

Tres notas sobre las economías de mercado emergente y la crisis financiera internacional

Roberto Frenkel

En esta lectura agrupamos tres notas que escribimos recientemente. Con distintas perspectivas, las tres notas se enfocan sobre la inserción de las economías de mercado emergente en el sistema global y la crisis financiera internacional.

1. La mejor reforma en el nuevo contexto financiero internacional

En 2002 el proceso de globalización financiera estaba por cumplir tres décadas. Observando la experiencia de esos casi treinta años no cabía lugar para el optimismo con relación a los países de mercado emergente. No se trataba exclusivamente de Argentina, sin duda la peor experiencia de inserción financiera entre los países en desarrollo, sino de las características más generales del sistema. La inserción de muchos países en el proceso parecía haberse tornado en un lastre para el crecimiento y en una fuente de inestabilidad.

Mencionemos los hechos estilizados que justificaban esa visión. En primer lugar, las crisis financieras y cambiarias en países de mercado emergente, que venían ocurriendo desde la primera fase del proceso, tendían a hacerse más frecuentes e intensas. A finales de los años noventa, aún los observadores más favorables del sistema financiero globalizado, como el Director Gerente del FMI, preveían la continuidad de esa tendencia y la emergencia de nuevas crisis, considerando el rasgo como una característica intrínseca del sistema.

En segundo lugar, estaba la evidencia acerca de la volatilidad de los flujos de capital y la propensión al contagio internacional. Estos rasgos se habían hecho notables con las crisis de México y Argentina en 1995, con la crisis de Brasil en 1999 y con los fuertes impactos negativos de las crisis del Este de Asia y Rusia entre 1997 y 1999.

En tercer lugar, se destacaban los casos extremos de países altamente endeudados, como los de Argentina y Brasil. A finales de los años noventa ambas



economías se encontraban en situaciones de trampa financiera, con altas primas de riesgo país, crecimiento lento o recesión y gran fragilidad financiera externa.

Por último, aunque otras economías mostraban mejores situaciones relativas, se encontraban integradas al sistema globalizado en forma segmentada. Los activos financieros de los países de mercado emergente constituían una “clase” cuyos rendimientos incorporaban primas de riesgo país significativas. Consecuentemente, la integración financiera internacional parecía condenar a esas economías a tasas de interés sistemáticamente más altas que las de los países desarrollados, con consecuencias negativas sobre el crecimiento y la distribución del ingreso.

En 2002, los que abogábamos por reformas del sistema financiero internacional orientadas a reparar o atenuar las fallas reflejadas en los mencionados hechos estilizados, nos enfrentábamos con grandes dificultades. Un país que procurara instrumentar medidas sobre sus mercados financiero y cambiario y su cuenta de capital para evitar trayectorias insostenibles de integración internacional, debía confrontar con el FMI y la presión del mercado. La iniciativa internacional al respecto debía apuntar a promover los cambios apropiados en las reglas y condicionalidad del FMI y otras instituciones multilaterales, para permitir y promover autonomía y especificidad en la orientación de las políticas nacionales. Nada fácil.

Más difícil aún parecía el tratamiento de los países de alta deuda y del problema de la integración segmentada. Parecía improbable que los países de alta deuda encontrarán salidas de las trampas financieras y más generalmente, que se neutralizara el fenómeno de la integración segmentada, sin un importante esfuerzo de cooperación internacional. La esencia de esas características residía en que el sistema no cuenta con instituciones para prevenir la inestabilidad y para controlarla cuando emerge (por ejemplo, legislación para el tratamiento de quiebras, regulaciones prudenciales, prestamista de última instancia). Por eso, la solución de estas cuestiones requeriría una nueva institucionalidad internacional cuya construcción involucra necesariamente a los países desarrollados. Tarea mucho más difícil que la promoción de mayor autonomía para los países en desarrollo.

