

# 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](http://www.ceres-uy.org)

# Anemia, Exuberancia y Vulnerabilidad: La Nueva Geografía Económica Global<sup>1</sup>

Ernesto Talvi e Ignacio Munyo\*

*Resumen del reciente informe publicado por CERES (Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social) sobre las Perspectivas Macroeconómicas de América Latina desde una Óptica Global. El informe se titula: “Anemia, Exuberancia y Vulnerabilidad: La Nueva Geografía Económica Global” y se encuentra disponible en [www.ceres-uy.org](http://www.ceres-uy.org).*

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 la China, India y Brasil, la imagen es la opuesta: la actividad económica se encuentra 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 rápida 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.

---

\* Ernesto 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.

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 antes del comienzo de la crisis financiera global.

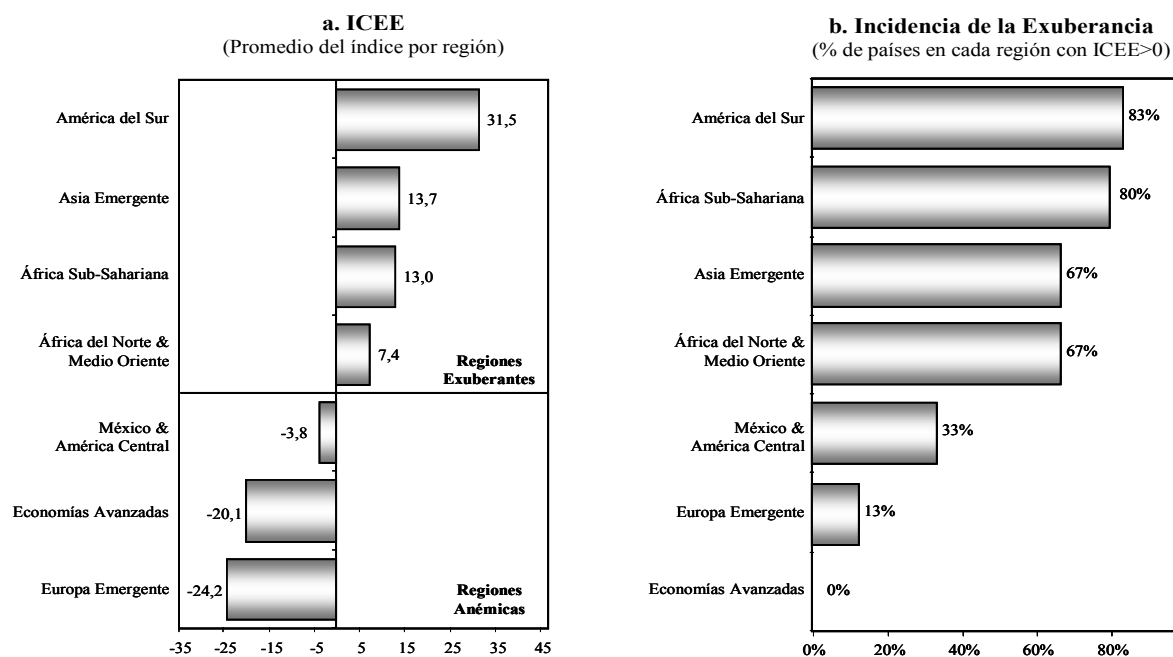
### ***Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE)***

Para identificar quiénes son los ganadores, quiénes son los perdedores y por qué, el informe desarrolla el Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE). Este indicador es diseñado para medir si el desempeño macroeconómico de un país es más enérgico o más débil en comparación al desempeño observado previo a la crisis financiera global en 2007.<sup>2</sup>

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.

