción del crédito.

Para obtener una medida de la vulnerabilidad macroeconómica ante un “*Virus tipo Lehman*”, debemos evaluar la magnitud del ajuste requerido sobre la absorción interna —en un contexto de sequía en los flujos de capital— para cerrar el déficit de cuenta corriente. Sin embargo, los datos observados del déficit de cuenta corriente en porcentaje del PBI son un indicador muy limitado sobre la verdadera reducción requerida en la absorción interna, y por ende una medida imprecisa sobre la vulnerabilidad macroeconómica externa.

Para obtener una medida más precisa de la vulnerabilidad macroeconómica externa, la cuenta corriente debe ser ajustada de al menos dos maneras. En primer lugar, el déficit de cuenta corriente debe ser medido relativo a la absorción de bienes transables en lugar del PBI. Este ratio mide la contracción requerida en la demanda interna de bienes transables para cerrar el déficit de cuenta corriente.²²

²¹ Para una cobertura histórica y completa de las causas y los efectos de las crisis financieras, ver Reinhart y Rogoff (2009).

²² Bajo preferencias homotéticas, la demanda por bienes no transables debería caer en la misma proporción que la demanda por bienes transables. Ver Calvo, Izquierdo y Talvi (2003).

En segundo lugar, la cuenta corriente debe corregirse para considerar el impacto de las pronunciadas caídas en los precios de los commodities asociados a episodios recientes de turbulencias financieras. De hecho, con la profundización de la crisis financiera global, los precios de los commodities colapsaron en un 55 por ciento desde julio de 2008 a febrero de 2009, disminuyendo un 20 por ciento respecto a sus niveles pre-crisis (2006).

A raíz de estas consideraciones, construimos un Indicador de Vulnerabilidad Macroeconómica (IVM) a un “*Virus tipo Lehman*” para cada país emergente del ICEE. El IVM se define como el ratio entre la cuenta corriente ajustada por el precio de los commodities y las importaciones totales. El balance de cuenta corriente es calculado a precios de 2006, para reflejar la caída en los precios de los commodities ante nuevas turbulencias financieras.²³ Lógicamente, en el caso de los exportadores netos de commodities, la cuenta corriente ajustada se verá deteriorada en comparación con la observada. Lo opuesto ocurrirá con los importadores netos de commodities.

Siguiendo a Calvo, Izquierdo y Talvi (2003), se utilizan las importaciones en el denominador como aproximación de la absorción interna de bienes transables, a modo de facilitar la comparación entre países. Cuanto mayores sean las importaciones, esto es, cuanto más abierta sea la economía, menor será el ajuste requerido sobre las importaciones (y por ende sobre la demanda y el producto interno).²⁴ Intuitivamente, el IVM mide el ajuste requerido en las importaciones para cerrar el déficit de cuenta corriente en caso que el ajuste solo sea posible vía reducción en las importaciones.²⁵

Los resultados se ilustran en la Figura 11. El IVM divide al mundo emergente en tres grupos: *economías con baja vulnerabilidad* ($IVM < 0$), *economías con vulnerabilidad media* ($0 < IVM < 9\%$) y *economías con alta vulnerabilidad* ($IVM > 9\%$).²⁶ Los países de América Latina presentan los niveles más altos de vulnerabilidad macroeconómica,

²³ Por detalles sobre este tipo de ajuste en la cuenta corriente ver Izquierdo y Talvi (2008).

