



# Se invierten los papeles

Las economías emergentes dependen menos de la deuda, son menos vulnerables a las inversiones volátiles y están replanteándose la función de los flujos de capitales

**Eswar S. Prasad**

Los tiempos han cambiado para las economías emergentes. Una mayoría de economías de mercados emergentes de ingreso mediano han roto con el pasado y se han recuperado con relativa rapidez y vigor de la crisis económica global, mientras que las economías avanzadas siguen empantanadas.

Además, mientras antes la agitación financiera mundial provocaba estampidas de inversionistas nacionales e internacionales y desencadenaba colapsos, ahora las economías emergentes parecen resistir mejor la volatilidad de los flujos de capitales. Son pocas las economías emergentes grandes que aún dependen en gran medida del financiamiento extranjero. Las que aún lo hacen, como Turquía y unos pocos mercados emergentes de

Se invierten los papeles, Eswar S. Prasad, Finanzas y Desarrollo, Diciembre de 2011. Copyright© 2011, International Monetary fund. Reprinted with permission.

Europa oriental, son vulnerables a cambios de actitud de los inversionistas extranjeros. Pero estas son excepciones; ahora hasta países con déficits en cuenta corriente, como Brasil e India, disponen de cuantiosas reservas internacionales para hacer frente a la volatilidad de los flujos de capitales. De hecho, en años recientes muchos mercados emergentes han sufrido la maldición de la abundancia aparejada por la afluencia masiva de capitales.

Estos hechos se deben a cambios fundamentales en la naturaleza de los flujos internacionales de capital que repercutirán a largo plazo y alterarán el debate sobre las ventajas y los riesgos de la integración financiera mundial. Para las economías emer-

gentes, esos flujos son una fuerza destructiva que exagera la volatilidad y detona crisis devastadoras, en lugar de fomentar el crecimiento o la diversificación del riesgo al crear oportunidades de inversión. Los cambios aquí documentados apuntan a que, pese a nuevos riesgos, quizás ahora las economías emergentes podrían sacar más provecho de los flujos de capital.

## VÍNCULOS FINANCIEROS MÁS ESTRECHOS

En un proceso que empezó a mediados de los años ochenta, cobró fuerza en la última década y sufrió fugazmente los efectos de la crisis, los mercados emergentes se han integrado mucho más en los mercados financieros mundiales, y así lo evidencian sus crecientes tenencias de activos y pasivos internacionales.

Estas mayores tenencias implican mayores riesgos, aun para países donde los activos y pasivos están equilibrados. En un país con grandes tenencias de este tipo, las fluctuaciones cambiarias y hasta los reajustes leves de las carteras de inversión internacional pueden incrementar la volatilidad de los flujos netos (la diferencia entre las entradas y salidas de capital). Si una economía siente presión, la entrada de capitales puede detenerse y la salida puede aumentar simultáneamente, asediando un doble golpe al flujo neto.

La magnitud de estos efectos depende de la proporción entre los activos y pasivos que constituyen deuda y los que tienen un componente accionario, ya sea directo (el inversionista extranjero tiene una participación duradera en el activo) o de cartera (solo busca un rendimiento financiero). Si hay un componente accionario, el riesgo está más distribuido entre los inversionistas internos y externos. Si bien el aumento de

las posiciones totales tiene un fuerte impacto, cabe examinar más a fondo la estructura de los activos y pasivos externos dadas sus implicaciones para el crecimiento y la volatilidad.

## LA TRANSFORMACIÓN DEL BALANCE

La posición de inversión internacional (PII) es esencialmente el balance de un país frente al resto del mundo. Un lado del balance contiene el total de activos externos del país y el otro los pasivos externos, y en cada lado todos estos se desglosan por clases. Un análisis de las variaciones de la PII de las principales economías revela una reestructuración importante de las finanzas mundiales.

Los pasivos externos de las economías emergentes alguna vez fueron primordialmente deuda, pero ahora predomina una combinación de inversión extranjera directa (IED) e inversión de cartera en acciones (IC) (gráfico 1). En 2010, ambos componentes representaban más de la mitad de los pasivos totales de dichas economías (cuadro). La tendencia se repite en los cinco mayores mercados emergentes, o países BRICS (Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica). En Brasil, China y Sudáfrica, los dos tipos de inversión representan unos dos tercios de los pasivos externos, mientras que en las economías avanzadas la inversión de cartera en deuda (como bonos de empresas) y préstamos bancarios sigue siendo el mayor componente de los pasivos externos.

