

LEJOS todavía

Los mercados emergentes deben encontrar el punto de equilibrio entre derrotar la pandemia, normalizar las políticas y reconstruir sus economías

Rupa Dutttagupta y Ceyla Pazarbasioglu



Al entrar en el segundo año de la pandemia de COVID-19, están aumentando las inquietudes acerca de la evolución de los mercados emergentes. Estos hasta ahora han respondido con agilidad a las consecuencias económicas de la pandemia, ofreciendo programas de rescate sin precedentes a los sectores y hogares más afectados. Tras un breve período de tensión financiera en marzo de 2020, la mayoría de los mercados emergentes pudieron retornar a los mercados financieros internacionales y emitir nueva deuda para cubrir sus necesidades financieras. Pero en una recuperación mundial en la que unos países se recuperan más pronto que otros y con gran incertidumbre acerca de la pandemia, es probable que la volatilidad en el mercado sea mayor. Esto pondrá a prueba la capacidad de las autoridades de los mercados emergentes para hacer frente a cambios y disyuntivas, y lograr una recuperación duradera.

Los mercados emergentes son muy diversos y es difícil meter a todos en un mismo saco. No existe una definición formal de mercados emergentes, pero para identificarlos se suele recurrir a características como el acceso sostenido al mercado, su cercanía al nivel medio de ingresos y su relevancia económica a escala mundial (recuadro). Pero aun así, estas economías son disímiles, y la distinción entre mercados emergentes y otras economías en desarrollo también es vaga.

Los mercados emergentes han logrado afianzar mucho sus políticas macroeconómicas desde comienzos de siglo, y gracias a eso sus ingresos per cápita han aumentado en más del doble, en promedio. Las políticas monetarias en 65% de los países identificados como mercados emergentes están encuadradas en regímenes de metas de inflación, y la inflación ha disminuido y se ha estabilizado en la mayoría de ellos. En varios, las finanzas públicas están sometidas a reglas fiscales. Muchos emprendieron importantes reformas del sector bancario tras las crisis de la década de 1990. Los avances se vieron entorpecidos, pero no descarrilados, por la crisis financiera mundial en 2008–09.

Sólido historial económico

El buen historial económico ayudó a las autoridades de los mercados emergentes a adoptar medidas enérgicas durante la pandemia sin minar la confianza del mercado. Las medidas de alivio económico incluyeron aumentos del gasto público, apoyo de liquidez para empresas y bancos, liberación de reservas de capital de los bancos para apuntalar el crédito y programas de compra de activos por parte de bancos centrales para estabilizar los mercados internos. La baja inflación interna y el



relajamiento monetario en las economías avanzadas también crearon margen para que los bancos centrales de los mercados emergentes recortaran sustancialmente las tasas de interés de política monetaria. Tras el inicio de la pandemia, en la mayoría de los mercados emergentes los hogares empezaron a ahorrar más. Buena parte del ahorro interno se destinó al financiamiento público, reduciendo así la necesidad de endeudamiento externo, lo cual, combinado con la menor inversión privada, moderó los déficits en cuenta corriente.

No obstante, algunas medidas —como el financiamiento monetario directo de los déficits presupuestarios o el congelamiento temporal del reembolso de los préstamos— acarrean nuevos riesgos. Las autoridades las defendieron como herramientas temporales para aliviar enormes tensiones en toda la economía. Los mayores déficits fiscales también han agravado las ya abultadas deudas soberanas en algunos países. En otros, el fuerte endeudamiento de las empresas, incluidas algunas estatales, y las exposiciones cambiarias desprotegidas en la deuda empresarial, implican riesgos fiscales contingentes que se materializarían si las empresas atravesaran dificultades. La mayor proporción de deuda pública en manos de bancos internos también hace más estrecho el vínculo entre la solidez del gobierno y la del sistema financiero.