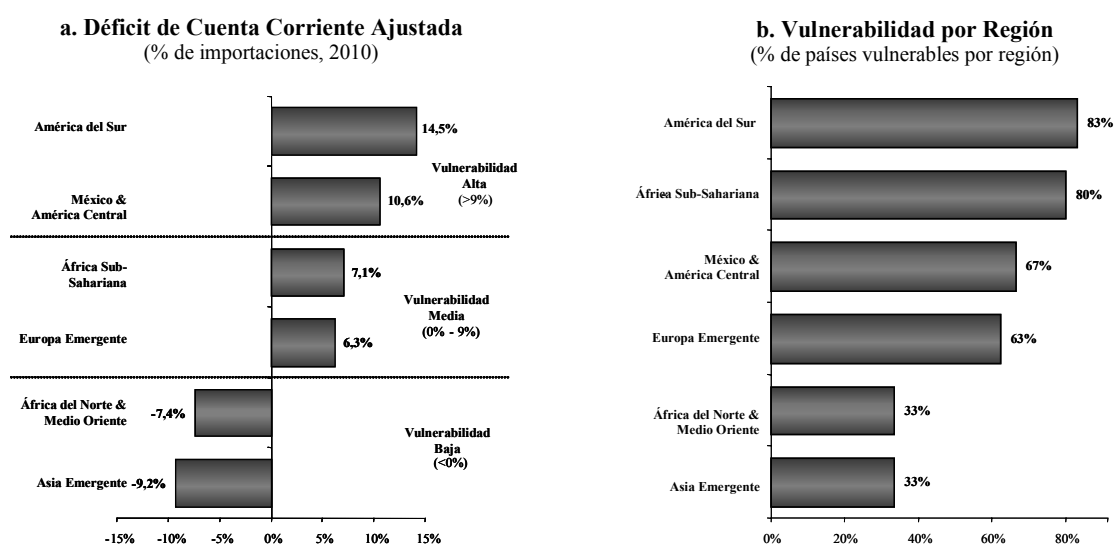
²⁴ El análisis de vulnerabilidad macroeconómica podría ser complementado con un indicador de dolarización de los pasivos que, en un contexto de fuerte depreciación de la moneda, genera efectos de balance potencialmente severos. Ver Calvo, Izquierdo y Mejía (2008) y Calvo y Talvi (2005).

²⁵ Para los casos específicos de exportadores netos de commodities con propiedad extranjera de las empresas exportadoras de commodities, esta corrección puede sobreestimar el ajuste requerido de la demanda interna. Este sucedería si la reducción en los precios de los commodities fuera parcialmente compensada por una repatriación de las ganancias de menor monto.

²⁶ Las economías de alta vulnerabilidad son aquellas con un IVM por encima del 9 por ciento, esto es, un desvío estándar por encima del cero.

con la región exuberante de América de Sur liderando, y seguidos por México & América Central. Las regiones superavitarias, esto es Asia Emergente y África del Norte & Medio Oriente, muestran los menores niveles de vulnerabilidad, mientras que Europa Emergente y África Sub-Sahariana se localizan en el medio (ver la Figura 11, panel a). Estos patrones regionales se generalizan para la mayoría de los países individuales que conforman cada región (ver Figura 11, panel b).

Figura 11. Vulnerabilidad Macroeconómica a un “Virus tipo Lehman”



Nota: El déficit de cuenta corriente ajustada se computa a precios de commodities de 2006 y en porcentaje de las importaciones.

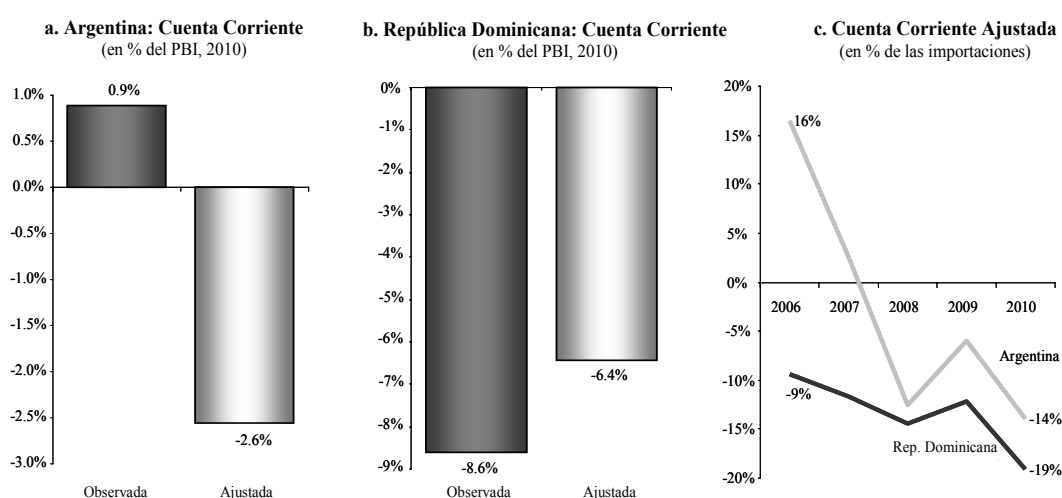
Fuente: WEO.

