



Respuestas de política a la crisis financiera global: ¿Qué hicieron diferente las economías emergentes?

FRANCISCO CEBALLOS, TATIANA DIDIER, CONSTANTINO HEVIA Y
SERGIO L. SCHMUKLER*

En contraste con el pasado, muchos países emergentes enfrentaron la crisis financiera mundial de 2008-2009 con la credibilidad y capacidad requerida para conducir políticas contracíclicas. Ello les permitió enfrentar mejor la caída mundial y así comportarse de manera similar a países desarrollados. Este estudio documenta las respuestas de política y discute otros factores que permitieron a estos países absorber parcialmente los choques externos negativos. En particular se caracterizan (i) las políticas monetarias y cambiarias, (ii) las políticas fiscales y (iii) las posiciones financieras domésticas y externas.

Palabras Clave : Crisis financiera, ciclicidad de las políticas, políticas fiscal y monetaria.
Clasificación JEL : E50, F30, G01, G15.

La crisis económica global que empezó en 2008 fue una de las más largas y profundas que el mundo ha experimentado desde la Gran Depresión. Aunque los países de todas las regiones y de todos los niveles de ingresos han sido afectados profundamente por la posterior recesión de 2008-2009, la percepción generalizada es que las economías emergentes han tenido una contracción mucho menor, en promedio, que las economías avanzadas (ver, por ejemplo, Eichengreen, 2010). Esta percepción está relacionada con los hallazgos de una asociación negativa entre algunos indicadores de desempeño económico durante la crisis y el nivel de PBI per cápita. Véase, por ejemplo, Claessens y otros (2010), Lane y Milesi-Ferretti (2011), Rose (2011), Rose y Spiegel (2010, 2011a, 2012) y Frankel y Saravelos (2012). Muchos de estos estudios se concentran, generalmente, en el cambio en el nivel de ingresos (es decir, en el crecimiento del

* Los autores están afiliados al Banco Mundial, 1818 H Street, Northwest Washington, DC 20433, USA. Ceballos (e-mail: fceballos1@worldbank.org). Didier (e-mail: tdidier@worldbank.org). Hevia (e-mail: chevia@worldbank.org). Schmukler (e-mail: sschmukler@worldbank.org).

Este documento complementa el análisis de Didier y otros (2012). Agradecemos a Shahrokh Fardoust, Brian Pinto, Luis Servén y a los participantes de las presentaciones hechas en el Banco de Corea (Seúl, Corea del Sur), en la reunión anual de LACEA-LAMES (Santiago, Chile), en el Ministerio de Economía de Sudáfrica (Johannesburgo, Sudáfrica), en el taller de Inestabilidad Económica e Impacto en el Bienestar (Hanoi, Vietnam), y en el Banco Mundial (Washington DC, Estados Unidos) por sus valiosos comentarios. También nos hemos beneficiado de las discusiones con el Fondo Monetario Internacional y el equipo del Banco Mundial, el Directorio del Banco Mundial y el Comité para el Desarrollo del FMI - BM. Por una excelente asistencia en la investigación, agradecemos a Leandro Brufman, Luciano Cohan, Ana Gazmuri, Lucas Núñez, Paula Pedro y Virginia Poggio, quienes ayudaron en las diferentes etapas del proyecto. Por el apoyo financiero, agradecemos al *World Bank Knowledge for Change Program*, la Vicepresidencia de Desarrollo Económico, y la oficina de los Economistas Principales de América latina y el Caribe. Los puntos de vista aquí expresados son los de los autores y no necesariamente representan la posición del Banco Mundial.

PBI) como indicador del desempeño económico. Sin embargo, este tipo de análisis ignora en gran medida consideraciones sobre convergencia: los países en desarrollo tienden a crecer más rápidamente que los países desarrollados.

Didier y otros (2012) se concentran, en cambio, en la diferencia de segundo orden del nivel de ingreso, o cambios en las tasas de crecimiento del PBI real. Dicho análisis permite evaluar los efectos de la crisis global sobre el ingreso real tomando en consideración las mayores tasas de crecimiento promedio de las economías emergentes (en relación a los países desarrollados). Este ejercicio arroja resultados interesantes. Aunque las economías emergentes tuvieron un mejor desempeño durante la crisis global en relación a los países avanzados (cuando se considera solamente tasas de crecimiento), estos dos grupos de economías en realidad mostraron contracciones similares cuando se consideran cambios en la tasa de crecimiento del PBI real. No obstante, Didier y otros encuentran que las economías emergentes se recuperaron fuertemente, regresando más rápidamente a altas tasas de crecimiento.

Asimismo, a pesar de que, en promedio, los países emergentes tuvieron un mejor desempeño en las fases expansivas de los ciclos económicos que las economías avanzadas, existe una considerable heterogeneidad entre ellos. Europa Oriental y Asia Central fueron más afectados que países con bajos ingresos, aparentemente más aislados de los choques globales. La heterogeneidad en el comportamiento después de la crisis de los países emergentes se puede asociar con cuatro factores. El primero, y más obvio, es que la raíz de los problemas estuvo en los mercados financieros de las economías avanzadas y que los países emergentes tienen una baja exposición a estos mercados con respecto a otros países desarrollados. Al mismo tiempo, el colapso financiero golpeó fuertemente a los consumidores apalancados en algunos países desarrollados, mientras que el consumo continuó creciendo a una tasa elevada en los países emergentes.

El segundo factor se relaciona con uno de los principales canales de transmisión de la crisis: el comercio internacional. Debido a que la economía de los Estados Unidos mostró un estancamiento en el cuarto trimestre de 2008, las empresas detuvieron sus pedidos internacionales anticipando una acumulación de inventarios (dado que los pedidos ya estaban siendo procesados y transportados). Esto generó un colapso inmediato de la producción en varias economías emergentes enfocadas en la provisión de manufacturas a la economía mundial. Cuando los inventarios empezaron a disminuir, y se vio más probable la estabilización de la demanda mundial y que la crisis no se transmitiría completamente a las economías emergentes, las empresas reactivaron el proceso productivo, mejorando la actividad económica en los mercados emergentes. Así, las economías emergentes fueron capaces de una recuperación más rápida que la de los países desarrollados (para quienes la manufactura representa una proporción menor de la actividad total).

El tercer factor se vincula con las fuerzas de convergencia económica. En la medida que las economías emergentes crecen a un ritmo más rápido que las economías avanzadas, y por lo tanto van en camino a convertirse en naciones más ricas, una recuperación de su trayectoria de crecimiento hizo que sus niveles de producción convergieran más pronto a los niveles anteriores a la crisis.

El cuarto factor para el sólido desempeño de las economías emergentes luego de la crisis, al menos respecto a su historial previo, es el cambio fundamental en la manera en que estas economías vienen conduciendo sus políticas públicas. De hecho, el comportamiento de las economías emergentes frente a la crisis global pudo haber sido una sorpresa para muchos, dadas las experiencias previas durante periodos de estrés cuando los choques externos solían terminar en crisis domésticas de grandes proporciones. Al contrario de lo observado en crisis previas, la resiliencia a la crisis de 2008-2009 podría atribuirse parcialmente a la combinación de una macroeconomía más sólida, marcos más claros de política financiera y un cambio hacia posiciones financieras más seguras, tanto nacionales como internacionales. Por

ejemplo, ciertos cambios en términos de políticas tuvieron lugar a finales de la década de los 2000 (Kose y Prasad, 2010; Gourinchas y Obstfeld, 2012). Además, un mayor número de políticas contracíclicas fueron puestas en marcha no sólo durante, sino también antes de la crisis global. Es así que la llegada de la crisis global encontró a muchas economías emergentes con mayor capacidad fiscal, mejores hojas de balance y la credibilidad necesaria para conducir políticas fiscales y monetarias expansivas. Basados en este argumento, en este trabajo se documenta el cambio en la respuesta de política de las economías emergentes ante la crisis financiera global.

El resto del documento está organizado de la siguiente manera. La sección 1 describe la línea de base para el análisis, revisando algunas medidas globales de colapso y recuperación del crecimiento durante la crisis entre países de diferentes niveles de ingreso. La sección 2 presenta la discusión más importante sobre las respuestas de política de las economías emergentes a la crisis. En particular, se describen las políticas adoptadas por estas economías para volverse más resilientes a la crisis y cómo estas políticas han jugado un rol importante durante la crisis global. La sección 3 presenta nuestras conclusiones.