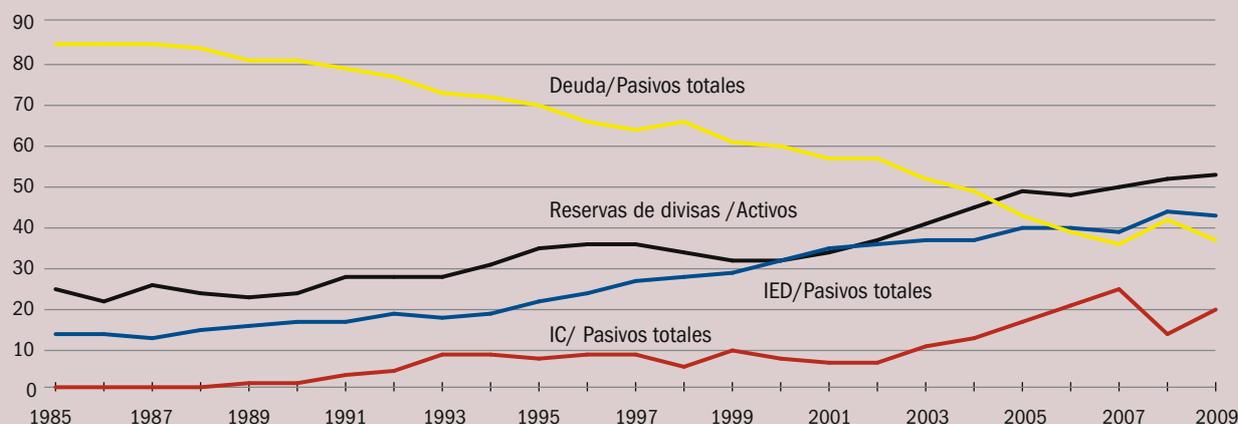
La reestructuración de los balances de los mercados emergentes fue sorprendente en los años previos a la reciente crisis financiera. Casi la mitad del aumento del pasivo total en 2000–07 se debe exclusivamente a pasivos de IED. Juntos, la IED y los pasivos de cartera explican un 70% del aumento.

Gráfico 1

### Nuevas fuentes

Los pasivos de los mercados emergentes solían representar principalmente deuda, pero ahora predominan la inversión extranjera directa y la inversión de cartera en acciones. Las reservas de divisas constituyen los activos más importantes.

(proporción del total, porcentaje)



Fuente: Cálculos de los autores basados en investigaciones de Philip Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti.

Nota: Las tenencias de inversión extranjera directa (IED), inversión de cartera en acciones (IC) y deuda se expresan como porcentaje de los pasivos externos totales. Las reservas de divisas se expresan como porcentaje de los activos externos totales.

## Mejor inversión

Al final de 2010, bastante más de la mitad de los pasivos de los mercados emergentes estaban constituidos por inversión extranjera directa e inversión de cartera en acciones, que son tipos de inversión más estables.

	IED/ Pasivos	IC/ Pasivos	IED e IC/ Pasivos	Reservas de divisas / Activos
<b>Economías avanzadas</b>				
Mediana	19,7	9,9	31,4	1,2
Media del grupo	14,9	13,6	28,5	3,0
<b>Economías emergentes</b>				
Mediana	40,5	8,2	56,2	38,8
Media del grupo	6,4	14,5	60,9	52,7
<b>Economías emergentes clave</b>				
Brasil	36,5	33,3	69,8	47,1
China	63,2	8,8	72,1	69,0
India	32,5	18,5	51,1	67,9
Rusia	38,6	17,5	56,1	36,6
Sudáfrica	41,5	35,0	76,5	13,4

Fuente: Cálculos de los autores.

**Nota:** La mediana representa el punto en que la mitad del grupo tiene una razón más alta y la otra mitad tiene una razón más baja. La inversión extranjera directa (IED) ocurre cuando un inversionista tiene una participación duradera en un activo. La inversión de cartera en acciones (IC) representa la compra de acciones con el fin de obtener una ganancia financiera. Activos y pasivos se refiere a los activos externos y los pasivos externos de un país.