Recuadro 2. Vulnerabilidad Macroeconómica: Lo Esencial es Invisible a los Ojos

Este Recuadro muestra, a través del contraste entre Argentina y República Dominicana, la relevancia del ajuste de la cuenta corriente para obtener un indicador de vulnerabilidad macroeconómica externa más preciso.

Como se ilustra en la Figura 2.1, en el 2010 Argentina presenta superávit de cuenta corriente al tiempo que República Dominicana incurre en elevados déficits. A simple vista, estas cifras sugieren que República Dominicana está más vulnerable que Argentina ante un deterioro en las condiciones financieras internacionales que obligue a estos países a cerrar sus déficits de cuenta corriente.

Figura 2.1 Ajuste de la Cuenta Corriente: Dos Ejemplos de Contraste



Fuente: WEO

Sin embargo, el panorama luce totalmente diferente luego de efectuar los dos ajustes sugeridos en el informe.

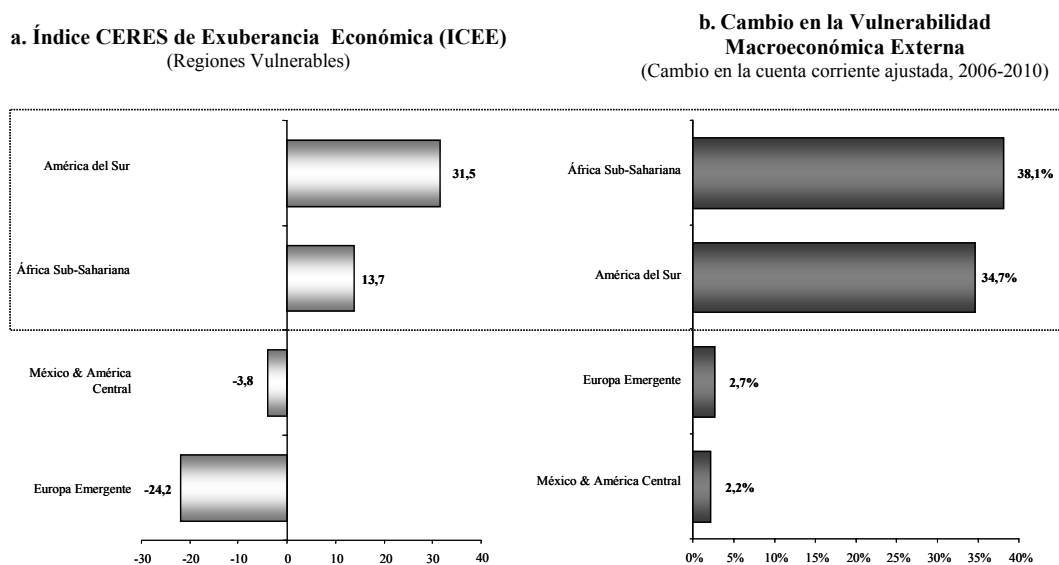
Primero, al computar el saldo de cuenta corriente a precios de 2006, el superávit de cuenta corriente de Argentina (país exportador neto de commodities) se transforma en un déficit de 2,6 por ciento del PBI. Por su parte, el déficit de cuenta corriente de República Dominicana (país importador neto de commodities) cae de un 8,6 del PBI a un 6,4 por ciento del PBI.

Segundo, dado a que Argentina es una economía significativamente más cerrada que República Dominicana, si se computa el saldo de la cuenta corriente ajustada relativo a las importaciones, la diferencia entre lo que antes eran dos realidades opuestas, prácticamente desaparece.