1 DESEMPEÑO DURANTE LA CRISIS DE 2008-2009

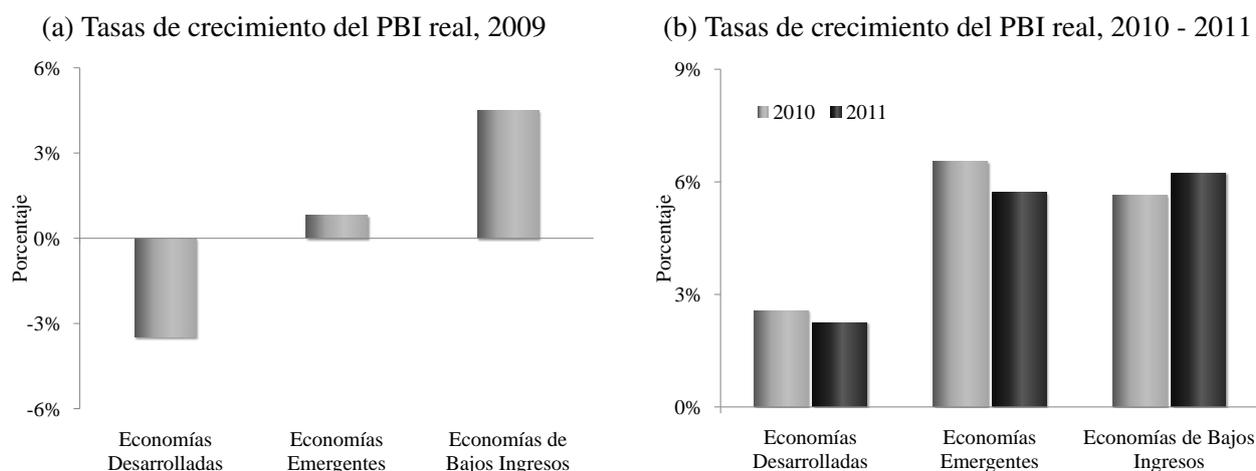
En este trabajo argumentamos que el cambio en las respuestas de política de las economías emergentes ha sido un factor importante detrás de las mejoras percibidas en su desempeño económico durante la crisis, tanto con respecto a su propio pasado como en relación a regiones más avanzadas. En esta sección motivamos el análisis de política de la sección 2, describiendo el desempeño de las economías avanzadas y emergentes durante la crisis. En particular, documentamos el alcance de la caída en el crecimiento de los países emergentes y su subsecuente recuperación, y proveemos evidencia gráfica basada en Didier y otros (2012). Primero, se analiza la afirmación de que el desempeño de los países emergentes fue mucho mejor que el de los países avanzados durante la fase recesiva de la crisis. Posteriormente se muestra que la recuperación luego de la crisis fue, en efecto, más fuerte y rápida en economías emergentes.

Desempeño durante la recesión

Como se discutió anteriormente, investigaciones recientes sugieren que los países emergentes tuvieron un mejor desempeño económico que los países avanzados durante la fase recesiva de la crisis. La evidencia empírica muestra una asociación negativa entre el nivel del PBI per cápita y el crecimiento del PBI durante la crisis global (Claessens y otros, 2010; Rose y Spiegel, 2010, 2011a, 2012; Lane y Milesi-Ferretti, 2011; Frankel y Saravelos, 2012). Por ejemplo, como se aprecia en el Gráfico 1 (p. 30), durante el año 2009 los países emergentes y de bajos ingresos crecieron, en promedio, 0.8 por ciento y 4.5 por ciento, respectivamente, significativamente más que el -3.5 por ciento observado en los países desarrollados.¹

Estas cifras, sin embargo, ocultan el grado de desaceleración del crecimiento durante la crisis. Observamos patrones distintos cuando medimos el desempeño de los países usando el cambio en la tasa de crecimiento, definido como el crecimiento del PBI real en 2007 menos el crecimiento del PBI real en 2009 medido en puntos porcentuales. El panel (a) del Gráfico 2 (p. 31) muestra que las caídas en crecimiento en

¹ En nuestro análisis, los niveles de ingresos promedio son ponderados por el PBI nominal en dólares de 2007 del *World Economic Outlook* (octubre 2010). Las economías avanzadas corresponden a la clasificación de “ingreso alto” del Banco Mundial de julio de 2010 (tanto países de la OECD como fuera de este grupo). En los gráficos 1, 2 y 9, las economías son clasificadas como emergentes si tienen acceso a financiamiento del IBRD, en tanto que las economías son clasificadas como de bajos ingresos si sólo tienen acceso a financiamiento del IDA. Por otro lado, en los gráficos restantes y en el Cuadro 1, los países que no son clasificados como desarrollados son asignados a las regiones de acuerdo con la clasificación del Banco Mundial de julio de 2010: “Medio Oriente y África” incluye “Medio Oriente y África del Norte” y “África Subsahariana”; “Asia” incluye “Asia del Este y el Pacífico” y “Asia del Sur”.

GRÁFICO 1. Crecimiento del PBI real en 2009 y proyecciones de crecimiento por niveles de ingreso

FUENTE: Los datos de 2009 se obtuvieron del *World Economic Outlook* del FMI (octubre 2010). Las proyecciones para los años 2010-2011 se obtuvieron del *Consensus Forecast* (enero 2011) y el *World Economic Outlook* (octubre 2010).

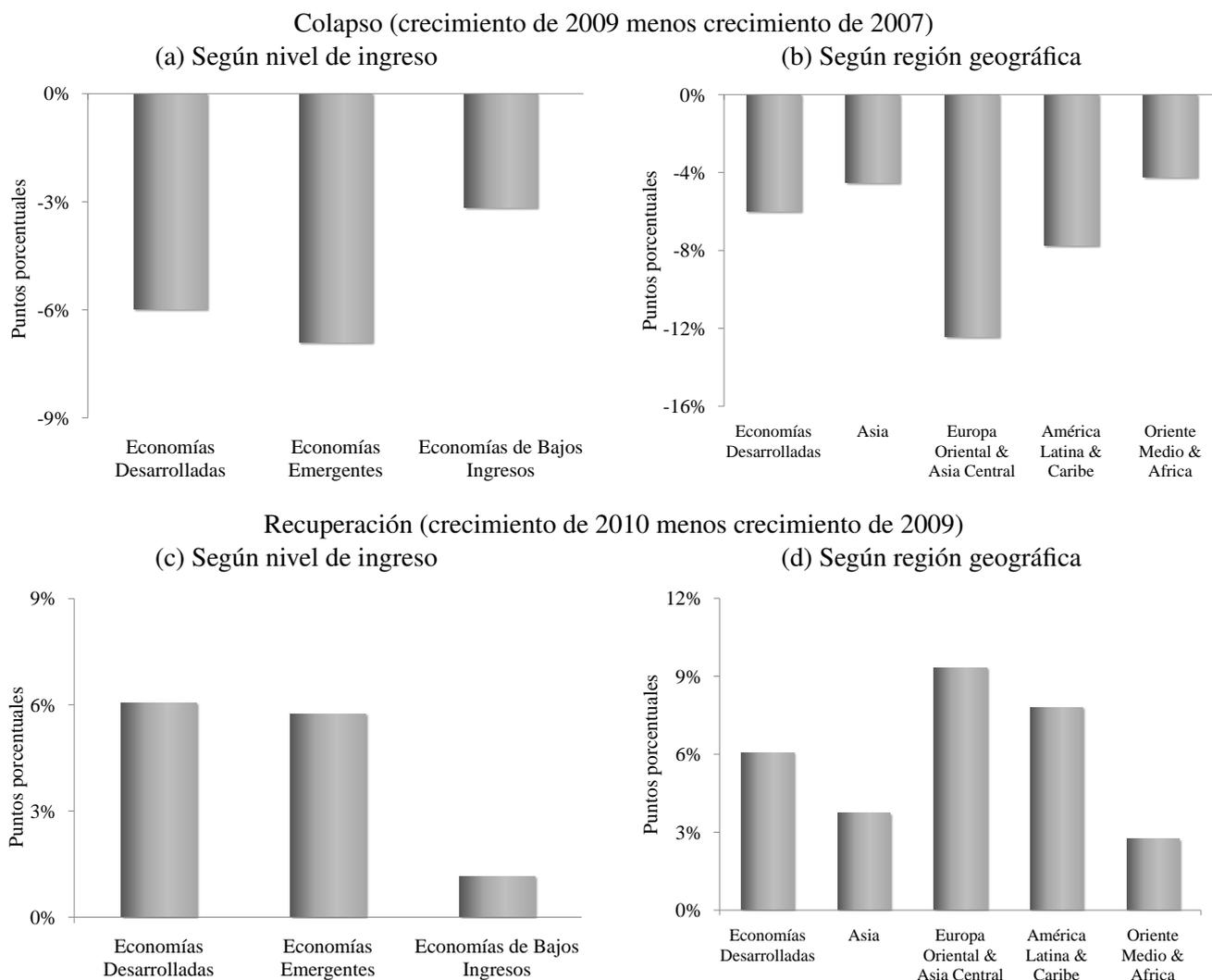
2009 fueron ligeramente mayores en las economías emergentes que en las desarrolladas (6.9 versus 6.0 por ciento, respectivamente).² Esta gran similitud entre países con distintos niveles de ingreso contrasta con la creencia de que las economías emergentes fueron menos afectadas por la recesión global en comparación con las economías desarrolladas. Sin embargo, las economías con bajos ingresos parecen haber salido en gran medida ilesas de la crisis, con una disminución del crecimiento del PBI de sólo 3.2 por ciento.