Pienso que el diagnóstico era correcto, dada la evidencia que teníamos en 2002 acerca de treinta años de globalización financiera. El diagnóstico subsiste, pero el pesimismo no fue justificado en los años siguientes. Los países



encontraron vías para evitar las trayectorias insostenibles y las trampas financieras de alto endeudamiento externo sin confrontar con el FMI. La segmentación de los activos de los mercados emergentes casi desapareció sin que mediara mejora alguna en la institucionalidad internacional. Las nuevas tendencias resultaron de un cambio muy importante en el sistema, que estaba comenzando en 2002 y se consolidó desde 2003.

Hay dos hechos notables que representan la modificación de las tendencias precedentes. Primero, no ha habido una nueva crisis en economías de mercado emergente en el período reciente, a pesar de la emergencia de varios episodios de inestabilidad financiera con efectos de contagio. Llamativamente, la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos, que comenzó en julio de 2007, no detonó en su primer año de desarrollo ninguna crisis financiera en esos países. Crisis en economías de mercado emergente se presentaron recién en setiembre-octubre de 2008, con el colapso que siguió a la quiebra de Lehman Brothers. Segundo, las primas de riesgo país tomaron una tendencia decreciente desde principios de 2003 y desde mediados de 2005 cayeron por debajo del mínimo que habían alcanzado antes de las crisis asiáticas. A comienzos de 2007 las primas tocaron un mínimo histórico, significativamente inferior que el mínimo previo a la crisis asiática y también significativamente inferior que el spread de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos.

Esos dos hechos están asociados con el cambio más importante en el proceso de globalización financiera que tuvo lugar desde su comienzo. En el período reciente los flujos netos de capital van de los países en desarrollo a los países desarrollados, revirtiendo la dirección del movimiento de las fases previas de la globalización. Muchos de los países de mercado emergente, que se habían insertado en el sistema como receptores de flujos de capital que financiaban déficit de cuenta corriente, comenzaron a generar superávit – o a reducir significativamente sus déficit previos – y acumular persistentemente reservas internacionales. Hubo un vuelco en la inserción financiera de estos países: pasaron de ser usuarios de ahorro externo a funcionar como exportadores de ahorro e intermediarios de flujos de capital internacional. Cambió la posición de estos países en el sistema y con estos cambios se modificó la forma de funcionamiento y las tendencias del sistema.

El superávit de la cuenta corriente y la tenencia de reservas internacionales importantes son indicadores de robustez financiera externa y así son percibidos



por los inversores internacionales. En los casos de alto endeudamiento, como era el de Brasil a comienzos de la década, la emergencia y persistencia del superávit externo abrió la salida de la trampa financiera en la que se encontraba el país su alta deuda externa. En general, la existencia de superávit indica que tiende a reducirse la posibilidad de que un país enfrente dificultades para atender los compromisos financieros externos. Consecuentemente, en los casos nacionales que se hicieron superavitarios es comprensible que tendiera a reducirse el riesgo percibido por el mercado internacional y las primas de riesgo.

Además de los casos que mostraron cuentas corrientes superavitarias, también es comprensible la reducción de los riesgos percibidos y las primas de riesgo en los países donde persistieron los déficits de cuenta corriente. El surgimiento de un número significativo de países con superávit tiene un efecto benéfico sobre todo el sistema. El hecho que haya menos países deficitarios, en un contexto donde muchos son superavitarios, es percibido por el mercado internacional como un menor riesgo de contagio y de movimientos de manada. La "clase" de los activos de mercado emergente es más heterogénea y muchos activos corresponden a países robustos. Esto beneficia la percepción de riesgo de los deficitarios y de la "clase" de activos de mercado emergente en su conjunto.

En los últimos años se han producido varios estudios internacionales que analizan la relación entre el resultado de la cuenta corriente, el tipo de cambio real y el crecimiento en países en desarrollo en el período de globalización financiera, antes del comienzo de la fase reciente. Los resultados muestran una asociación positiva entre el resultado de la cuenta corriente y el crecimiento: en los treinta años de globalización financiera les fue mejor a quienes menos dependieron de los ingresos de capital. Una de las razones de estos resultados es que los países con mayor superávit (o menor déficit) no experimentaron crisis externas. Pero la asociación entre el resultado de la cuenta corriente y el crecimiento no resulta solamente de haber evitado las crisis: la asociación se verifica también en subperíodos en que no se presentaron crisis.