La Paradoja Exuberancia-Vulnerabilidad

Si bien hay una baja correlación entre exuberancia y vulnerabilidad —tanto las *Economías Exuberantes* como las *Anémicas* pueden estar sólidas o vulnerables—, existe una fuerte relación entre exuberancia y *cambios en la vulnerabilidad macroeconómica*. Las regiones exuberantes como América del Sur y África Sub-Sahariana, con valores altamente positivos del ICEE, presentan los mayores incrementos en la vulnerabilidad macroeconómica ante condiciones globales adversas. De hecho, estas dos regiones actualmente se encuentran mucho más vulnerables de lo que estaban al comienzo de la crisis financiera global. Contrariamente, las regiones anémicas, como ser Europa Emergente y México & América Central, presentan niveles de vulnerabilidad macroeconómica similares a los observados en 2006 (ver Figura 12).

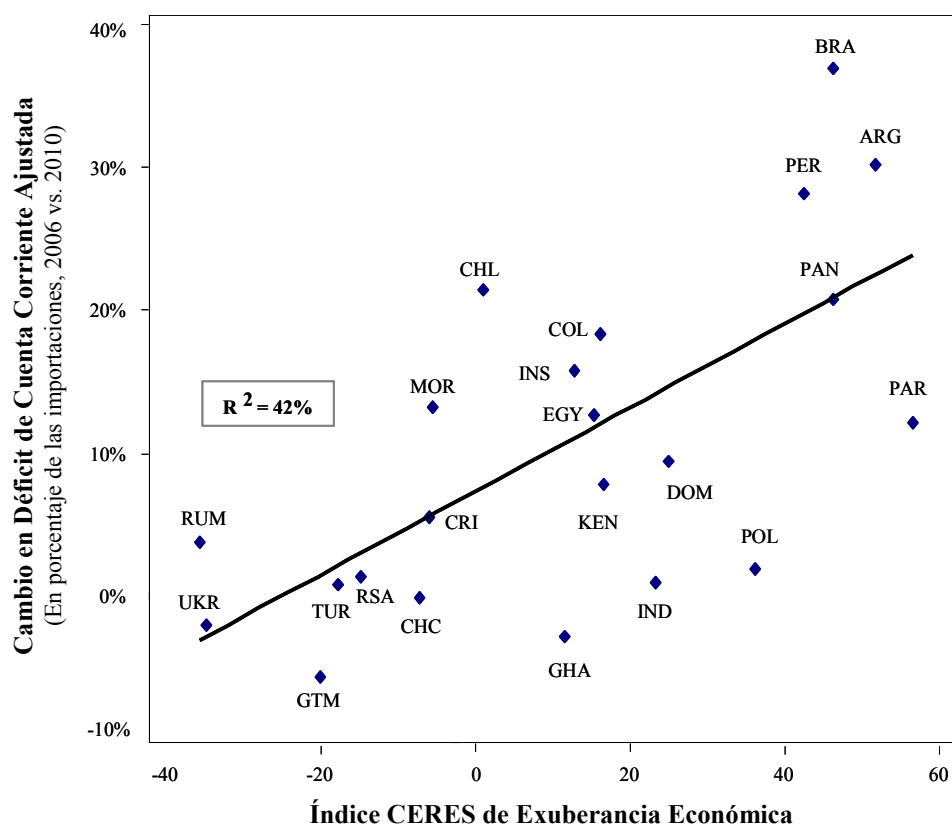
Figura 12. Exuberancia y Vulnerabilidad



Nota: El déficit de cuenta corriente ajustada se computa a precios de commodities de 2006 y en porcentaje de las importaciones.

La Figura 13 presenta la *Paradoja Exuberancia-Vulnerabilidad*, esto es, la relación positiva entre el grado de exuberancia macroeconómica (medido por el ICEE), y el incremento en la vulnerabilidad macroeconómica externa (medido por el cambio en el IVM).

Figura 13. Paradoja Exuberancia - Vulnerabilidad



Nota: El déficit de cuenta corriente ajustada se computa a precios de commodities de 2006 y en porcentaje de las importaciones.

En resumen, si bien la mayoría de las economías emergentes se encuentran fuertemente blindadas en términos de liquidez externa, este no es el caso cuando se considera en el análisis la vulnerabilidad macroeconómica. A pesar de la fuerte posición en liquidez internacional, un brote repentino de una cepa más resistente de un “Virus tipo Lehman” implicaría que la mayor parte de los países emergentes sufrieran severos ajustes macroeconómicos. Más aún, los países que actualmente presentan los mayores grados de exuberancia se encuentran mucho más vulnerables a un “*Virus tipo Lehman*” de lo que estaban antes de la crisis financiera global.