La deuda externa a corto plazo en divisas solía ser el azote de los mercados emergentes, que corrían el riesgo no solo de que los inversionistas no quisieran refinanciar su deuda, sino también de agravar sus problemas si una depreciación de su moneda incrementaba el costo de la deuda en moneda nacional. La IED y la IC son formas de capital mucho más convenientes, y estos países tienden cada vez más a denominar su deuda en moneda nacional. Si estas inversiones pierden valor en términos internos o por una depreciación de la moneda (o por ambos factores), los inversionistas extranjeros asumen parte del riesgo de capital y cambiario.

También se observa una evolución interesante en la posición en activos de los mercados emergentes, que cada vez más están denominados en moneda extranjera. Se trata sobre todo de bonos públicos de los cuatro emisores de monedas de reserva (Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y la zona del euro). En promedio, las reservas representaban más de la mitad del total de activos externos de los mercados emergentes al final de 2010 (cuadro). En China e India representaban aproximadamente dos tercios de ese total.

En 2000–07, la acumulación de reservas representó alrededor de la mitad del aumento de los activos externos en las economías emergentes, y no solo debido a China. En ese período, en una mayoría de los mercados emergentes las reservas internacionales aumentaron como proporción de los activos externos totales. La causa indirecta fueron las intervenciones en los mercados cambiarios para impedir aprecia-

ciones de la moneda que perjudicaran la competitividad comercial. Pero las reservas también son un autoseguro frente a imprevistos derivados de la volatilidad de los capitales.

La reciente crisis financiera mundial y el aumento de las posiciones totales en activos y pasivos han intensificado la demanda de reservas precautorias en las economías emergentes, donde la acumulación llegó a un máximo en 2007, decayó durante la crisis y luego repuntó (gráfico 2). Mientras tanto, la carga de la deuda pública de las economías avanzadas está disparándose, y pone en riesgo la seguridad de esos activos. Paradójicamente, el riesgo de los balances externos de las economías emergentes se ha trasladado al lado del activo.

### EL AUTOSEGURO SE ENCARECE

Los mercados emergentes han acumulado reservas en busca de activos seguros, por lo general bonos públicos de economías avanzadas, cuya oferta depende de la trayectoria de la deuda pública neta en todo el mundo.

La crisis financiera provocó una escalada de los niveles mundiales de deuda pública. Las economías avanzadas son responsables del grueso de ese aumento desde 2007. He aquí ciertas estadísticas sorprendentes extraídas de datos y pronósticos del FMI (expresadas a tipo de cambio de mercado):

- La deuda agregada de las economías avanzadas crecerá



de US\$18 billones en 2007 a US\$30 billones en 2011, y a US\$41 billones en 2016. En el caso de los mercados emergentes se estima que aumentará a US\$7 billones en 2016, o US\$2 billones más que en 2011.

- La razón deuda agregada/PIB agregado de las economías avanzadas aumentará de 46% en 2007 a 70% en 2011 y 80% en 2016. En las economías emergentes, la razón es de 21% en 2011, y disminuirá gradualmente en adelante.
- En 2007, los mercados emergentes representaban el 25% del PIB mundial y 17% de la deuda mundial. Se prevé que para 2016 les corresponderá el 38% del producto mundial y solo 14% de la deuda mundial.
- En 2011, las cuatro zonas principales de monedas de reserva representarán 58% del PIB mundial y 81% de la deuda mundial.

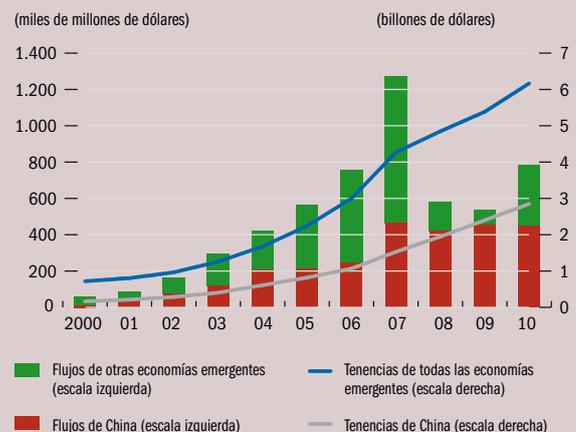
El contraste entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes es aún más marcado si se observan sus respectivas contribuciones al crecimiento de la deuda y el PIB mundiales (gráfico 3).