La historia reciente, con numerosos países en desarrollo exhibiendo superávit de cuenta corriente, robustez financiera externa y aceleración del crecimiento puede verse como una comprobación a posteriori de las recomendaciones de política implícitas en los resultados de los mencionados estudios. Pero, más allá de la validez de las recomendaciones de política para cada país de mercado emergente, el período reciente destaca el rol benéfico sobre el



funcionamiento del sistema, con relación a los países de mercado emergente, que ha tenido el surgimiento de un número importante de países superavitarios.

Los beneficios de la nueva situación del sistema financiero internacional no tienen reconocimiento en el FMI. Esta constatación sugiere orientar los reclamos para mejorar la institucionalidad internacional del sistema en una dirección algo diferente de la que promovíamos al comienzo de la década presente. Entonces reclamábamos instituciones de prevención, manejo y compensación de la inestabilidad, porque ésta parecía una característica irreducible del sistema. Esta agenda pendiente tiene plena vigencia en la actualidad y la crisis internacional ha reforzado las posibilidades de que sea instrumentada. Pero esta agenda debería ampliarse para incorporar las lecciones provistas por la experiencia de los años 2000. Es muy importante que se reconozcan los cambios que experimentó el sistema y las ventajas que éstos implicaron para los países en desarrollo. Además de proveer al sistema de mayor estabilidad e instituciones preventivas de crisis, los países necesitarían otra reforma institucional. Una reforma que se propusiera consolidar esas ventajas. Por ejemplo, un acuerdo internacional sobre tipos de cambio reales y regímenes cambiarios, que consolidara una configuración de tipos de cambio reales que permitan a los países en desarrollo generar excedentes en el comercio exterior y mantener altas tasa de crecimiento.

2. Las crisis financieras allá y acá

Un amigo me decía que para quienes leyeron a John Maynard Keynes, Hyman Minsky y Charles Kindleberger la crisis financiera actual no resulta para nada sorprendente. Ciertamente, no nos sorprende que ocurra, pero no deja de asombrarnos. Los economistas que nos hemos venido ocupando de las crisis financieras en las economías en desarrollo podemos agregar a esas lecturas la densa experiencia provista por las crisis acaecidas en estos países en los últimos treinta años. La mayor experiencia se encuentra en América Latina, pues nuestros países se incorporaron al proceso de globalización financiera bien temprano, en los años setenta del siglo pasado y sufrieron varias crisis desde entonces. Otras regiones se incorporaron al proceso más tarde, en los años noventa, cuando los latinoamericanos y los recientemente globalizados pasaron a denominarse “economías de mercado emergente”. Al registro de crisis latinoamericanas, las de



los años ochenta y las más recientes, se sumaron las crisis de las cinco economías del este de Asia y las de Rusia y Turquía.

En esta nota nos proponemos comparar algunos aspectos de la actual crisis financiera con las que experimentaron las economías en desarrollo en el período de globalización. El ejercicio es aleccionador y puede ser útil, particularmente como contribución para la prevención de futuras crisis. La prevención de crisis es la función más importante de las regulaciones financieras. La regulación se justifica principalmente porque el daño que producen las crisis sistémicas se extiende mucho más allá de los directamente involucrados, ahorristas y deudores, para afectar a toda la sociedad.

Hay consenso acerca de que la crisis actual puso de manifiesto la debilidad de las regulaciones financieras existentes. Una vez que la crisis sea detenida y se estabilice el sistema habrá seguramente un debate importante sobre dichas regulaciones y variadas iniciativas de reformas. El debate y las iniciativas se enfocarán sobre los sistemas regulatorios nacionales y también sobre las relaciones financieras internacionales. En ambas cuestiones los países en desarrollo tienen un profundo interés y requerimientos propios que deben ser claramente reconocidos y expresados en los debates.