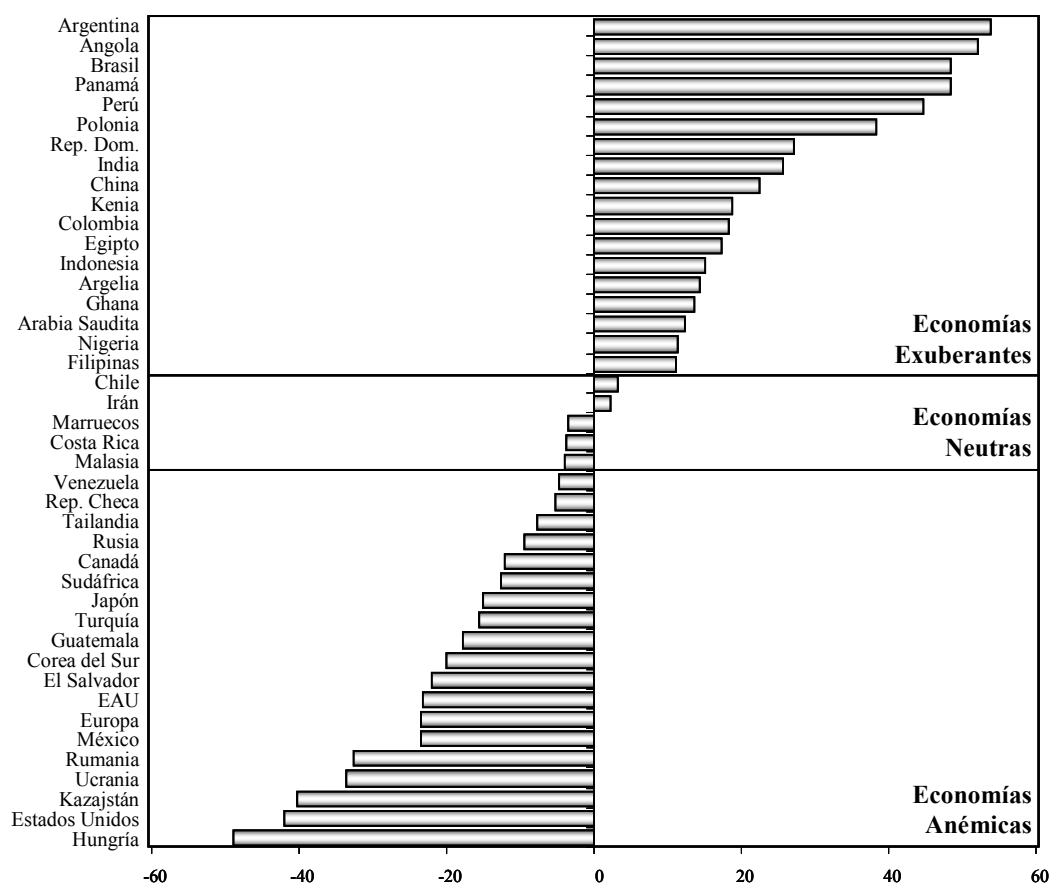
Según el ICEE el mundo se divide en dos grupos: los países con ICEE positivo definidos como *Economías Exuberantes* y los países con ICEE negativo definidos como *Economías Anémicas*. Dentro de las *Economías Anémicas* predominan las economías avanzadas y las regiones emergentes que presentan estrechas relaciones con las primeras: Europa Emergente y México & Centroamérica. Por otro lado, las *Economías Exuberantes* son dominadas por las economías de América del Sur, Asia Emergente, África del Norte & Medio Oriente y África Sub-Sahariana (Ver Figura 1).

**Figura 1. Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE):  
Resultados por Región**



Más sorprendente es 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 (Ver Figura 2).

**Figura 2. Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE):  
Resultados por País**



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, el informe realiza un análisis de *clusters*. Este análisis estadístico revela que los países emergentes ganadores en la NGEF 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 participación 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<sup>3</sup>.

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 de 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, EEUU y la UE, son clasificadas 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***

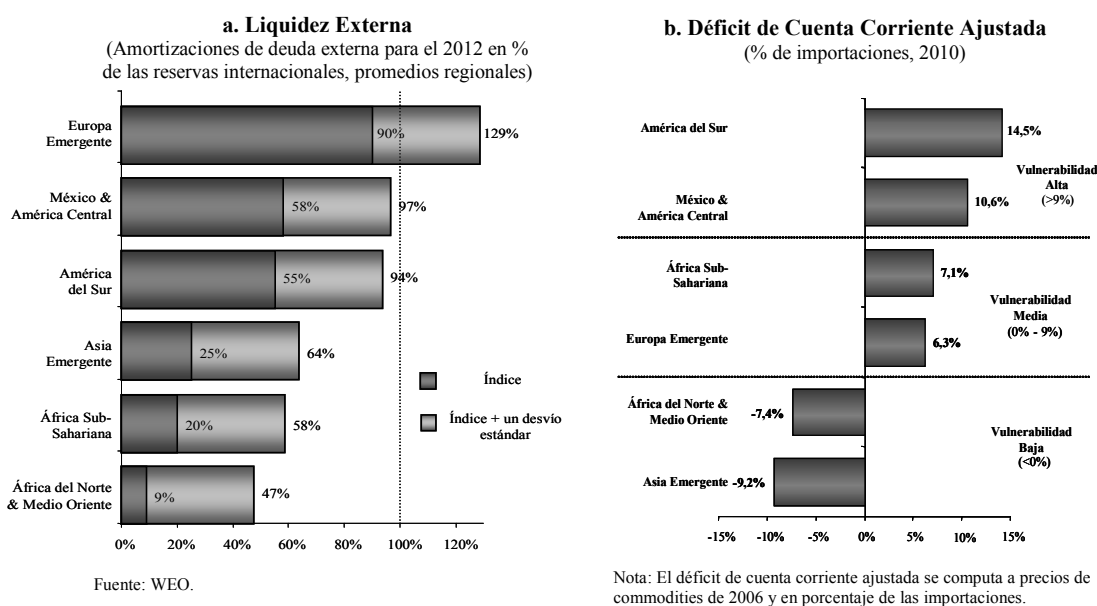
Si bien la NGEG ha sido ampliamente beneficiosa para las economías emergentes, no está exenta de riesgos. Tal como fue mencionado anteriormente, la génesis de la NGEG yace en la crisis financiera de las economías avanzadas que liberaron capitales y recursos financieros para ser reasignados hacia las 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 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 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.<sup>4</sup> Los indicadores de vulnerabilidad macroeconómica externa miden el saldo de la cuenta corriente ajustada en porcentaje de las importaciones<sup>5</sup>. Intuitivamente, este indicador mide 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—.<sup>6</sup>

Como se presenta en la Figura 3 (panel a), con la excepción de Europa Emergente y con una leve nota de cautela sobre América Latina —donde el indicador de liquidez externa se encuentra por encima o próximo al umbral del 100 por ciento, respectivamente— las economías emergentes están sólidas desde una perspectiva de liquidez internacional para solventar un nuevo episodio de turbulencias financieras, considerando un potencial cierre del 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.