- Los mercados emergentes representan un 9% del aumento de los niveles mundiales de deuda entre 2007 y 2011, y se prevé que representarán un 13% del aumento de 2011 a 2016. Las contribuciones a los aumentos

Gráfico 2

## Acumulando reservas

China y otras economías de mercados emergentes han venido acumulando reservas de divisas con rapidez. Esta acumulación se desaceleró durante la crisis reciente, pero ha vuelto a repuntar.



**Fuente:** FMI, base de datos sobre composición monetaria de las reservas oficiales de divisas, 30 de junio de 2011; y Banco Popular de China.

**Nota:** Los flujos se refieren al aumento anual de reservas (escala izquierda); las tenencias son la cantidad de reservas en poder de las economías emergentes al final del año (escala derecha).

del PIB mundial en los mismos períodos son de 66% y 56%, respectivamente.

- Las principales economías avanzadas contribuirán mucho más al aumento de la deuda mundial que al aumento del PIB mundial. Estados Unidos aportará 37% al aumento de la deuda mundial de 2007 a 2011 y 40% de 2011 a 2016; y en esos dos períodos contribuirá 8% y 18%, respectivamente, al aumento del PIB.

Estas cifras invitan a meditar. Para las principales economías emisoras de monedas de reserva, las trayectorias de la carga de la deuda pública son muy desalentadoras y las perspectivas de crecimiento son malas, y peores aun si se consideran el escaso crecimiento demográfico, el rápido envejecimiento de la población y los crecientes costos de los programas de salud y otras prestaciones sociales.

Estas economías emiten deuda soberana en su propia moneda, y transfieren el riesgo cambiario a los compradores externos de esa deuda. Además, los niveles altos y crecientes de deuda suponen un desplazamiento de la inversión privada y un menor crecimiento de la productividad en las economías avanzadas en comparación con los mercados emergentes. Estos diferenciales de productividad implican que las monedas de los mercados emergentes a la larga se apreciarán frente a las monedas de las economías avanzadas, provocando una importante transferencia de riqueza de los países más pobres a los más ricos.

La paradoja que surge es intrigante: las reservas externas que las economías emergentes acumulan como autoseguro elevan el costo de ese seguro, financian el despilfarro fiscal de las economías avanzadas y agudizan los riesgos en todo el mundo al perpetuar los desequilibrios mundiales en cuenta corriente. En Estados Unidos, por ejemplo, los inversionistas extranjeros, tanto oficiales como privados, financian alrededor de la mitad del aumento de la deuda pública neta.

¿Cuán seguros son los activos soberanos de las economías avanzadas? Los crecientes niveles de deuda, sobre todo en economías “refugio” como Estados Unidos, plantean graves inquietudes acerca de la seguridad de estos bonos para los inversionistas de mercados emergentes. El mercado de bonos del Tesoro estadounidense es sin duda enorme y de alta rotación y por eso la compra masiva de esos bonos en medio de la agitación financiera mundial quizá sea más una búsqueda de liquidez y profundidad que una búsqueda de seguridad.

## EL RUMBO FUTURO

Los mercados emergentes solían estar expuestos a riesgos por su dependencia de la afluencia de capitales y la estructura sus pasivos externos. Pero ahora pocas economías emergentes importantes dependen mucho del financiamiento externo, y la mayoría tiene cuantiosas reservas internacionales. El problema de la deuda en moneda extranjera a corto plazo ha disminuido considerablemente, y la flexibilidad cambia-

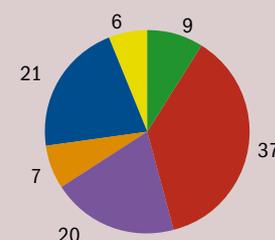
Gráfico 3

## Inversión de papeles

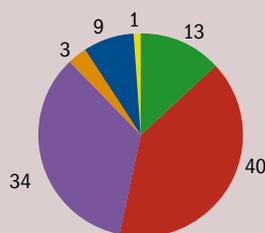
Los mercados emergentes han reemplazado a las economías avanzadas como piedra angular del sistema financiero internacional.