Desde que comenzó la crisis actual, en el verano del norte del año pasado, ha habido una revalorización de las ideas de Hyman Minsky entre los analistas y observadores más cercanos al sistema financiero. Minsky era un estudioso del sistema financiero que elaboró y desarrolló las ideas de Keynes sobre el tema. Las concepciones de Minsky fueron recuperadas del exilio intelectual y revaloradas porque los procesos que originaron la crisis actual en los Estados Unidos reprodujeron muy nítidamente el modelo de gestación de crisis que él había elaborado. El modelo es esencialmente simple y fácilmente explicable. Las crisis financieras son siempre precedidas por un período de auge económico y financiero. En el desarrollo de esa fase de auge hay un creciente optimismo y la confianza va en aumento. Se reduce la percepción de riesgos y los agentes, ahorristas e intermediarios, van asumiendo mayores riesgos. En el proceso se inflan burbujas de precios de activos que sostienen el desarrollo financiero. En algún momento un episodio negativo llama la atención sobre el alto grado de exposición al riesgo del sistema y se inicia una fase de distress. La percepción de los riesgos conduce a muchos agentes a desarmar las posiciones riesgosas y preferir liquidez. Las burbujas se desinflan y se registran pérdidas



importantes de riqueza. El pesimismo reemplaza al optimismo anterior. El proceso contractivo de la actividad financiera se retroalimenta tal como se retroalimentaba la expansión en la primera fase. El desarrollo de la fase contractiva conduce a la crisis sistémica.

Nosotros hemos venido estudiando las crisis financieras de las economías en desarrollo con la perspectiva de Minsky desde finales de los años setenta. En aquel entonces las fases expansivas y contractivas de ciclos minskyanos se habían desarrollado en Argentina y Chile, generando en ambos países crisis financieras sistémicas que estallaron alrededor de un año antes de las respectivas crisis cambiaria y de balance de pagos. Similares rasgos estilizados del ciclo minskyano se encuentran posteriormente en los desarrollos que dieron lugar a las crisis de México y Argentina de 1995, a las crisis de cinco economías del este de Asia en 1997-98, a la crisis de Rusia de 1998, a la crisis de Brasil de 1998-99, y a las crisis de Argentina y Turquía de 2001. En todos estos casos las crisis fueron precedidas por períodos de auge en los cuales se expandió la actividad financiera y se fueron asumiendo riesgos crecientes. El análisis del conjunto de casos sugiere que las crisis no resultaron de políticas fiscales insostenibles ni de shocks negativos imprevistos, sino que emergieron como consecuencia del mismo proceso que causaba un creciente optimismo e incentivaba la toma de mayores riesgos en la fase de auge.

En los rasgos minskyanos de los procesos que preceden a las crisis financieras, los observados en las economías de mercado emergente no difieren de los que se verificaron en la economía de los Estados Unidos en los años 2000 y en otras economías desarrolladas que sufrieron crisis financieras. En este aspecto, las crisis de las economías de mercado emergente no son singulares.

Sin embargo, las crisis de las economías en desarrollo financieramente globalizadas difieren de la crisis de las hipotecas subprime y de otras crisis experimentadas en economías desarrolladas en otro aspecto importante. La diferencia reside en el carácter de los factores que dan lugar a la fase de auge inicial y a todo el proceso. Esto es, los factores que conducen a la expansión financiera y la toma de riesgos crecientes. En el caso de la crisis de las hipotecas subprime, por ejemplo, la burbuja de los precios de los inmuebles y la securitización de las hipotecas (y otras deudas) son los ingredientes esenciales de la fase de auge del ciclo minskyano. La burbuja en los precios de los inmuebles, por un lado, y la extensión de la securitización, por otro, son procesos que se



desarrollaron ambos de manera endógena en el mercado de bienes raíces y en el mercado financiero de Estados Unidos.

En cambio, en las crisis de las economías de mercado emergente, las burbujas que se inflan durante la fase de auge y las innovaciones financieras que sirven de base a la expansión de la actividad tienen otro origen. Burbujas e innovaciones son originadas exógenamente por la confluencia de tres elementos: laxitud en las regulaciones del sistema financiero local, apertura de la cuenta de capital y el establecimiento de reglas de política macroeconómica que proveen el contexto que hace rentable el arbitraje entre activos externos y domésticos. En todos los casos mencionados de crisis de economías de mercado emergente, las condiciones que gatillan el ciclo minskyano fueron generadas por la conjunción de ciertas políticas macroeconómicas (particularmente por las políticas cambiarias) y reformas liberalizantes en las regulaciones financieras y de la cuenta de capital. En todos estos casos los movimientos internacionales de capital juegan un rol esencial en el auge y en la contracción.