El Gráfico 2(b) muestra la caída de crecimiento en el PBI real entre 2007 y 2009 en términos geográficos. América Latina y el Caribe y Europa Oriental y Asia Central experimentaron mayores caídas del crecimiento que aquéllas observadas en países avanzados (-7.7 por ciento y -12.4 por ciento, respectivamente, en comparación con -6.0 por ciento). Aunque las caídas en el crecimiento del PBI real fueron algo menores en los países del Asia y en los países del Medio Oriente y África (-4.5 y -4.2 por ciento, respectivamente), estas diferencias implican aún una disminución significativa de las tasas de crecimiento. De nuevo, la mayoría de los relativamente pocos países con una tasa de crecimiento más alta en 2009, respecto a 2007, fueron países de bajos ingresos. En general, la desaceleración del crecimiento observada en 2009 fue bastante uniforme entre el amplio grupo de economías emergentes.

Didier y otros (2012) muestran, de hecho, una relación estadísticamente significativa en forma de “U” entre la caída de crecimiento y el ingreso per cápita. Este resultado sustenta la afirmación de que los mayores retrocesos de crecimiento ocurrieron entre los países más ricos. Efectivamente, una regresión lineal de la disminución en crecimiento contra el logaritmo del PBI per cápita para aquellos países con PBI per cápita mayor a US\$ 8,000, muestra un coeficiente ligeramente positivo, aunque estadísticamente poco significativo. Además, las regresiones de la caída de crecimiento contra variables binarias de ingreso muestran una diferencia no significativa entre economías avanzadas y emergentes, y además confirman que los países con menores ingresos sufrieron menores caídas. Estos hallazgos contrastan con el desempeño económico de muchos países durante las convulsiones anteriores, particularmente durante la crisis asiática y rusa de 1997-1998. Durante estas crisis, las economías emergentes y de bajos ingresos en todas las regiones geográficas sufrieron grandes caídas en su crecimiento, mientras que las economías avanzadas sufrieron sólo modestas desaceleraciones.

² Si en lugar de ello se utilizaran promedios simples, las economías avanzadas mostrarían un retroceso mayor. Sin embargo, la diferencia en la caída del crecimiento entre las economías avanzadas y emergentes no es estadísticamente significativa.

GRÁFICO 2. Colapso y recuperación del crecimiento del PBI real



FUENTE: Los datos de 2007 y 2009 se obtuvieron del *World Economic Outlook* del FMI (octubre 2010). Las proyecciones para el año 2010 se obtuvieron del *Consensus Forecast* (enero 2011) y del *World Economic Outlook* (octubre 2010).

Todo esto sugiere que, dentro del grupo de países financiera y comercialmente integrados, las dimensiones sistémicas y globales de la crisis dominaron las fortalezas específicas de cada país, dando lugar a una desaceleración en el crecimiento altamente sincronizada y homogénea. En efecto, una agrupación geográfica de los países sustenta este argumento, de manera tal que ninguna región emergente que estuviera financiera y comercialmente integrada resultó inmune a la crisis global. Por otro lado, el típico bajo grado de integración de los países de menores ingresos puede haber jugado un rol al aislar sus economías de los choques externos, dando como resultado menores caídas en su crecimiento.

Desempeño durante la recuperación

La homogeneidad durante la fase recesiva de la crisis de 2008-2009 contrasta con una significativa heterogeneidad durante el proceso de recuperación de la misma. En la fase expansiva del ciclo económico, las economías emergentes efectivamente mostraron un repunte más sólido que las economías avanzadas. Quizá lo más notable de la recuperación global fue la fuerza con la que las economías emergentes

retomaron sus altas tasas de crecimiento. Además, la recuperación de la economía global no fue impulsada sólo por países ricos, como en episodios previos de turbulencia global. Se observa también heterogeneidad en el repunte económico entre las distintas regiones emergentes. De manera general, esta evidencia da sustento a la afirmación de que las fortalezas individuales de los países emergentes fueron relevantes en el proceso de recuperación una vez que los efectos sistémicos de la crisis se desvanecieron. En la sección 2 se desarrolla este argumento con más detalle.

En promedio, hubo un efecto rebote en la actividad económica: los países que sufrieron mayores caídas en su crecimiento fueron aquellos que gozaron de mayores recuperaciones. Los Gráficos 2(c) y 2(d) muestran nuestra medida de recuperación del crecimiento, definida como el crecimiento del PBI en 2010 menos el crecimiento del PBI en 2009. Un patrón similar al de un espejo surge al comparar los paneles superiores e inferiores del Gráfico 2.

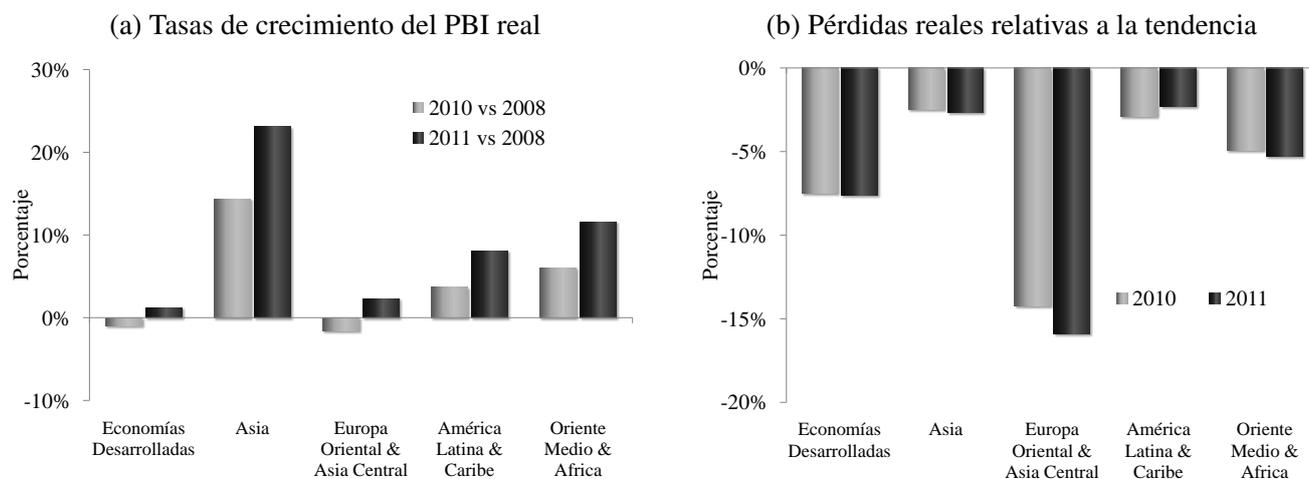
Es importante notar, además, que a pesar de que las tasas de crecimiento después del colapso mostraron una similar aceleración entre economías emergentes y avanzadas – Gráfico 2(c) –, las economías emergentes regresaron a tasas de crecimiento del PBI mayores que las de las economías avanzadas. Al analizar tasas simples de crecimiento luego del colapso – Gráfico 1(b) –, el PBI muestra una tasa de crecimiento promedio de más de 6.5 por ciento (5.7 por ciento) en 2010 (2011) para las economías emergentes, en contraste con tan solo 2.6 por ciento (2.2 por ciento) para los países avanzados. En el caso de las economías con bajos ingresos, si bien es cierto que muestran una leve mejoría, esto es debido a un pequeño retroceso durante la fase recesiva del ciclo, lo que implica que en general lograron mantener altas tasas de crecimiento en términos relativos.

A pesar de este efecto rebote, hubo bastante heterogeneidad en el proceso de recuperación, tal como se muestra en el Gráfico 2(d). Este gráfico muestra que no todos los países recuperaron, a 2010 ó 2011, todas las pérdidas derivadas de la crisis. Una forma de analizar esta hipótesis, aunque de manera imperfecta, es evaluar si los países se recuperaron lo suficiente como para alcanzar un nivel de referencia de la actividad económica. Con este fin, consideramos dos niveles de referencia del PBI: (i) el nivel de PBI en el año 2008 (el pico anterior a la crisis) y (ii) el nivel que se hubiera alcanzado en 2010-2011 de haberse mantenido las tasas promedio de crecimiento registradas durante el periodo 2000-2007. Este último nivel de referencia es una estimación del nivel de tendencia del PBI. Los resultados se muestran en el Gráfico 3 (p. 33).

Consideremos primero los niveles observados del PBI en 2010-2011 con respecto a los de 2008 – Gráfico 3(a). En 2010, los niveles promedio del PBI en países desarrollados y en Europa Oriental y Asia Central se encontraban por debajo de sus niveles de 2008 en -1.0 y -1.6 por ciento, respectivamente. En contraste, los niveles de PBI de 2010 en otras regiones en desarrollo excedían cómodamente aquellos de 2008. Para el año 2011, todas las regiones habían superado su nivel de PBI de 2008, aunque con gran heterogeneidad: en un extremo, el PBI de Asia en 2011 excedía en 23 por ciento al de 2008, mientras que, en el otro extremo, el PBI de los países desarrollados tan sólo superaba en 1.2 por ciento al de 2008.