Estamos lejos todavía de que la pandemia llegue a su fin, así que aún no es posible determinar qué medidas han dado resultado. La actividad económica se contrajo abruptamente en la mayoría de los mercados emergentes en 2020. Pero las estimaciones presentadas en *Perspectivas de la economía mundial* del FMI de abril de 2021 indican que, de no haberse adoptado medidas de política a escala mundial —incluidas las economías avanzadas y los mercados emergentes— la contracción del PIB mundial habría sido tres veces peor.

Respuestas divergentes

La divergencia de las recuperaciones en los mercados emergentes se debe a diferencias en cuanto a la situación económica y las respuestas de política. Los países que lograron contener el virus o inocular a su población (como China y Emiratos Árabes Unidos) están recuperándose más pronto. Los que cuentan con amplias reservas fiscales, acceso al mercado, o ambas cosas, pudieron proporcionar más apoyo fiscal (como Filipinas y Polonia). La credibilidad de los bancos centrales permitió a algunos recortar a un mínimo las tasas de política monetaria y adoptar políticas monetarias no convencionales sin generar mayores presiones cambiarias (Fratto *et al.*, 2021). Los mercados emergentes con desequilibrios macroeconómicos o una fuerte carga de deuda siguen enfrentándose a situaciones graves que los obligan a elegir entre apoyar la recuperación o reducir los desequilibrios (Argentina, Egipto y Turquía, por ejemplo).

El camino por recorrer podría ser algo más accidentado. Ante las amenazas de nuevas variantes de COVID-19, los países tendrán que sopesar numerosas disyuntivas, entre seguir realizando esfuerzos para frenar la propagación del virus —algo que probablemente implicará mantener las ayudas económicas a hogares y empresas— o normalizar las políticas y reconstruir la resiliencia económica. Conseguir las vacunas adecuadas es solo un primer paso. Gestionar la volatilidad de los mercados financieros en medio del aumento de las tasas a largo plazo en Estados Unidos es algo que requiere destreza, sobre todo en los países con ingentes necesidades de financiamiento externo. El respaldo político y social será clave para ejecutar las reformas estructurales. Son varios los ámbitos en los que se necesitan medidas de política, pero las prioridades variarán de un país a otro.

Focalizar el apoyo al sector empresarial: A medida que se controle la crisis sanitaria, los países tienen que empezar a sustituir las medidas generales de apoyo de emergencia con ayuda focalizada a las empresas viables, y luego dejar que el sector privado tome las riendas del crecimiento. El ritmo de esta transición dependerá del vínculo entre el crecimiento y el empleo en el sector empresarial, y de si el país es capaz de mantener el apoyo a las empresas viables durante el tiempo suficiente para que puedan superar las dificultades provocadas por la pandemia. La eficiencia del proceso dependerá de la solidez de las instituciones del mercado laboral, las redes de protección, la supervisión del sistema bancario y los procedimientos de insolvencia para reasignar fluidamente los recursos. Como se indica en el Informe sobre la estabilidad financiera mundial del FMI de abril de 2021, no será fácil distinguir entre la liquidez y la solvencia de las empresas. Algunas empresas de los mercados emergentes ya tenían deudas elevadas al inicio de la crisis, y hay que evaluar mejor cómo repercuten las dificultades empresariales en toda la economía.

Las economías avanzadas enfrentan desafíos similares, pero las disyuntivas tenderán a ser más difíciles para los mercados emergentes dado que sus presupuestos están más restringidos. Además, en los mercados emergentes los regímenes para abordar las quiebras empresariales tienden a presentar deficiencias. Por lo tanto, las intervenciones de política económica han de diseñarse de modo que reduzcan tanto los riesgos de liquidaciones excesivas que generan olas de quiebras como los riesgos de que surjan empresas zombis capaces de operar con apoyo crediticio excesivo pero no de invertir en nueva actividad (Pazarbasioglu y García Mora 2020). La experiencia (como en Polonia en 1992, México en 1994, muchos países del sudeste asiático en 1997–98 y Turquía en 2001) indica que las estrategias eficaces incluyen evaluaciones oportunas de la calidad de los activos y una combinación de soluciones extrajudiciales, alivio de la deuda y disposición de activos improductivos (Araujo *et al.*, de próxima publicación).

¿Qué es un mercado emergente?