Conclusiones y un Toque de Política Económica

Paradójicamente, la exuberancia engendra vulnerabilidad. La mayor parte del mundo emergente resultó ser ganadora en la NGEG de la post-crisis financiera, en muchos casos presentando un grado extraordinario de exuberancia económica. Sin embargo, si una nueva ola de pánico en los mercados mundiales de capital —causada por una NGEG donde las economías avanzadas se encuentran con serios problemas financieros y de deuda soberana— golpeará a la economía mundial, gran parte del mundo emergente estaría altamente vulnerable y sufriría severos ajustes macroeconómicos.

En otras palabras, las fuerzas económicas que en el mundo post-crisis financiera crearon las condiciones necesarias para una NGEG en donde muchos países emergentes pudieron prosperar son inherentemente las mismas que son capaces de crear estragos en los mercados globales de capital y de quitar a las economías emergentes su bonanza en un abrir y cerrar de ojos.

En este contexto, exuberancia y vulnerabilidad se encuentran conectadas de una forma muy peculiar. A raíz de ello y a modo de concluir este informe, se presentan tres apuntes de política económica.

Primero, los gobiernos de las economías emergentes exuberantes deberían tomar debida nota de esta *Paradoja Exuberancia-Vulnerabilidad* y actuar en consecuencia a la hora de diseñar sus políticas monetarias, fiscales y macro-prudenciales, con un comportamiento contra-cíclico, en lugar de descansar en la bonanza.

En segundo lugar, la comunidad internacional, que a comienzos de 2009 actuó rápidamente incrementando los recursos disponibles del FMI y de otras instituciones multilaterales a modo de evitar la caída de economías emergentes vulnerables pero con fundamentos sólidos, debería asegurar que estas instituciones estén adecuadamente capitalizadas y sean capaces de asumir el mismo rol en caso de que ocurra un nuevo episodio de turbulencias financieras globales. Esta es una consideración particularmente relevante en un contexto donde los recursos del FMI están restringidos por la crisis en Europa periférica.

Finalmente, las economías emergentes exuberantes y con altos niveles de liquidez que fueron las principales beneficiarias de la NGEF, tienen especial interés en asegurar que el orden global actual no se vea interrumpido por una nueva y tal vez más virulenta cepa de un “Virus tipo Lehman”.

A fin de cuentas, Noel Coward tenía razón: *“Es que son los hechos lo difícil de explicar. ¡Son tan fantásticos!...”*.

Referencias

Calvo, G., A. Izquierdo y L. Mejía (2008). “Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration”. Documento de Trabajo 637 del Departamento de Investigación, Banco Interamericano de Desarrollo.

Calvo, G., A. Izquierdo y E. Talvi (2003). “Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”. Documento de Trabajo 9828 del NBER.

Calvo, G., Izquierdo, A. y E. Talvi (2006). “Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises”. Documento de Trabajo 12101 del NBER.

Calvo G. y E. Talvi (2005). “Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile”. Documento de Trabajo 11153 del NBER.

Guidotti, P. (2000). “On Debt Management and Collective Action Clauses”. Kenen P. y A. Swoboda (editores). “Reforming the International Monetary and Financial System”, Fondo Monetario Internacional.

Furman, J. y J. Stiglitz (1998). “Economic Crisis: Evidence and Insights from East Asia”. Brookings Papers on Economic Activity.

Greenspan, A. (1999). “Currency Reserves and Debt”. Speech before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington DC.

Izquierdo, A., R. Romero y E. Talvi (2008). “Boom and Busts in Latin America: The Role of External Factors”. Documento de Trabajo 631 del Departamento de Investigación, Banco Interamericano de Desarrollo.

Izquierdo, A., y E. Talvi, coordinadores (2008). “All That Glitters May Not Be Gold”. Informe Macroeconómico, Banco Interamericano de Desarrollo.

Izquierdo, A., y E. Talvi, coordinadores (2009). “Policy Trade-offs for Unprecedented Times”. Informe Macroeconómico, Banco Interamericano de Desarrollo.