### Deuda pública mundial

Variación porcentual, 2007 a 2011

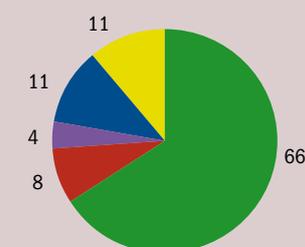


Variación porcentual, 2011 a 2016

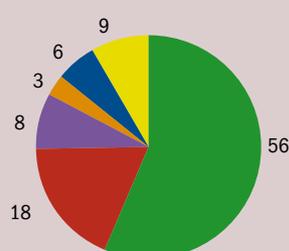


### PIB mundial

Variación porcentual, 2007 a 2011



Variación porcentual, 2011 a 2016



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos del FMI.

Nota: El gráfico muestra la contribución porcentual de los países o grupo de países a las variaciones, en términos absolutos, de la deuda pública mundial neta y el PIB mundial (expresados en una moneda común a tipos de mercado).

## A las economías emergentes como grupo les conviene fomentar el desarrollo del mercado financiero y ampliar el acceso interno a sistemas financieros formales.

ria adoptada por muchos mercados emergentes ha alejado la preocupación de un desplome de las monedas (Kose y Prasad, 2010).

Dada su mayor integración en los mercados financieros mundiales, las economías emergentes están más expuestas a las repercusiones de las políticas y los shocks del exterior. Pero los riesgos internos son mayores aún. De hecho, muchas economías emergentes enfrentan un problema de abundancia porque sus sólidas perspectivas de crecimiento tienden a incrementar la entrada de capitales y a ejercer presión sobre la inflación interna, los precios de los activos y los tipos de cambio.

Para las economías emergentes el principal riesgo de abrirse a los flujos de capital externo es la tendencia de esos flujos a complicar las políticas internas. La afluencia de capitales puede alimentar, en el plano interno, auges crediticios y burbujas de precios de los activos que luego estallan, y la consiguiente presión a la apreciación de la moneda incide en la distribución del ingreso, lo cual agrava la desigualdad al avivar la inflación y atrofiar el crecimiento del empleo industrial.

La solución a muchos de estos problemas es el desarrollo del mercado financiero, y en especial de un conjunto de mercados financieros más ricos que mejoren la capacidad de las economías emergentes para absorber los flujos de capital y gestionar la volatilidad. Por ejemplo, los mercados de bonos empresariales —aún minúsculos en economías como China e India— pueden generar oportunidades de inversión que ayudarían a absorber los capitales y canalizarlos hacia la producción y no la especulación. Los controles de capitales, en cambio, tienden a crear distorsiones económicas que a la larga no ayudan mucho a frenar la afluencia de capital.

A las economías emergentes como grupo les conviene fomentar el desarrollo del mercado financiero y ampliar el acceso interno a sistemas financieros formales, para promover la inversión recíproca en lugar de financiar la acumulación de deuda en las economías avanzadas. Una mayor flexibilidad cambiaría también ayudaría a reducir la acumulación de reservas y a controlar la inflación mediante la política monetaria.

En lugar de depender de la aplicación de políticas sólidas en



las economías avanzadas, las economías emergentes deben procurar definir sus propios destinos económicos. Con sus decisiones podrían sentar un ejemplo para las economías avanzadas, que ahora deben aplicar las reformas macroeconómicas y estructurales que tanto han recetado para los demás.

*Eswar S. Prasad es profesor en la Universidad de Cornell, investigador principal en la Brookings Institution, e investigador asociado en el National Bureau of Economic Research.*

*Este artículo está basado en el documento de trabajo No. 17497 del NBER titulado "Role Reversal in Global Finance", de próxima publicación en las actas del Simposio de Jackson Hole de 2011, organizado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City.*

## REFERENCIAS:

Kose, M. Ayhan, y Eswar S. Prasad, 2010, *Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil* (Washington: Brookings Institution).

Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004", *Journal of International Economics*, vol. 73, No. 2, págs. 223–50. (Los autores actualizan las bases de datos periódicamente).