No hay una definición oficial de mercado emergente. En el informe *Perspectivas de la economía mundial* del FMI, 39 economías están clasificadas como “avanzadas” en función de factores como ingreso per cápita alto, exportaciones de bienes y servicios diversificados y mayor integración en el sistema financiero mundial. El resto de los países están clasificados como “economías de mercados emergentes y en desarrollo”. De estas, 40 son consideradas economías de “mercados emergentes y de ingreso mediano” en el *Monitor Fiscal* del FMI, en función de sus mayores ingresos.

El nivel de ingreso no es lo único que distingue a un mercado emergente. La mayoría son economías estables y con sólido crecimiento sostenido, capaces de producir bienes de mayor valor agregado, y más parecidas a las economías avanzadas no solo en cuanto a ingreso sino también en cuanto a participación en el comercio mundial e integración en el mercado financiero. Para identificar un mercado emergente consideramos los siguientes factores:

- Presencia sistémica: El tamaño de la economía del país (PIB nominal), su población y la proporción de sus exportaciones en el comercio mundial
- Acceso al mercado: La deuda externa de un país como proporción de la deuda externa mundial, y si forma parte de los índices mundiales usados por los grandes inversionistas institucionales internacionales, y la frecuencia y las cantidades de las emisiones de bonos internacionales
- Nivel de ingreso: El PIB per cápita de un país en dólares de EE.UU. nominales

Derivamos una calificación para cada economía no considerada avanzada, usando cinco variables ponderadas:

- $0,40 \times \text{PIB nominal} +$
- $0,15 \times \text{población} +$
- $0,15 \times \text{PIB per cápita} +$
- $0,15 \times \text{proporción del comercio mundial} +$
- $0,15 \times \text{proporción de la deuda externa mundial}$

Si un país está dentro de las 20 primeras posiciones en 2010–20, recibe un puntaje de 1 para esa variable; de lo contrario se le asigna cero. La calificación final es la suma ponderada de las calificaciones individuales. Este método sitúa a los siguientes países en el grupo de mercados emergentes, en orden alfabético: Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Irán, Malasia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Se excluyeron dos países: Nigeria, debido a su clasificación como país de bajo ingreso (con acceso a financiamiento del Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza del FMI) durante el período considerado en la muestra (2010–20), y Qatar porque tiene una población de menos de 5 millones.

Estos 20 países de mercados emergentes representan 34% del PIB nominal mundial en dólares de EE.UU., y 46% en términos de paridad del poder adquisitivo. Estos países también figuran en los índices que suelen usarse para los mercados emergentes, como los de J.P. Morgan, Morgan Stanley Capital International y Bloomberg.

FRANCISCO ARIZALA es Economista y **DI YANG** es Analista de investigaciones en el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

Como en los mercados emergentes el financiamiento bancario es más común que el financiamiento de mercado, las dificultades empresariales podrían afectar la estabilidad financiera si los bancos tienen que reconocer más pérdidas crediticias después de la pandemia. En aras de la transparencia, quizá en ciertos casos sea necesario evaluar la calidad de los activos de los bancos. El aumento del financiamiento de la banca paralela, o no bancario, para las empresas y hogares en algunos mercados emergentes también entraña riesgos porque el sector no bancario en su mayor parte no está regulado. De ahí que las prioridades a más largo plazo consistan en diseñar regímenes de insolvencia y resolución de deudas más sólidos y en desarrollar las denominadas herramientas macrofinancieras para vigilar los riesgos para toda la economía emanados del sector financiero no bancario.

Generar un crecimiento equilibrado y sostenible y con abundante empleo: Aparte de la recuperación inmediata, un paso vital hacia la salud económica a largo plazo es elevar la productividad y atenuar los secuelas más duraderas de la crisis en la inversión, el empleo, el capital humano (por los retrasos de aprendizaje) y la solidez del

sistema financiero. Las reformas estructurales pueden tener un impacto importante en el crecimiento a largo plazo si se diseñan y secuencian adecuadamente (Duval y Furceri, 2019). Estas son algunas de las prioridades:

- Adoptar reformas orientadas al mercado, incluso en empresas estatales (como las de China, India y México).
- Reforzar las redes de protección social (por ejemplo, en Chile y China).
- Subsancar las deficiencias en infraestructura (por ejemplo, en Filipinas e Indonesia).
- Reformar las pensiones, el mercado de productos, el mercado laboral y la gestión de gobierno en muchos países.