Se observan patrones similares si la comparación se hace contra el nivel de PBI que podría haber sido alcanzado si no hubiera ocurrido la crisis y los países hubiesen continuado creciendo a las tasas promedio del periodo 2000-2007 – Gráfico 3(b). La diferencia entre el PBI observado y el contrafactual es una medida aproximada del costo de la crisis global. Por un gran margen, las regiones más afectadas por la crisis fueron Europa Oriental y Asia Central, cuyos niveles de PBI observados estuvieron entre 14 y 16 por ciento por debajo de los niveles contrafactuales para 2010 y 2011, respectivamente.

Finalmente, como complemento de los resultados anteriores, Didier y otros (2012) examinan datos mensuales de producción industrial que permiten evaluar con mucho más detalle la duración de la recesión (en comparación al análisis hecho con datos anuales). De este análisis surgen patrones similares a los reportados. La caída de las tasas de crecimiento de la producción industrial, en relación a los niveles

GRÁFICO 3. Crecimiento del PBI real y pérdidas de la crisis

NOTA: El gráfico muestra el PBI real de 2010 y 2011 en comparación con tendencias previas. El panel (a) muestra el PBI real proyectado en 2010 y 2011 como porcentaje del PBI real de 2008. El panel (b) muestra la proyección de las pérdidas reales de producción en relación a la tendencia del PBI real de 2010 y 2011, definida como la diferencia entre el PBI real proyectado para 2010 (2011) y el PBI real contrafactual de 2010 (2011), expresado como porcentaje del PBI real contrafactual de 2010 (2011). El PBI real proyectado es calculado en base al nivel del PBI real de 2009 y las proyecciones de crecimiento para 2010-2011 (y las cifras observadas de algunos países de 2010). El PBI real contrafactual es construido extrapolando las tasas de crecimiento promedio previas a las crisis durante el periodo 2008-2011 (es decir, como si no hubiese ocurrido la crisis).

FUENTE: Los datos para los años 2000-2009 se obtuvieron del *World Economic Outlook* del FMI (octubre 2010). Las proyecciones para 2010 se obtuvieron del *Consensus Forecast* (enero 2011) y del *World Economic Outlook* (octubre 2010).

previos a la crisis, fue similar en países emergentes y desarrollados, mientras que los países con bajos ingresos experimentaron desaceleraciones relativamente menores. Sin embargo, la producción industrial se recuperó más rápidamente en las economías emergentes que en las desarrolladas. De hecho, las economías emergentes registraron tasas de crecimiento de producción industrial que superaban incluso a las tasas anteriores a la crisis, permitiéndoles recuperar parte del terreno perdido. Más aún, las economías emergentes empezaron a recuperarse antes que las desarrolladas. Por ejemplo, la fase recesiva del ciclo económico duró en promedio 9 meses para las economías emergentes y 13 meses para las economías desarrolladas. Además, para noviembre de 2009, los países emergentes ya habían alcanzado los niveles de producción industrial previos a la crisis, mientras los países desarrollados permanecían por debajo de los niveles previos a la crisis incluso hasta diciembre de 2010.

2 RESILIENCIA Y RESPUESTAS DE POLÍTICA ANTE LA CRISIS

Como se mencionó anteriormente, los distintos patrones de crecimiento observados en economías emergentes durante la crisis global de 2008-2009 contrastan con aquellos observados en crisis anteriores. Estos patrones agregados indican que las regiones que sufrieron menores pérdidas de actividad económica, identificadas en la sección 1, fueron las que enfrentaron la crisis global con mejores posiciones macroeconómicas y aquéllas capaces de implementar políticas contracíclicas. En esta sección mostramos que políticas fiscales y monetarias robustas, así como sólidas posiciones financieras, permitieron que los países emergentes modificaran sus respuestas de política ante la crisis global, amortiguando los choques externos y mostrando un mejor desempeño en medio de la turbulencia global. Aquí documentamos este cambio en la respuesta de política, complementando la evidencia presentada en Didier y otros (2012). Se muestra que, durante y después de la crisis, las economías emergentes fueron capaces de

implementar políticas contracíclicas dirigidas a mitigar el impacto de los choques adversos, siguiendo así un comportamiento similar al de economías desarrolladas.

En las crisis anteriores, el país emergente típico solía tener grandes vulnerabilidades macroeconómicas y financieras que lo obligaban a responder de forma procíclica, incrementando las tasas de interés, recortando el gasto público o aumentando los impuestos, para contener – aunque no siempre de manera exitosa – la salida de capitales y presiones a la depreciación del tipo de cambio nominal.³ En cambio, cuando estalló la crisis de 2008-2009, muchos países emergentes habían adquirido la credibilidad necesaria y el margen de maniobra suficiente para conducir políticas monetarias y fiscales contracíclicas, las cuales les permitieron al menos compensar parcialmente el choque adverso mundial. Muchos factores fueron importantes para crear amortiguadores entre las condiciones externas y la economía local a fines de 2008 y comienzos de 2009. En términos generales, estos factores incluyen progresos en: (i) políticas monetarias y cambiarias, (ii) política fiscal y (iii) situación financiera externa e interna.

Política monetaria y cambiaria

Una característica clave de la mejor respuesta de las economías emergentes ante la crisis global fue su amplio margen de maniobra para implementar políticas monetarias contracíclicas. Durante las crisis anteriores, los gobiernos se veían forzados a incrementar las tasas de interés para contener la fuga de capitales, corridas de liquidez y pérdida de reservas internacionales. Esta vez, la credibilidad recientemente adquirida y la capacidad institucional de sus bancos centrales fueron activos esenciales que permitieron llevar a cabo políticas monetarias contracíclicas como respuesta a la crisis mundial.

El Cuadro 1 (p. 35) muestra la evolución de las tasas de interés del mercado de dinero durante la crisis mexicana, asiática, rusa y la última crisis global para los países de Asia, Europa Oriental y Asia Central, y América Latina y el Caribe.⁴ El panel superior izquierdo presenta la diferencia entre las tasas de interés promedio durante los 12 meses antes y después de las crisis. Por ejemplo, durante la crisis mexicana de 1994, los países de Asia y América Latina tuvieron que incrementar sus tasas de interés, mientras que durante la crisis de 2008-2009, estas regiones fueron capaces de reducirla. Se puede observar que, mientras que los países de Europa Oriental y Asia Central fueron capaces de reducir las tasas de interés durante la crisis mexicana, las tasas de interés del mercado de dinero se incrementaron considerablemente durante la crisis de 2008-2009.

El panel inferior izquierdo del Cuadro 1 muestra un patrón similar, pero se centra en la diferencia porcentual entre el valor más alto y el más bajo de los tipos de cambio y las tasas de interés del mercado de dinero durante el episodio de una crisis. Una vez más, los países asiáticos y de América Latina y el Caribe redujeron el nivel de sus tasas de interés durante la crisis de 2008-2009, en contraposición a las tendencias observadas en los episodios previos en nuestra muestra.

El régimen de tipo de cambio también fue un factor clave que contribuyó a la capacidad de las economías emergentes para disminuir las tasas de interés. Con la excepción de Europa Oriental, la mayoría de las economías financieramente globalizadas habían puesto en marcha regímenes cambiarios más flexibles, especialmente tras la crisis de los mercados emergentes de fines de los 90. Este cambio fue posible por al menos dos razones: primero, los bancos centrales se volvieron más independientes y mejoraron su credibilidad y capacidad institucional; y segundo, estos países fueron capaces de reducir los

³ Kaminsky y otros (2004) documentan que las economías emergentes generalmente siguen políticas procíclicas tanto en tiempos buenos como en malos. Reinhart y Reinhart (2008) señalan que la falta de acceso a los mercados mundiales de capitales durante los periodos turbulentos puede mermar la capacidad del gobierno para conducir políticas contracíclicas.

⁴ Las tasas de interés del mercado monetario están íntimamente ligadas a las tasas de interés de política manejadas por los bancos centrales.

CUADRO 1. Tasas del mercado monetario y tipos de cambio durante la crisis

	Tasas del mercado monetario				Tipos de cambio			
	Crisis Mexicana	Crisis Asiática	Crisis Rusa	Crisis Global	Crisis Mexicana	Crisis Asiática	Crisis Rusa	Crisis Global
	(a) Diferencias entre los promedios antes y después de la crisis							
Asia	48.5	70.2	-40.4	-20.8	-1.5	23.1	3.9	8.3
Europa Oriental y Asia Central	-20.9	-4.5	21.2	31.1	64.6	28.1	100.6	26.2
América Latina y el Caribe	37.0	5.0	21.0	-1.7	39.9	7.3	21.2	20.5
	(b) Diferencia entre los puntos máximo y mínimo							
Asia	275.9	807.7	203.6	-42.3	-1.5	57.8	50.7	14.6
Europa Oriental y Asia Central	-68.8	-20.2	-40.3	337.6	304.9	77.8	172.6	49.3
América Latina y el Caribe	279.1	81.0	127.0	-34.2	257.8	16.6	50.6	41.4

NOTA: Este cuadro muestra el comportamiento de las tasas del mercado monetario y los tipos de cambio durante episodios de crisis. El panel (a) muestra los cambios porcentuales de los niveles promedio entre el periodo antes y después de la crisis. El panel (b) muestra los cambios porcentuales de estas tasas entre sus puntos máximo y mínimo entre el periodo antes y después de la crisis. Si el punto mínimo se da antes del máximo, la diferencia en el numerador es calculada como el punto máximo menos el mínimo, siendo entonces positiva. Lo inverso ocurre si el punto mínimo ocurre luego del máximo, en cuyo caso el ratio cae durante la crisis. Los periodos antes y después de la crisis se definen como los 12 meses antes y después del primer mes de cada crisis.: enero de 1995 para la Mexicana, julio de 1997 para la Asiática, julio de 1998 para la Rusa y setiembre de 2008 para la Global.