Una conclusión de ese análisis es que la prevención de la inestabilidad financiera y de las crisis en las economías de mercado emergente involucra mucho más que las regulaciones del sistema financiero local. En tanto la inserción en el sistema global juega un rol crucial en los desarrollos financieros, las normas internacionales que regulan los movimientos de capital (inexistentes hasta ahora), las instituciones y mecanismos internacionales de prevención y compensación de la volatilidad del sistema internacional (inexistentes o débiles) y las regulaciones nacionales sobre los movimientos de capital deben ser necesariamente componentes del sistema de prevención, junto a las regulaciones del sistema local. Y también están envueltas en la prevención de crisis financieras en nuestras economías las variables de política que afectan por su lado la inserción internacional: la política cambiaria y las políticas con relación al balance de pagos y la acumulación de reservas. Al respecto, cabe subrayar que cierto número de países en desarrollo aplica medidas preventivas de crisis que incluyen control del movimiento de capitales, políticas de tipo de cambio competitivo, preservación de cuentas externas robustas y acumulación de reservas, pero lo hace en contra de la opinión y sometidos a la crítica del FMI.

Consecuentemente, para los países en desarrollo, la agenda de reformas para reforzar la prevención de crisis se extiende más allá de las regulaciones financieras locales y debería incluir requerimientos propios sobre la arquitectura



financiera internacional. La agenda debería incorporar también la legitimación de las autonomías nacionales para aplicar controles de capitales y políticas macroeconómicas que tienen una importante componente de prevención de crisis. O mejor, los países en desarrollo deberían bregar por acuerdos internacionales que consoliden la preservación de tipo de cambio competitivos y balances de pagos robustos.

Cuando las aguas se calmen y el sistema se estabilice – ojalá se estabilice – cabe esperar el debate y las iniciativas de reforma de las regulaciones financieras. Se corre el riesgo de que las reformas sean discutidas y acordadas en los países desarrollados y establecidas posteriormente como estándares internacionales, como vino ocurriendo hasta ahora. Hay que evitar que esto ocurra. Esta es una cuestión importante, pero nos parece aún más importante que los países en desarrollo aprovechen la oportunidad que se abre con la discusión de las regulaciones preventivas de crisis para empujar su agenda propia.

3. De la holgura externa al ajuste

Hasta mediados de setiembre del presente año la crisis financiera internacional había sido muy benevolente con los mercados emergentes. La crisis comenzó en julio del año pasado. Inmediatamente antes, en el primer semestre de 2007, los bonos globales de estos mercados habían mostrado el mejor comportamiento en todo el período de globalización financiera. Las primas de riesgo país registradas por el EMBI+ alcanzaron en ese semestre un mínimo histórico, significativamente inferior al mínimo registrado en los años noventa, poco antes de las crisis asiáticas. Los bonos latinoamericanos (a excepción de Argentina y Venezuela) mostraban evoluciones similares a los promedios del EMBI+. Por ejemplo, la prima de riesgo país de Brasil osciló en el primer semestre de 2007 alrededor de los 170 puntos básicos. Esto es, los bonos brasileños en dólares rendían solamente 1.7% más que los bonos similares del gobierno de los Estados Unidos.