Para que la sociedad respalde reformas difíciles también es esencial comunicar con claridad la intención de las políticas, y adoptar medidas para proteger a los vulnerables.

Asimismo, es el momento de construir en los mercados emergentes economías más robustas que las de antes de la pandemia, tomando medidas para

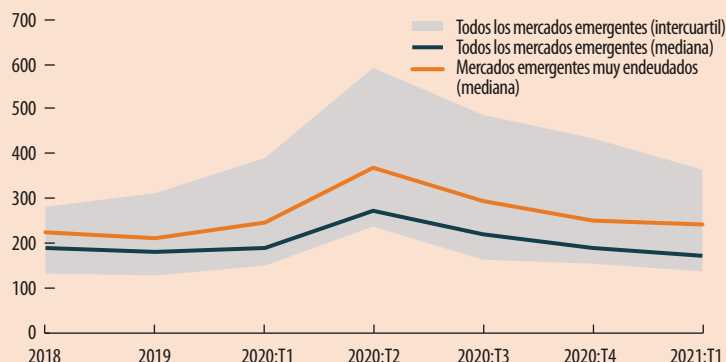


Gráfico 1

Diferenciales de índices de bonos mundiales de mercados emergentes

Los inversionistas suelen diferenciar la deuda de los mercados emergentes.

(puntos básicos)



Fuente: Bloomberg Finance L.P.

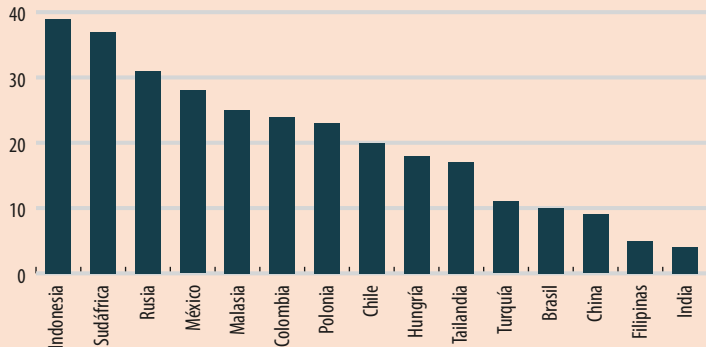
Nota: Se excluyen de la muestra Irán y Tailandia por motivos de disponibilidad de datos. Faltan datos del índice de bonos mundiales de mercados emergentes correspondientes a Arabia Saudita y Emiratos Árabes Unidos en 2018. Los mercados emergentes muy endeudados se definen como economías en las que la deuda bruta se sitúa por encima de la mediana.

Gráfico 2

Propietarios de la deuda

La gran proporción de deuda interna en poder de extranjeros significa que el mercado financiero interno es una fuente clave de transmisión de shocks financieros externos.

(tenencias de deuda en moneda local por parte de no residentes como porcentaje de la deuda en moneda local total, 2019)



Fuente: Arslanalp, S., y T. Tsuda. 2014. "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt". Documento de trabajo del FMI 14/29.

mejorar y hacer más igualitario el acceso a la salud y educación, fortaleciendo la infraestructura pública y facilitando la reconversión de los trabajadores desplazados por la pandemia. Además es necesario desarrollar resiliencia ante el cambio climático y poner la digitalización al servicio del crecimiento inclusivo. La COVID-19 ha infligido más pérdidas de vidas humanas en los países cuyos sistemas de salud y redes sociales son deficientes. Ha provocado mayores pérdidas económicas en los sectores de servicios y entre los trabajadores no cualificados, los jóvenes y las mujeres. Para garantizar una recuperación sostenida que no deje a nadie a la zaga, hay que contener el aumento de la desigualdad y la pobreza. Reducir la informalidad, que representa

entre un cuarto y un tercio de la economía en la mayoría de los mercados emergentes (Medina y Schneider, 2019), permitirá que más personas se beneficien del aumento de los salarios y las medidas redistributivas.