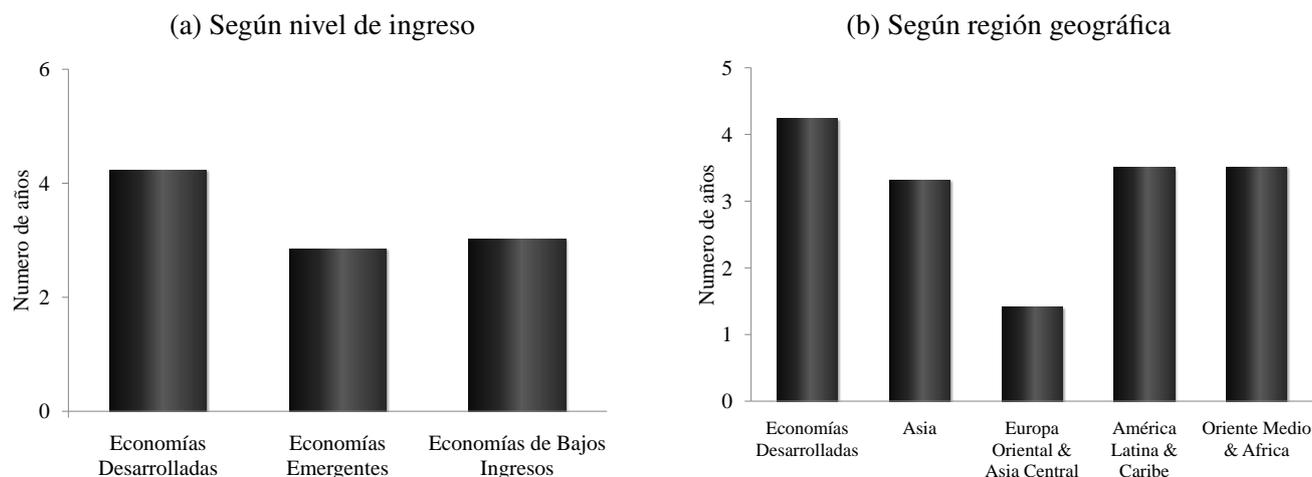
FUENTE: IFS.

descalces cambiarios en los balances del gobierno y del sector privado, mediante la profundización de los mercados de deuda en moneda local. Esto último implica que las fluctuaciones del tipo de cambio tienen menos efectos adversos sobre las hojas de balance. Como resultado de estos regímenes más flexibles, se permitió una depreciación significativa de los tipos de cambio en 2008, amortiguando con ello el choque mundial y, al mismo tiempo, ayudando a mitigar el deterioro de la balanza de pagos. Además, los tipos de cambio flexibles redujeron las preocupaciones sobre el agotamiento de las reservas internacionales relacionadas a las corridas de liquidez, típicas de los regímenes de tipo de cambio fijo.

El Cuadro 1 también muestra la evolución de los tipos de cambio durante las crisis internacionales de las últimas dos décadas. Mientras que las tasas de depreciación del tipo de cambio, medidas como la diferencia entre el promedio antes y después de la crisis, fueron considerables durante la crisis global, éstas fueron mucho menores que las tasas de depreciación observadas durante las crisis mexicana, asiática y rusa. Se obtienen resultados similares al medir las tasas de depreciación como el cambio porcentual entre el valor más alto y el más bajo. En este caso, la diferencia de patrones entre la crisis global y los episodios de crisis anteriores es incluso más fuerte, con tasas de depreciación de alrededor de 40 por ciento durante la crisis global, comparada con depreciaciones de cerca de 200 por ciento en crisis anteriores. Mientras que la depreciación de la moneda no era una elección para muchos países durante las crisis pasadas, las depreciaciones observadas durante la crisis global pueden ser interpretadas en muchos casos como decisiones deliberadas de política monetaria.

Política fiscal

Otro elemento importante que contribuyó a la resiliencia de las economías emergentes ante la crisis fue su posición fiscal más sólida, al menos en relación a su pasado. Una mejor posición fiscal previa a la crisis le permitió a muchos países emergentes adquirir suficiente margen de maniobra fiscal para

GRÁFICO 4. *Espacio fiscal en 2007*

NOTA: El espacio fiscal *de facto* mide el número de años fiscales necesarios para que un país pague su deuda pública pendiente. Esto se define como el ratio entre la deuda pública pendiente a partir de 2007 y los ingresos fiscales anteriores a la crisis (promedio entre 2000-2007). Ver Aizenman y Jinjarak (2009).

FUENTE: WDI, Banco Mundial.

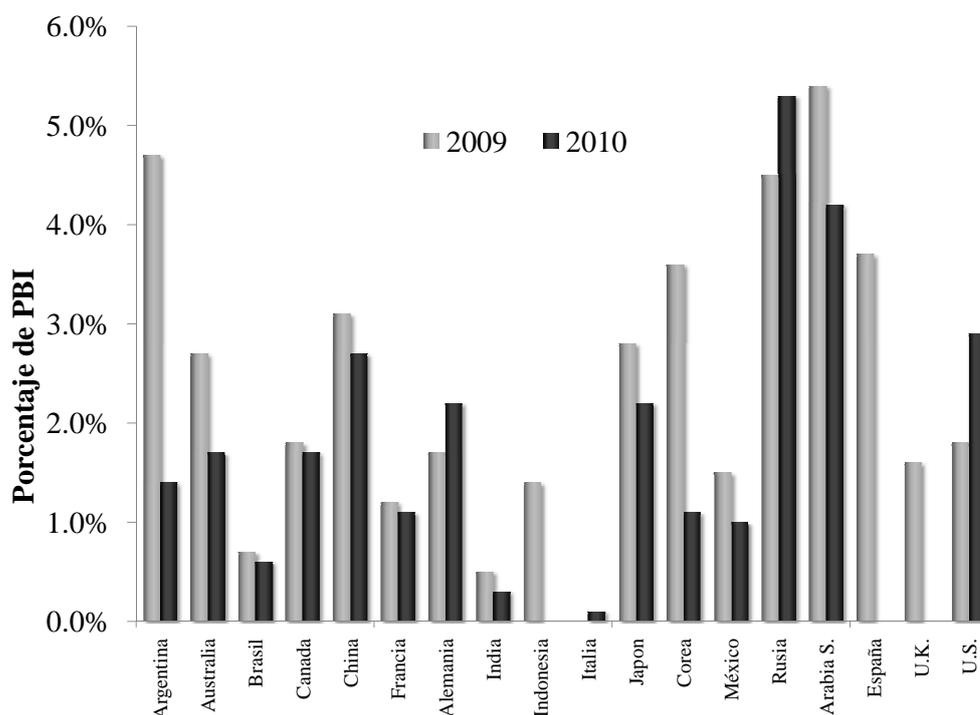
diseñar e implementar paquetes de política para contrarrestar la contracción de la economía mundial. El Gráfico 4 muestra una medida del espacio fiscal desarrollada por Aizenman y Jinjarak (2009) según niveles de ingreso y por regiones. Esta medida, definida como la deuda pública total dividida por el promedio de recaudación por impuesto a la renta durante el periodo 2000-2007, captura el número de años fiscales necesarios para pagar completamente el saldo total de la deuda pública, asumiendo que todos los ingresos fueran destinados a este propósito. El gráfico muestra que, durante la crisis global, las regiones emergentes y de bajos ingresos (particularmente Europa Oriental) tuvieron más espacio fiscal que los países avanzados. Este mayor espacio fiscal le permitió a las economías emergentes aplicar políticas fiscales contracíclicas.

En efecto, muchas economías emergentes anunciaron políticas fiscales fuertemente contracíclicas durante los años 2009 y 2010, como se muestra en el Gráfico 5 (p. 37). Estos paquetes fiscales fueron a veces incluso mayores que los implementados por los países avanzados. Esta fuerte expansión en el gasto fiscal de los países emergentes contrasta con la usual consolidación fiscal observada durante los periodos turbulentos previos. Tal como lo mostraron Kaminsky y otros (2004), los países emergentes por lo general han seguido (o han sido incapaces de evitar) políticas fiscales procíclicas en el pasado, particularmente durante los episodios de estrés.

Factores financieros

Finalmente, hubo dos acontecimientos claves, relacionados a la posición financiera de las economías emergentes, que les ayudaron a reducir sus vulnerabilidades ante los choques externos. Primero, muchos países lograron mejorar sus saldos de cuenta corriente, volviéndose así menos dependientes del financiamiento externo. Segundo, y tal vez más importante, la estructura de sus activos y pasivos externos cambió significativamente, haciendo que esta vez el efecto de hoja de balance internacional jugara a su favor. Estos dos factores contribuyeron a la creación de posiciones financieras más sólidas a través de los años, lo cual proveyó un colchón muy necesario cuando la crisis golpeó.