**Figura 3. Vulnerabilidad a un “Virus tipo Lehman”**

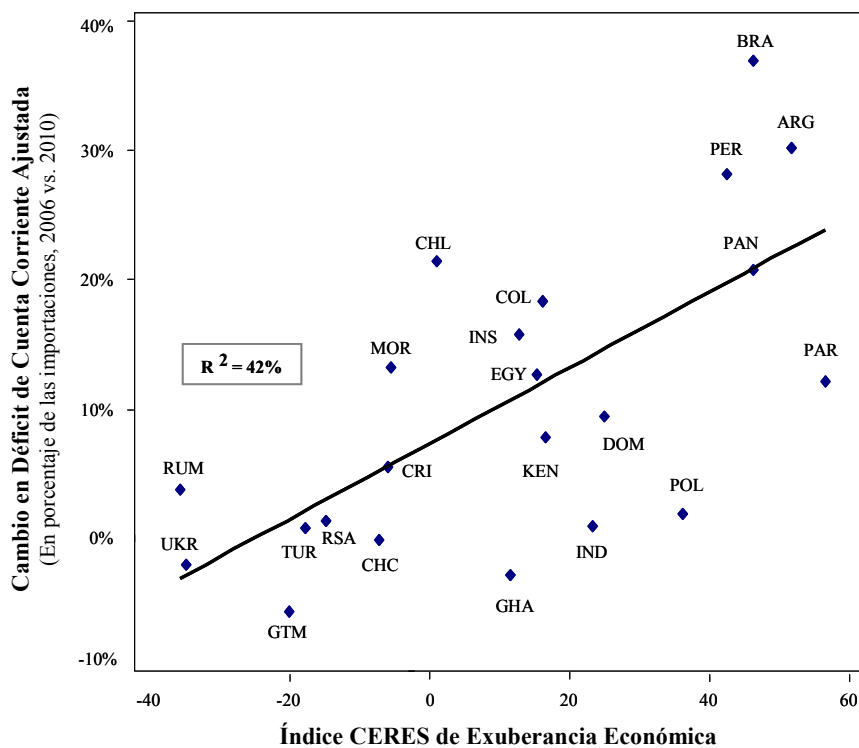


Si bien la mayoría de los países emergentes se encuentran fuertemente blindados en términos de liquidez externa, este no es el caso cuando se introduce la vulnerabilidad macroeconómica en el análisis. A pesar de la fuerte posición en liquidez internacional, un brote de una cepa más resistente de un “Virus 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 otras palabras, las economías emergentes podrían enfrentarse a un marcado deterioro en sus fundamentos económicos.<sup>7</sup>

En este sentido, la Figura 3 (panel b) muestra que los países de América Latina presentan los niveles más altos de vulnerabilidad macroeconómica, con la región exuberante de América de 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 Figura 4 ilustra la relación positiva entre el grado de exuberancia macroeconómica (medido por el ICEE), y el incremento en la vulnerabilidad macroeconómica externa.

**Figura 4. Paradoja Exuberancia - Vulnerabilidad**



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

***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 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 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”.

## Referencias

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.

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.

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

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.

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>

## Notas

---

<sup>1</sup> Los autores agradecen muy especialmente a los asistentes de investigación de CERES, Federico Bermúdez, Santiago García da Rosa, Juan Martín Morelli y Verónica Olivera, por su dedicación y apoyo incondicional y su excelente trabajo. También agradecen 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.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> El análisis de *Clusters* se desarrolla en línea con Izquierdo y Talvi (2011).

<sup>4</sup> Ver Greenspan (1999), Guidotti (2000), Rodrik y Velasco (1999).

<sup>5</sup> La cuenta corriente ajustada se mide de la siguiente manera. Primero, se computa a precios de importaciones y exportaciones de 2006 para permitir una posible caída en los precios de los commodities ante un episodio de tipo Lehman. Segundo, se mide en términos de importaciones, par obtener una medida más precisa sobre la caída necesaria en la demanda interna para cerrar el déficit de cuenta corriente.

<sup>6</sup> Ver Calvo, Izquierdo y Talvi (2003).

<sup>7</sup> Por ejemplo, ver Calvo, Izquierdo y Talvi (2006) y Reinhart y Rogoff (2009).



[www.ceres-uy.org](http://www.ceres-uy.org)