Algunos países están aprovechando las oportunidades: en Asia, la digitalización está transformando la eficiencia de la producción, las comunicaciones y la inclusividad de las operaciones del gobierno (Gaspar y Rhee, 2018). Indonesia está confrontando la amenaza de la deforestación con un programa de uso sostenible de la tierra. Algunos mercados emergentes, como Malasia, están afianzando el marco regulatorio de las finanzas para supervisar y gestionar mejor los riesgos de la transición hacia una economía con una menor huella de carbono.

Restablecer la resiliencia macroeconómica: La crisis fue un doloroso recordatorio de la importancia de trabajar por la salud económica durante tiempos de paz. Los mercados emergentes pronto tendrán que empezar a reponer las reservas fiscales, externas y macrofinancieras para prepararse para la próxima crisis. Esto implica restablecer las reglas fiscales y restaurar las normas regulatorias financieras, suspendidas durante la pandemia, y reponer las reservas externas si son exiguas. Las prioridades variarán y habrán de gestionarse sin perjudicar las perspectivas de crecimiento: ampliando la capacidad tributaria para poder gastar en servicios públicos cuando las redes de protección sean deficientes, reduciendo la deuda y la acumulación de deudas (consolidación fiscal) cuando la carga de la deuda soberana sea alta, y endureciendo las políticas macroprudenciales de las instituciones financieras cuando los riesgos para la estabilidad financiera sean elevados.

En muchos mercados emergentes los gobiernos tendrán que conjugar diferentes objetivos, como incrementar el gasto en inversión pública y en la red de protección social, reanudando la consolidación fiscal para mantener la deuda pública en una trayectoria descendente. Para la mediana de las economías de mercados emergentes, las deudas pública y externa han aumentado considerablemente, situándose en 59% y 44% del PIB, respectivamente, en 2020, y se proyecta que las necesidades brutas de financiamiento permanezcan por encima de 10% del PIB en 2020–21. Las bajas tasas de interés mundiales han mantenido los costos de servicio de la deuda en niveles manejables, pero no cabe prever que los costos de endeudamiento externo permanezcan en niveles bajos de forma indefinida. Los inversionistas suelen diferenciar la deuda de los mercados emergentes (gráfico 1). Incluso cuando la deuda se emite en moneda local, la gran proporción de deuda interna en manos extranjeras significa que el mercado



financiero interno es un importante transmisor de shocks financieros externos (gráfico 2). Los niveles sostenidamente altos de deuda y necesidades brutas de financiamiento probablemente agraven las disyuntivas de política económica y expongan a los mercados emergentes a cambios bruscos en el apetito de riesgo de los inversionistas.

Como se señala en el *Monitor Fiscal* del FMI de abril de 2021, una recaudación tributaria más sólida permitiría a las autoridades mejorar la prestación de servicios públicos sin incrementar la carga de la deuda. De hecho, los ingresos tributarios en los mercados emergentes representan, en promedio, menos de 20% del PIB, frente a más de 25% del PIB en las economías avanzadas. Los gobiernos de mercados emergentes también tienden a destinar una mayor proporción de sus ingresos al pago de intereses.

En el entorno pospandémico, el margen para la aplicación de políticas se ha reducido. Han aumentado los déficits fiscales, la deuda y las necesidades de financiamiento, y hay menos margen para recortar las tasas de interés internas, y por eso las políticas han de integrarse mejor para lograr resultados óptimos de crecimiento y estabilidad, salvaguardando la autonomía de las autoridades fiscales, monetarias y regulatorias. Por ejemplo, si la presión inflacionaria es moderada, la política monetaria puede seguir apoyando la demanda interna, incluso mientras se retira el apoyo fiscal.