Izquierdo, A., y E. Talvi, coordinadores (2010). “The Aftermath of the Crisis: Policy Lessons and Challenges Ahead for Latin America and the Caribbean”. Informe Macroeconómico, Banco Interamericano de Desarrollo.

Izquierdo, A., y E. Talvi, coordinadores (2011). “One Region, Two Speeds? Challenges of the New Global Economic Order for Latin America and the Caribbean”. Informe Macroeconómico, Banco Interamericano de Desarrollo.

Radelet, S. y J. Sachs (1998). “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”. Trabajo preparado para Brookings Panel, Washington DC.

Reinhart C. y K. Rogoff (2009). “This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly”. Princeton University Press.

Rodrik, D. y A. Velasco (1999). “Short-Term Capital Flows”. Documento de Trabajo 7364 del NBER.

The Economist (2011). “Temperature Gauge”.
<http://www.economist.com/blogs/dailychart/2011/06/overheating-emerging-markets-0>

**Apéndice 1. Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE):
Cobertura de Países y Regiones**

Región/País	% del PBI Regional	
	Individual	Acumulado
Economías Avanzadas		
Estados Unidos	36%	36%
Unión Europea	30%	65%
Japón	13%	78%
Canadá	4%	82%
Corea del Sur	2%	85%
Asia Emergente		
China	62%	62%
India	16%	79%
Indonesia	7%	86%
Tailandia	3%	90%
Malasia	3%	92%
Filipinas	2%	94%
Europa del Este		
Turquía	37%	37%
Polonia	23%	60%
Republica Checa	9%	69%
Rumania	8%	77%
Hungría	6%	84%
Ex Repúblicas Soviéticas		
Rusia	72%	72%
Kazajstán	7%	79%
Ucrania	7%	86%
América del Sur		
Brasil	59%	59%
Argentina	10%	70%
Venezuela	8%	78%
Colombia	8%	86%
Chile	6%	92%
Perú	4%	96%
Medio Oriente		
Arabia Saudita	26%	26%
Irán	21%	48%
Emiratos Árabes Unidos	18%	66%
África del Norte		
Egipto	32%	32%
Argelia	24%	56%
Marruecos	15%	72%
MX & América Central		
México	84%	84%
República Dominicana	4%	88%
Guatemala	3%	91%
Costa Rica	3%	94%
Panamá	2%	96%
El Salvador	2%	98%
África Sub-Sahariana		
Sudáfrica	34%	34%
Nigeria	21%	54%
Angola	8%	62%
Kenia	3%	65%
Ghana	3%	68%

Apéndice 2. Análisis de Clusters

Este apéndice pretende desarrollar brevemente el análisis de *clusters* llevado a cabo en la Parte I del informe con el objetivo de identificar los posibles ganadores y perdedores del Nueva Geografía Económica Global (NGEG).

El análisis de *cluster* fue realizado para todas las economías emergentes incluidas en el Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE), utilizando dos variables: (i) las exportaciones netas de *commodities* (en porcentaje del PBI) (ii) el ratio de inversión sobre exportaciones de bienes y servicios a economías anémicas.²⁷

El análisis jerárquico de *clusters* comienza considerando a cada país como un *cluster* y luego los va vinculando de forma progresiva hasta que toda la muestra es considerada como un único *cluster*. El resultado de esto es un árbol de *clusters* que muestra la distancia re-escalada a la que se unirían los potenciales *clusters*. Utilizando el método de Ward, se obtiene que el número óptimo de *clusters* que surgen de este análisis es tres (ver Figura A2. 1).