La emergencia de la crisis de las hipotecas subprime en julio del año pasado y su posterior desarrollo impactaron negativamente los precios de todos los activos financieros. El aumento de los riesgos percibidos y el proceso de fuga a la liquidez y desintermediación financiera afectaron también los activos de los mercados emergentes. Sin embargo, el comportamiento relativo de los mercados



emergentes fue muy estable. Desde julio del año pasado y comienzos de setiembre del año en curso las primas de riesgo país registradas por el EMBI+ se incrementaron gradualmente unos 150 puntos básicos. Aún así, primas de riesgo país de 320 pb (EMBI+) a comienzos de setiembre, semejantes a los buenos momentos de la década de los noventa, después de más de un año de evolución de la crisis financiera en los países desarrollados, mostraban un comportamiento bastante robusto de los activos de los mercados emergentes. El comportamiento de los bonos latinoamericanos resultaba aún mejor. Por ejemplo, entre julio del año pasado y comienzos de setiembre del actual, la prima de riesgo país de Brasil se incrementó gradualmente unos 100 puntos básicos.

El comportamiento excepcional que venían mostrando los activos de los mercados emergentes cambió bruscamente en el vertiginoso colapso que detonó la quiebra de Lehman Brothers a mediados de setiembre. La fuga a la liquidez y la seguridad (dólares y bonos del Tesoro de los Estados Unidos), el proceso de desapalancamiento y la contracción del financiamiento impulsaron una rápida liquidación de activos de mercados emergentes, bonos públicos, bonos corporativos y acciones. Hubo grandes salidas de capital y fuertes devaluaciones de las monedas en varias economías de mercado emergente. Los países más afectados fueron los que tenían déficits de cuenta corriente, sistemas financieros dependientes de los ingresos de capital y descalces de moneda entre pasivos y activos de los sistemas financieros. Tal es el caso, por ejemplo, de los países del centro de Europa (Hungría, Polonia y República Checa), Ucrania, Turquía y otros países de inserción relativamente reciente en el sistema globalizado.

La liquidación de activos encontró a los países latinoamericanos en posición relativamente más robusta, por lo que resultaron menos afectados financieramente que las economías más frágiles mencionadas arriba. Sin embargo, las fuertes salidas de capital y las devaluaciones revelaron en algunos casos la fragilidad financiera de corporaciones y bancos que se financiaban con fondos externos. Tal es el caso, por ejemplo, de Brasil, que sufrió el rápido desarme de voluminosas posiciones de carry trade y la contracción del crédito internacional, con grandes impactos negativos sobre bancos y empresas y sobre la liquidez del sistema financiero.

La magnitud que alcanzó la reciente liquidación de activos es ilustrada por la magnitud y velocidad de la caída de los precios de los bonos soberanos computados por el EMBI. Entre comienzos de setiembre y el 24 de octubre



(cuando alcanzaron un piso) los precios cayeron un 30%. En velocidad y magnitud esta caída es similar a la que experimentaron los bonos de mercados emergentes con el contagio de la crisis de Rusia, desde julio de 1998. Pero en el caso actual la recuperación de los precios fue mucho más rápida. A principios de noviembre los precios ya habían recuperado aproximadamente la mitad de esa caída, mientras una recuperación equivalente requirió dos meses luego de la crisis rusa.

Efectivamente, hubo una caída abismal de los precios de los activos, pero también una recuperación posterior muy rápida. Las primas de riesgo del EMBI+ alcanzaron 862 puntos básicos el 24 de octubre pero ya se ubicaban por debajo de los 600 pb a principios de noviembre. La prima de riesgo país de Brasil tocó un máximo de 654 puntos básicos el 22 de octubre, pero ya había caído más de 200 puntos básicos respecto de ese máximo a principios de noviembre.

En la liquidación de activos de los mercados emergentes verificada entre mediados de setiembre y fines de octubre jugaron dos factores: por un lado, el incremento de los riesgos percibidos y por otro lado, las ventas forzadas por el proceso de desapalancamiento y la restricción de financiamiento. En el aumento de los riesgos percibidos influyeron la generalización de expectativas recesivas para las economías desarrolladas y la evolución de los precios de las commodities. Las commodities habían experimentado fuertes aumentos de precio desde el principio de la crisis a mediados del año pasado, lo que contribuye probablemente a explicar la relativa estabilidad financiera de los mercados emergentes durante el primer año de desarrollo de la crisis. Los precios de los commodities comenzaron a contraerse rápidamente desde julio del año en curso y declinaron aún más rápidamente durante octubre. De modo que este elemento debe haber contribuido seguramente al aumento del riesgo percibido. Por ejemplo, las commodities representan 60% de las exportaciones de América Latina.