También hay que gestionar otras disyuntivas dado que las recuperaciones a diferente ritmo dan lugar a presiones en el mercado. Un tipo de cambio flexible por lo general sirve como amortiguador de los shocks externos, pero en ciertas condiciones el efecto puede ser el contrario. Por ejemplo, la depreciación de la moneda local puede incrementar el saldo de pasivos denominados en moneda extranjera, exacerbando aún más la presión en el mercado. El efecto de traslado de la depreciación puede generar presiones inflacionarias si la credibilidad de la política monetaria no está del todo consolidada. La gestión de la volatilidad financiera es una de las principales preocupaciones de muchas de las autoridades en los mercados emergentes, y este es uno de los aspectos en que se basa la labor del FMI con respecto al Marco Integrado de Políticas.

Recuperar la resiliencia

Las crisis del pasado demuestran que las autoridades de los mercados emergentes pueden superar shocks adversos y reconstruir la resiliencia económica. Además, se proyecta que en la mayoría de los mercados emergentes el crecimiento a mediano plazo seguirá siendo sólido. Sin embargo, es crucial llevar a cabo un esfuerzo mancomunado mundial para que se materialice el crecimiento potencial de

los mercados emergentes y para que estos generen el dinamismo que tanto requieren la actividad, el comercio, la inversión y las finanzas a escala mundial.

En primer lugar, *los mercados emergentes tienen que recobrar la solidez macroeconómica que lograron a base de mucho esfuerzo*, como lo hicieron tras las crisis financieras de la década de 1990 y la de comienzos de 2000, y la crisis financiera mundial que comenzó en 2008. Como la recuperación avanza a diferentes ritmos, los mercados emergentes también tienen que aprender unos de otros la mejor forma de gestionar los riesgos y preservar la resiliencia. Esto afecta no solo en los mercados emergentes. Dada su creciente importancia sistémica en la economía mundial, un universo de mercados emergentes sólidos también afianzará la estabilidad mundial.

En segundo lugar, *las principales economías avanzadas tienen que hacer lo suyo*: Es esencial la cooperación multilateral en lo que se refiere a libre comercio, distribución de vacunas e impuestos; el compromiso para proporcionar liquidez en dólares si resurge la tensión financiera; y la acción conjunta frente al cambio climático. Algunos mercados emergentes necesitarán apoyo financiero para invertir en una reconstrucción más sólida pero que no agrave el cambio climático.

En tercer lugar, *las instituciones mundiales de desarrollo y las instituciones financieras tienen que complementar sus esfuerzos*: Para el FMI, esto implicará asumir sus responsabilidades clave —diálogo y asesoramiento sobre políticas, apoyo financiero, incluso mediante servicios precautorios, y fortalecimiento de las capacidades—, a fin de ofrecer una plataforma en la que los conocimientos adquiridos por los países se combinen y potencien con la pericia de las instituciones internacionales para ayudar a los países miembros más dinámicos a recuperar un lugar firme dentro del panorama pospandémico. **FD**

RUPA DUTTAGUPTA es Jefa de División y **CEYLA PAZARBASIOGLU** es Directora, ambas del Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

Referencias:

- Araujo, J., J. Garrido, E. Kopp, R. Varghese y Y. Weijia. De próxima publicación. "Corporate Debt Resolution in the Time of COVID-19". Serie de Estudios de Departamento del FMI, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Duval, R., y D. Furceri. 2019. "Cómo reactivar el crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo". IMFBlog, 9 de octubre.
- Fratto, C., B. Harnois Vannier, B. Mircheva, D. de Padua y H. Poirson. 2021. "Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries". Documento de trabajo del FMI 21/14, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Gaspar, V., y C. Y. Rhee. 2018. "The Digital Accelerator: Revving Up Government in Asia". IMFBlog, 26 de septiembre.
- Medina, L., y F. Schneider. 2019. "Shedding Light on the Shadow Economy: A Global Database and the Interaction with the Official One". CESifo Working Paper 7981, Munich Society for the Promotion of Economic Research.
- Pazarbasioglu C., y A. García Mora. 2020. "Reforzar los marcos de insolvencia para salvar empresas e impulsar la recuperación económica". Blog del Banco Mundial, 18 de mayo.