El Gráfico 6 (p. 38) muestra el promedio de los saldos de cuenta corriente durante las últimas dos

GRÁFICO 5. Costo estimado de medidas fiscales discretionales en 2009 y 2010

NOTA: El gráfico muestra el costo estimado de los paquetes fiscales anunciados durante la crisis de 2008-2009.

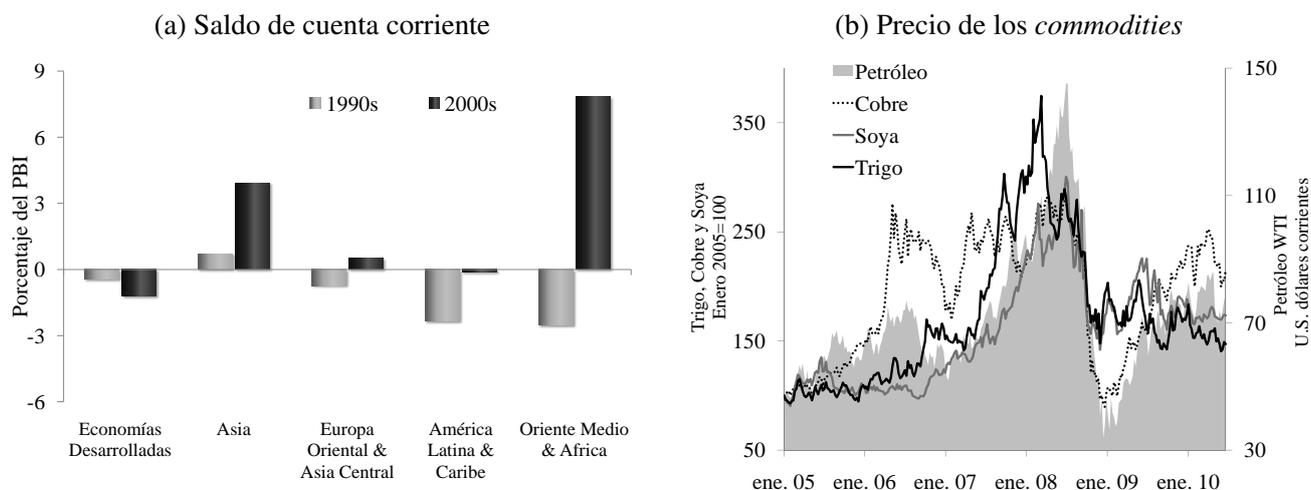
FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis*, marzo 2009.

décadas para los países emergentes y de bajos ingresos en las diferentes regiones, así como el de las economías desarrolladas. Mientras que los balances de cuenta corriente para las economías desarrolladas se deterioraron en la década del 2000 respecto a los años 90, en los países en desarrollo mostraron una mejora que permitió una menor dependencia del financiamiento externo. Fue particularmente notable la reversión de déficit a superávit en países del Asia, Europa Oriental y Asia Central y en el Medio Oriente y el Norte de África. La mejora en los saldos de cuenta corriente de las economías emergentes exportadoras de materias primas en el último periodo fue parcialmente impulsada por mejoras de los términos de intercambio durante el alza de los precios de los productos básicos a mediados de la década del 2000, como se muestra en el Gráfico 6(b).⁵

Con respecto al segundo factor, el Gráfico 7 (p. 39) muestra la evolución de los activos externos netos para las distintas regiones. Se observa un constante cambio en la estructura de activos y pasivos externos entre las economías emergentes, particularmente durante los años 2000. Hubo un cambio en los pasivos externos de deuda a renta variable, mientras que se acumularon activos de deuda en moneda extranjera hasta niveles superiores a los pasivos de deuda externa. Al tiempo que los tipos de cambio de las economías emergentes se depreciaban en medio de la crisis, durante la segunda mitad de 2008,

⁵ El Gráfico 6 también muestra una caída de los precios de las materias primas a lo largo de 2008. El canal comercial explica estos patrones de contagio: durante el periodo de disturbios, la demanda global se desplomó, bajando el precio de las materias primas y propiciando una caída del volumen del comercio. Este canal de transmisión puede ser parte de la explicación que está detrás de las contracciones severas (y persistentes) observadas en muchos países dependientes de las exportaciones, como los de Asia del Este. Ver Didier y otros (2012) para una mayor discusión sobre los mecanismos de transmisión comerciales y financieros durante la crisis global.

GRÁFICO 6. Saldo de cuenta corriente y precio de los commodities



NOTA: El panel (a) muestra el promedio de los saldos de cuenta corriente como porcentaje del PBI, durante las décadas de 1990 y 2000. El panel (b) muestra la evolución de los precios de los *commodities* de 2005 a 2010. Los precios del trigo, cobre y soya (nominales, en dólares) se indexan a 100 el 1 de enero de 2005. Los precios del petróleo se expresan en dólares corrientes.

FUENTE: WDI (Banco Mundial) y Bloomberg.

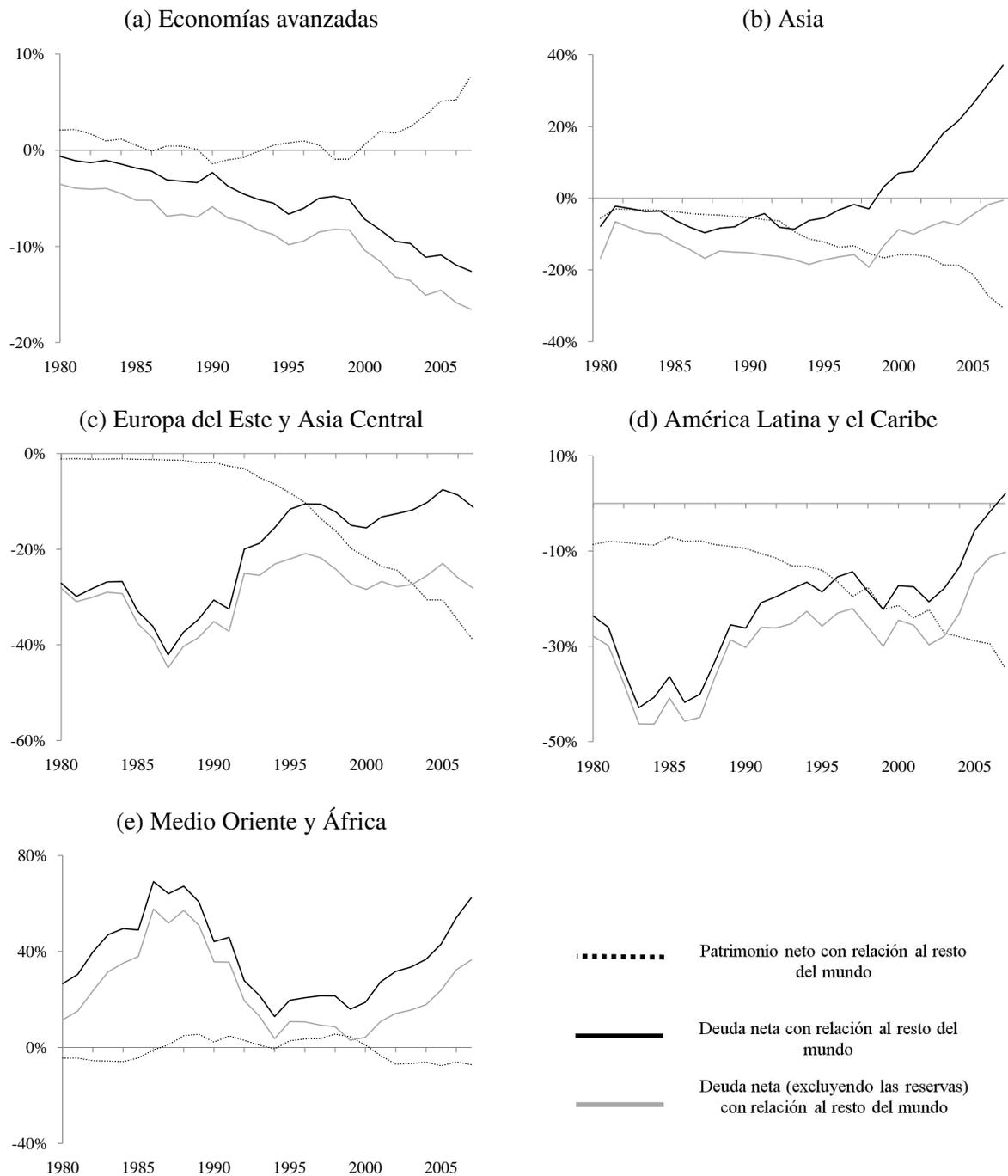
el valor en moneda local de sus activos externos aumentó, mientras que el de sus pasivos disminuyó. Además, el colapso del crecimiento económico y del precio de las materias primas también contribuyó con la contracción del valor de los pasivos de renta variable en moneda local. En este contexto, las economías emergentes no sólo fueron capaces sino que además estaban dispuestas a depreciar sus monedas, precisamente porque la nueva estructura de activos y pasivos externos no planteaba efectos negativos sobre las hojas de balance de las empresas y del sector público.