Si bien es evidente el aumento de los riesgos percibidos, hay indicaciones que sugieren que el desapalancamiento y las restricciones al financiamiento fueron el principal factor de la abrupta liquidación de activos de mercados emergentes. Está, por un lado, la diferente evolución de los precios de los bonos y los precios de los seguros contra default. Los precios de los bonos sufren más los efectos de las condiciones de liquidez y financiamiento, de modo que los precios de los seguros contra default reflejan mejor que los precios de los bonos los cambios en los riesgos percibidos. En la liquidación de setiembre-octubre la volatilidad del precio de los seguros contra default fue mucho menor



que la de los precios de los bonos. En el caso de Brasil, por ejemplo, el precio del seguro contra default por cinco años llegó a un máximo de 580 puntos básicos el 24 de octubre (asegurar un millón de dólares de deuda brasileña por cinco años costaba 58 000 dólares al año). Este precio se había reducido a 310 puntos básicos a principios de noviembre.

La otra indicación que sugiere que los factores de liquidez y financiamiento fueron el principal motor de la liquidación de activos de mercados emergentes es la propia velocidad de la recuperación posterior y la observación de los eventos con los que se encuentra aparentemente asociada. Por un lado, en las economías desarrolladas y en algunas economías de mercado emergente, las medidas de salvataje de bancos, de provisión masiva de liquidez por parte de los bancos centrales y de reducción de las tasas de interés disiparon las expectativas de quiebras de bancos, frenaron el colapso financiero y dieron lugar a una incipiente normalización del sistema. Por otro lado, las novedosas medidas adoptadas con relación a las economías de mercado emergente: el anuncio simultáneo a fin de octubre de los contratos de swaps de monedas entre la Reserva Federal de los Estados Unidos y Brasil, México, Corea y Singapur y la creación de la línea de liquidez de corto plazo del FMI. Esta línea pone a disposición de los países miembros hasta 500% de su cuota, por tres meses renovables dos veces dentro de un período de doce meses, sin otra condicionalidad que la existencia de una evaluación favorable por parte del FMI de la política económica aplicada por el país solicitante en el pasado reciente.

La tendencia de los precios de los activos sugiere que lo peor del impacto financiero de la crisis internacional sobre las economías de mercado emergente quedó atrás. Un balance del episodio de liquidación de setiembre-octubre reafirma lecciones aprendidas tiempo atrás. Las economías que menos sufrieron las consecuencias del episodio son las que contaban con cuentas externas robustas y habían acumulado importantes volúmenes de reservas. Las que más sufrieron y sufren actualmente las consecuencias son aquellas economías que replicaron en los años 2000 la modalidad de inserción financiera internacional que practicaron las mayores economías de América Latina en los años noventa.

Sin embargo, aunque América Latina se encontraba en mejor posición relativa para afrontar el episodio reciente, la región debe de todas maneras afrontar el ajuste a las nuevas condiciones de comercio y financiamiento internacional que cabe esperar.



Debe tomarse como un dato que en el futuro próximo habrá una importante restricción en el financiamiento privado externo y no deben excluirse ulteriores salidas de capital. Con estos parámetros, la disponibilidad de moneda internacional está sujeta en gran medida a la evolución de las exportaciones. Al respecto, la mayor incógnita reside en la trayectoria que seguirán los precios de las commodities. En segundo lugar, en el impacto directo e indirecto que la recesión de las economías desarrolladas tendrá sobre las exportaciones de manufacturas de origen industrial. De estos factores inciertos del contexto internacional depende la combinación de devaluación real, desaceleración del crecimiento y uso de reservas que las economías de América Latina deberán hacer para ajustar sus sectores externos a las nuevas condiciones. La disponibilidad de reservas y una cuenta corriente superavitaria son un buen punto de partida. Pero las políticas económicas deben reformarse. Aunque en mejores condiciones que en el pasado, la región pasa nuevamente de manejar la holgura externa a manejar el ajuste.