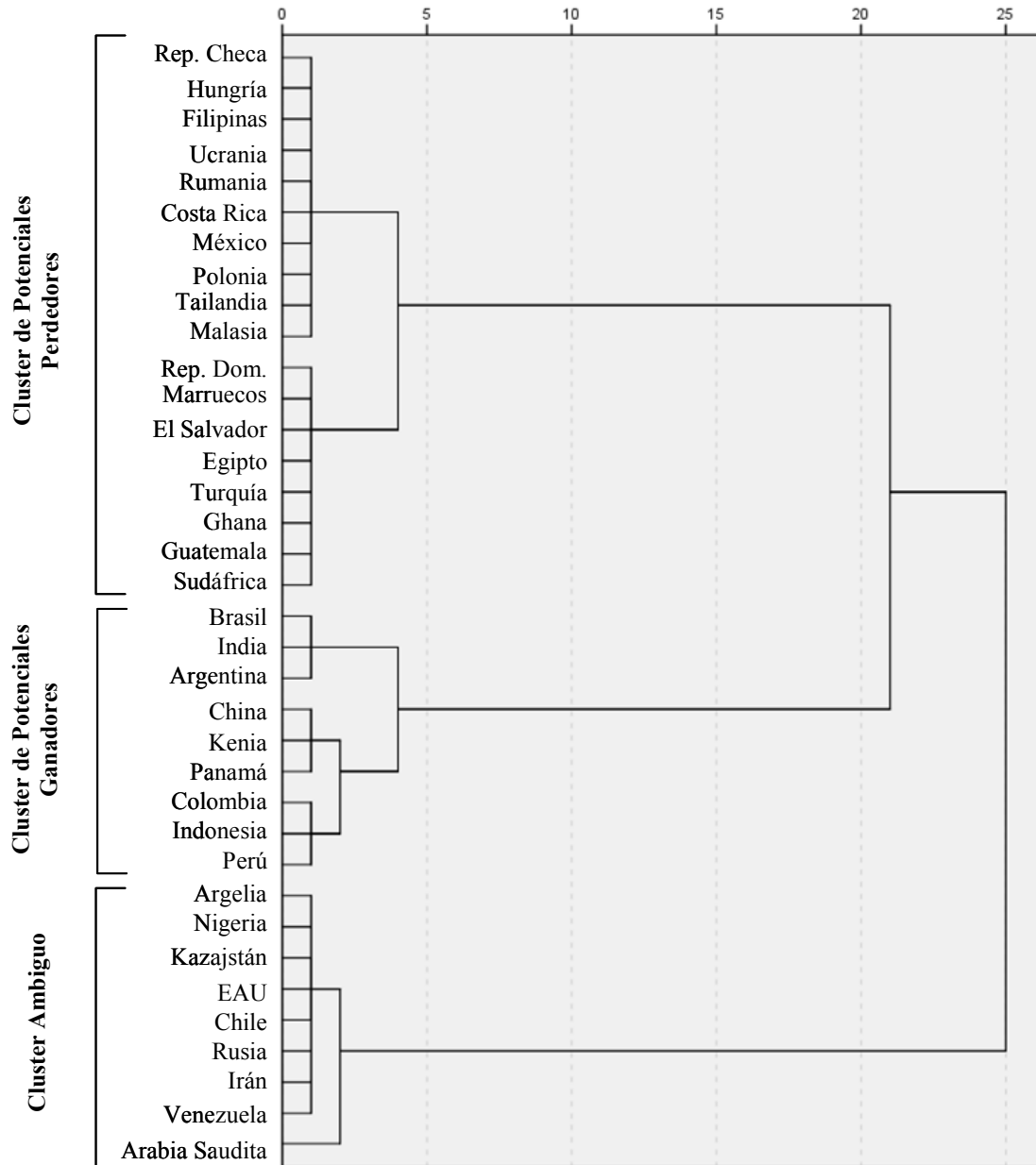
Para asegurar la solidez de los resultados, se le agregan las remesas desde las economías anémicas a la segunda variable de *clusterización*. Tras haber realizado el análisis de *clusters*, los resultados fueron idénticos para el 88 por ciento de los países.

Como prueba adicional para asegurar que los resultados sean robustos, el análisis de *clusters* fue realizado utilizando el método de las k-medias – con y sin la inclusión de remesas en el análisis- fijando el número de *clusters* en tres. En este caso, los resultados son idénticos a los del análisis original para el 97 por ciento de los países.

Los resultados obtenidos en este Apéndice sugieren que el análisis de *clusters* realizado en la Parte I, que agrupa países en posibles ganadores y posibles perdedores en la NGEG, es robusto ante cambios en las variables incorporadas al análisis, así como también ante cambios en el método del análisis de *clusters*.

²⁷ Para el análisis de *clusters* fueron utilizados datos de 2010 para 36 economías emergentes.

Figura A2. 1 Dendrograma y Clusters





www.ceres-uy.org