En contraposición a este comportamiento, los países desarrollados incrementaron sus pasivos de deuda con relación a los países emergentes, en parte reflejado en los grandes flujos de deuda usados para financiar el déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos. Al mismo tiempo, los países desarrollados se convirtieron en demandantes netos de renta variable de los países emergentes.

La otra cara de la moneda de esta forma más segura de integración financiera de las economías emergentes fue la acumulación de reservas internacionales, que creció dramáticamente en el mundo emergente desde las crisis de Asia y Rusia a finales de los 90 (las reservas internacionales son equivalentes a la distancia vertical entre las líneas negra y gris en el Gráfico 7). Esta acumulación de reservas en las economías emergentes sirvió para dos propósitos: primero, retardó la apreciación de las monedas nacionales durante el periodo expansionista anterior a la crisis; y, segundo, sirvió como mecanismo de seguro implícito durante la crisis, disuadiendo el pánico de liquidez y bancario. De hecho, al momento de desatarse la crisis, muchas economías emergentes habían acumulado reservas internacionales por encima de su stock de pasivos externos de corto plazo, lo que eliminó problemas de refinanciación de la deuda, dando así menores incentivos a los inversores a atacar a las monedas nacionales. Simultáneamente, las reservas internacionales también permitieron un margen de maniobra mayor a los bancos centrales para contener la depreciación de sus monedas durante la crisis.

Otro factor importante subyacente a la voluntad de permitir la depreciación de los tipos de cambio fue que los países emergentes comenzaron a endeudarse en moneda local en lugar de moneda extranjera (Gráfico 8, p 40). Este cambio en la denominación de la deuda redujo los efectos negativos sobre las hojas de balance típicos de las crisis anteriores, cuando las devaluaciones daban lugar a problemas de descalce

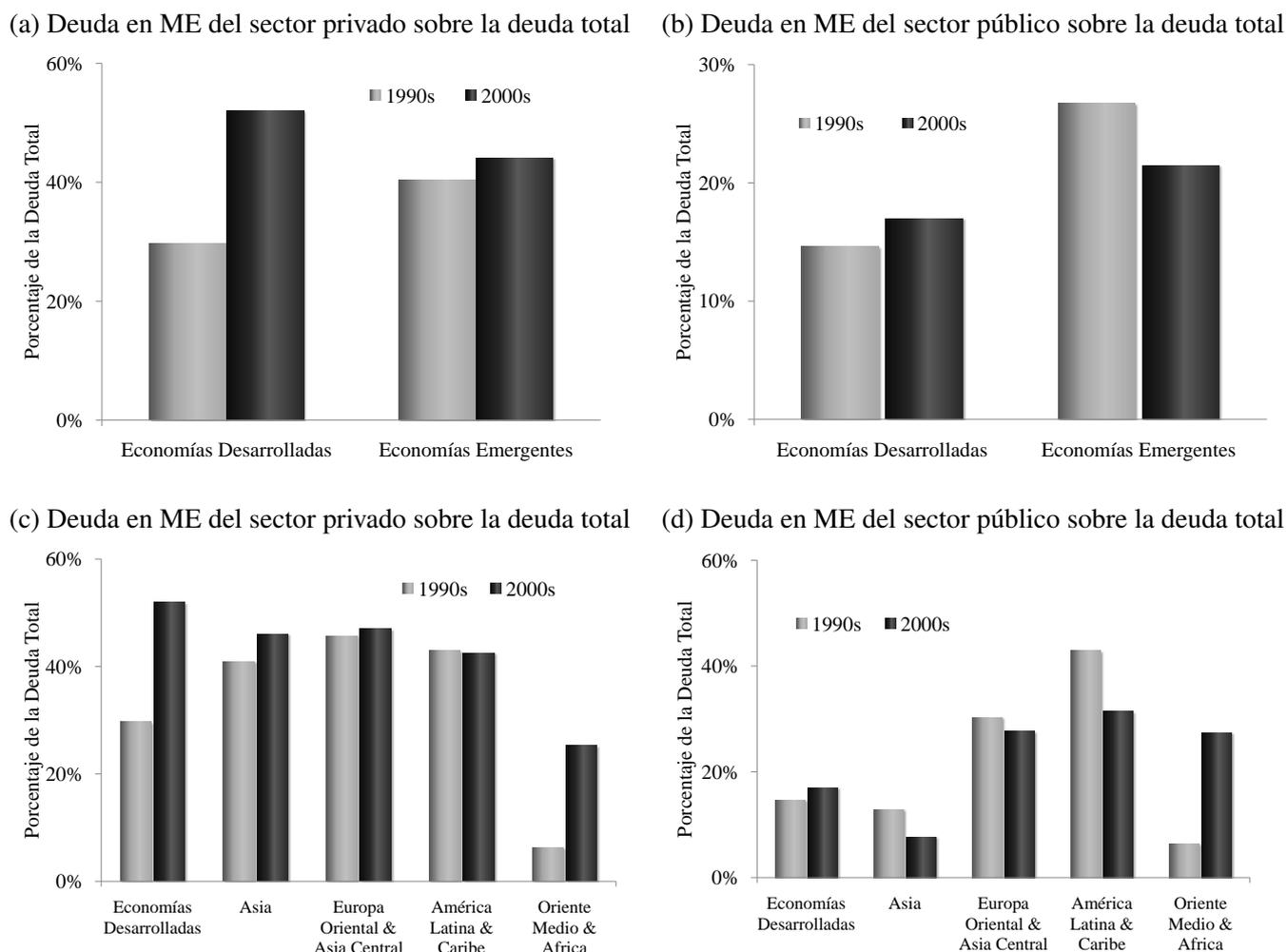
GRÁFICO 7. Activos externos netos entre regiones (como porcentaje del PBI)



NOTA: El gráfico muestra la evolución de los activos externos netos como porcentaje del PBI entre regiones. La posición neta de activos, *vis-à-vis* el resto del mundo, es la suma de los activos externos de inversión extranjera directa neta y del portafolio neto de activos de capital. A su vez, la posición de deuda neta, *vis-à-vis* el resto del mundo, es la suma de los activos de deuda y las reservas menos los pasivos de deuda.

FUENTE: Lane y Milesi-Ferretti (2011).

monetario entre activos y pasivos. Además, algunos países emergentes fueron capaces de aumentar el plazo promedio de vencimiento de la deuda privada nacional e internacional, reduciendo preocupaciones sobre la renovación de las mismas (Gráfico 9, p. 41). Por ejemplo, en relación a los años 90, los países de

GRÁFICO 8. Dolarización de la deuda entre niveles de ingreso y regiones

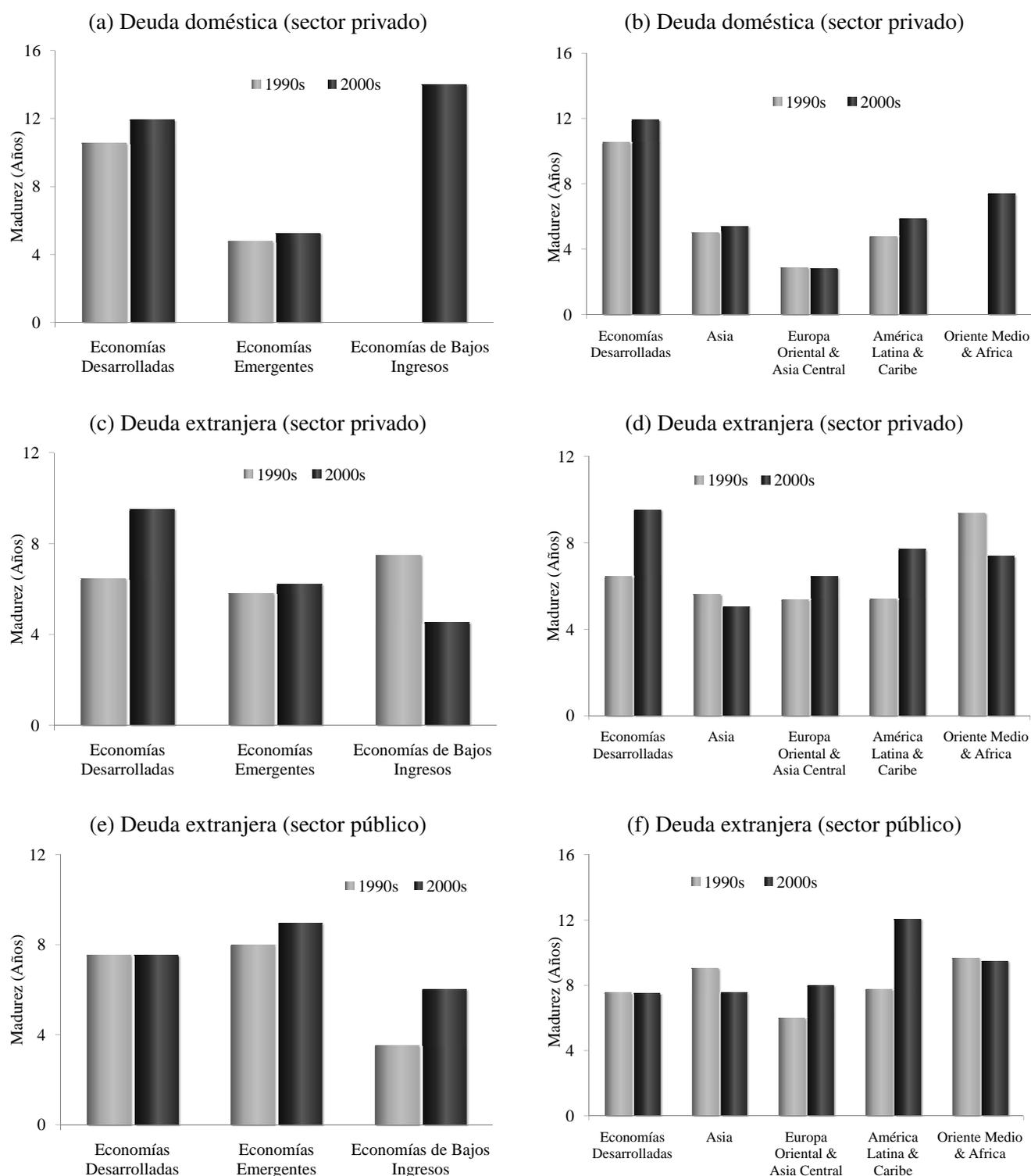
NOTA: El gráfico muestra el promedio simple del porcentaje de bonos en circulación denominados en moneda extranjera (ME) del sector público y privado, durante las décadas de 1990 y 2000.

FUENTE: Bank of International Settlements (BIS).

América Latina y el Caribe fueron capaces de incrementar la madurez promedio de la deuda internacional de 5.4 a 7.7 años. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el incremento en los plazos de vencimiento no fue homogéneo entre regiones, como puede ser observado en los menores plazos de vencimiento de la deuda privada internacional en las regiones del Medio Oriente y África.

La solvencia de los sectores financieros domésticos también mejoró en muchos países emergentes debido a una mejor regulación y supervisión. Cuando las transacciones internacionales en el mercado interbancario se detuvieron en el último trimestre de 2008, los bancos que más dependían de este mercado de corto plazo fueron los más golpeados y sufrieron problemas de refinanciamiento (Raddatz, 2010). Así, aunque el entorno internacional se deterioró rápidamente, los sistemas financieros locales se mantuvieron en pie y los depositantes no abandonaron el sistema financiero doméstico (a diferencia de lo ocurrido en crisis previas). Quizá por primera vez en las últimas décadas, el sistema financiero local de muchos países emergentes no amplificó el choque proveniente del sistema financiero internacional.

GRÁFICO 9. Madurez de la deuda del sector privado y público, según nivel de ingreso y región geográfica



NOTA: El gráfico muestra el vencimiento promedio de las emisiones de deuda nacional e internacional del sector privado y las nuevas emisiones de deuda internacional del sector público, durante las décadas de 1990 y 2000.

FUENTE: Thomson Reuter.

3 CONCLUSIONES

Cuando estalló el pánico con la caída de Lehman Brothers en el año 2008, se produjo una crisis global. Como consecuencia, muchos países se vieron fuertemente afectados. Mientras la literatura disponible sobre el tema generalmente destaca la resiliencia de las economías emergentes observando que sus tasas de crecimiento del PBI eran más altas en relación a los países avanzados, Didier y otros (2012) cuestionan esta idea. Las tasas de crecimiento en los países emergentes disminuyeron tanto como las de los países desarrollados, aunque mucho menos que en los anteriores periodos de turbulencia. En otras palabras, si las dinámicas del crecimiento del PBI luego de la crisis son analizadas con relación a las anteriores a ella, emergen patrones diferentes.

Cuando la tendencia a la baja comenzó a disiparse y la demanda global empezó a recuperarse, muchos países recobraron la mayor parte del ritmo de crecimiento perdido. Esta vez, las economías emergentes fueron más resilientes, no sólo con relación a las economías desarrolladas sino también, y en particular, con respecto a sus propias experiencias pasadas. No obstante, hubo un mayor grado de heterogeneidad en el proceso de recuperación de la crisis global experimentada a lo largo de 2008-2009. En esta fase expansiva del ciclo económico, las economías emergentes mostraron una recuperación más sólida que la de las economías desarrolladas. En general, la evidencia sustenta la idea de que, al desvanecerse los efectos del choque sistémico, las fortalezas individuales de los países emergentes jugaron un rol importante en el proceso de recuperación.

Hay muchas explicaciones posibles para esta mayor resiliencia de las economías emergentes respecto a las economías desarrolladas, así como respecto a su propio pasado. Por un lado, existieron algunos factores circunstanciales. Los consumidores en los países desarrollados, al estar en el epicentro de la crisis, fueron los más golpeados, mientras que los consumidores de las economías emergentes fueron indirectamente afectados. Además, cuando la demanda global se recuperó, las economías emergentes (más orientadas a la producción de manufacturas), lograron reanudar más rápido el nivel de actividad dando un importante impulso a sus economías locales.

Por otro lado, y a diferencia del pasado, la crisis se encontró con un mundo emergente con muchas más defensas y fortalezas. Mejores marcos regulatorios y financieros, hojas de balance más sólidas derivadas de una integración financiera internacional más segura, mayores niveles de reservas internacionales y, en general, una posición macroeconómica más sólida fue lo que sostuvo una mayor confianza en la economía. Todo esto contribuyó, al menos en parte, a evitar pánicos bancarios y problemas de liquidez. Regímenes de tipo de cambio flexible y posiciones fiscales más robustas brindaron a los gobiernos de muchos países emergentes una mayor capacidad para conducir políticas monetarias y fiscales contracíclicas.

Éstas son, sin duda, buenas noticias. Sin embargo, queda aún mucho trabajo por delante para que las economías emergentes continúen por una senda de desarrollo exitosa. La creciente globalización financiera trae consigo mayor exposición a choques externos, que necesitan ser afrontados con la consolidación de marcos regulatorios y garantías en todo el sistema. Al mismo tiempo, las políticas contracíclicas implican costos monetarios y costos de oportunidad que deben ser evaluados desde una perspectiva más amplia. En general, y en preparación a las crisis que se avecinen en el futuro, los hitos alcanzados son ciertamente alentadores.

REFERENCIAS

Aizenman, J. y Y. Jinjark (2009), "Globalization and developing countries: A shrinking tax base", *Journal of Development Studies*, 45(5), 653-671.

- Claessens, S., G. Dell’Ariccia, D. Igan y L. Laeven (2010), “Cross-country experiences and policy implications from the global financial crisis”, *Economic Policy*, 25(62), 267-293.
- Didier, T., C. Hevia y S. Schmukler (2012), “How resilient and countercyclical were emerging economies during the global financial crisis?”, *Journal of International Money and Finance*, en prensa.
- Eichengreen, B. (2010), “Lessons of the crisis for emerging markets”, *International Economics and Economic Policy*, 7(1), 49-62.
- Frankel, J. y G. Saravelos (2012), “Can leading indicators assess country vulnerability? Evidence from the 2008-09 global financial crisis”, *Journal of International Economics*, 87(2), 216-231.
- Gourinchas, P. y M. Obstfeld (2012), “Stories of the twentieth century for the twenty-first”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(1), 226-265.
- Kaminsky, G., C. Reinhart y C. Végh (2004), “When it rains, it pours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies”, *NBER Macroeconomics Annual 2004*, 19, 11-82.
- Kose, A. y E. Prasad (2010), *Emerging Markets: Resilience and Growth amid Global Turmoil*, Brookings Institution Press.
- Lane, P. y G. Milesi-Ferretti (2011), “The cross-country incidence of the global crisis”, *IMF Economic Review*, 59(1), 77-110.
- Raddatz, C. (2010), “When the rivers run dry: Liquidity and the use of wholesale funds in the transmission of the U.S. subprime crisis”, World Bank Policy Research Working Paper 5203.
- Reinhart, C. y V. Reinhart (2008), “Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present”, en Frankel, J. y C. Pissarides (eds.), *NBER International Seminar in Macroeconomics 2008*, University of Chicago Press, cap. 1, 9-62.
- Rose, A. (2011), “International financial integration and crisis intensity”, ADBI Working Paper 341.
- Rose, A. y M. Spiegel (2010), “Cross-country causes and consequences of the 2008 crisis: International linkages and American exposure”, *Pacific Economic Review*, 15(3), 340-363.
- Rose, A. y M. Spiegel (2011a), “Cross-country causes and consequences of the 2008 crisis: An Update”, *European Economic Review*, 55(3), 309-324.
- Rose, A. y M. Spiegel (2011b), “Cross-country causes and consequences of the 2008 crisis: Early Warning”, *Global Journal of Economics*, en prensa.