

Perspectivas de la Economía Mundial Abril de 2009

Resumen ejecutivo

La economía mundial atraviesa una recesión aguda provocada por una crisis financiera masiva y una grave pérdida de confianza. Si bien la desaceleración debería moderarse a partir del segundo trimestre, se proyecta una contracción del producto de 1,3% en 2009 en general, y una recuperación tan solo gradual en 2010, con un crecimiento de 1,9%. La reactivación dependerá de que se redoblen los esfuerzos para restablecer la salud del sector financiero y de que se siga apoyando la demanda con políticas monetarias y fiscales más expansivas.

Evolución económica y financiera reciente

Las economías de todo el mundo se han visto seriamente afectadas por la crisis financiera y la desaceleración de la actividad. El PIB real de las economías avanzadas se redujo en una cifra sin precedentes de 7½% en el cuarto trimestre de 2008, y se estima que en el primer trimestre de 2009 el producto debe haber seguido disminuyendo a un ritmo casi igual. La economía de Estados Unidos quizá sea la que más ha padecido las consecuencias de las crecientes tensiones financieras y el continuo enfriamiento del sector de la vivienda, pero Europa occidental y las economías avanzadas de Asia se han visto duramente perjudicadas por el colapso del comercio mundial, así como por el agravamiento de sus propios problemas financieros y las correcciones del sector inmobiliario en algunos mercados nacionales. Las economías de mercados emergentes también están experimentando problemas graves y, en cifras agregadas, se contrajeron un 4% en el cuarto trimestre. El daño llegó a través de canales financieros y comerciales, particularmente en los países de Asia oriental que dependen mucho de la exportación de manufacturas y en las economías emergentes de Europa y de la Comunidad de Estados Independientes (CEI), cuyo crecimiento ha dependido de las importantes afluencias de capital.

El veloz enfriamiento de la actividad mundial ha coincidido con una rápida disipación de las presiones inflacionarias. Los precios de las materias primas retrocedieron

considerablemente con respecto a los máximos registrados a mediados de año, lo cual causó una pérdida particularmente ingente de ingresos en las economías de Oriente Medio y de la CEI, pero también en muchos otros países exportadores de esos productos en América Latina y África. Al mismo tiempo, la creciente atonía económica ha contenido los aumentos de los sueldos y reducido los márgenes de utilidad. Así, la inflación general de 12 meses en las economías avanzadas descendió a menos de 1% en febrero de 2009, aunque la inflación subyacente permaneció en el rango de 1½%-2%, con la notable excepción de Japón. La inflación también se ha moderado significativamente en las distintas economías emergentes, aunque en algunos casos las depreciaciones de los tipos de cambio han atenuado esa tendencia descendente.

Las diversas y a menudo poco convencionales medidas de política que se han tomado no han sido del todo eficaces a la hora de estabilizar los mercados financieros y frenar la caída de la producción, y no han logrado detener las repercusiones nocivas entre el debilitamiento de la actividad y las fuertes tensiones financieras. Algunas de las iniciativas para contener el colapso comprenden inyecciones de capital público y una batería de servicios de suministro de liquidez, medidas monetarias expansivas y programas de estímulo fiscal. Si bien ha habido señales alentadoras de una reanimación económica desde la reunión del Grupo de los Veinte (G-20) a comienzos de abril, la confianza en los mercados financieros sigue siendo escasa, y eso empaña las perspectivas de pronta recuperación económica.

En la edición de abril de 2009 de *Global Financial Stability Report (GFSR)* (informe sobre la estabilidad financiera mundial), se estima que las rebajas contables que todas las instituciones financieras aplicarán a los activos originados en Estados Unidos en 2007–10 equivaldrán a US\$2,7 billones, frente a los US\$2,2 billones estimados en enero de 2009, en gran medida como resultado del deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. Según estimaciones, las rebajas contables totales derivadas de exposiciones crediticias a escala mundial ascenderán a aproximadamente US\$4 billones, de las cuales dos tercios serán absorbidas por los bancos y el resto por compañías de seguro, fondos de pensiones, fondos de inversión libre (*hedge funds*) y otras entidades de intermediación. A escala mundial, los

bancos están restringiendo el acceso al crédito (y seguirán haciéndolo) porque la cantidad excesiva de activos de mala calidad y la incertidumbre con respecto a la solvencia futura de las instituciones están ahuyentando los capitales privados. Las dificultades se han extendido más allá de los mercados de financiamiento a corto plazo en las economías avanzadas. Muchas empresas no financieras no pueden obtener capital de trabajo, y algunas están enfrentando dificultades a la hora de obtener préstamos a más largo plazo.

El repliegue generalizado de los inversionistas extranjeros y los bancos de las economías emergentes y la consiguiente acumulación de presiones de financiamiento son especialmente preocupantes. Las nuevas emisiones de valores prácticamente se han paralizado, los flujos bancarios han disminuido, los diferenciales de los bonos se han disparado, las cotizaciones bursátiles han bajado y los mercados cambiarios están soportando fuertes presiones. Aparte del recrudecimiento general de la aversión al riesgo, las causas se encuentran en los perjuicios sufridos por los bancos y los *hedge funds* en las economías avanzadas, la tendencia a colocar fondos bajo la protección que ofrecen las mayores garantías de los mercados maduros y la creciente incertidumbre acerca de las perspectivas económicas y los factores de vulnerabilidad de las economías emergentes.

Un importante efecto derivado de la crisis financiera es la fuga hacia activos seguros y una renovada preferencia por las inversiones nacionales, con consecuencias para las principales monedas del mundo. Desde septiembre de 2008, el dólar de EE.UU., el euro y el yen se han fortalecido en términos efectivos reales. El renminbi chino y las divisas vinculadas al dólar (incluidas las de países de Oriente Medio) también se han apreciado. La mayoría de las monedas de otras economías emergentes se han depreciado notablemente, pese al uso de reservas internacionales como mecanismo de apoyo.

Perspectivas y riesgos

Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* tienen como supuesto que la estabilización del mercado financiero tomará mucho más tiempo de lo que se había previsto, aun pese a los vigorosos esfuerzos desplegados por las autoridades. Por lo tanto, se proyecta que las tensiones financieras en los mercados maduros seguirán siendo

considerables hasta bien entrado 2010, y se aliviarán con lentitud en la medida en que se disipen las preocupaciones de insolvencia, disminuyan los riesgos de contraparte y retornen las condiciones de mayor liquidez al mercado conforme vaya aclarándose la situación de las pérdidas por activos de mala calidad y de las inyecciones de capital público. Según las previsiones, el crédito global al sector privado de las economías avanzadas se reducirá en 2009 y 2010, y los países de economías emergentes y en desarrollo tendrán acceso muy limitado al financiamiento externo en ambos años. Así lo corroboran las conclusiones del capítulo 4, según las cuales las agudas tensiones en los mercados maduros y su concentración en el sistema bancario indican que los flujos de capital a las economías emergentes sufrirán mermas significativas y se recuperarán lentamente.

Las proyecciones también suponen un fuerte apoyo brindado por las políticas macroeconómicas. Se prevé que las tasas de interés de política monetaria bajarán o permanecerán cercanas al límite de cero en las principales economías avanzadas, mientras los bancos centrales siguen buscando maneras de aprovechar el tamaño y la composición de sus balances para relajar las condiciones de crédito. Los déficits fiscales se ampliarán considerablemente en las economías avanzadas y emergentes, ya que se supone que los gobiernos de los países del G-20 pondrán en marcha planes de estímulo fiscal por montos equivalentes al 2% del PIB en 2009 y 1½% del PIB en 2010. Las proyecciones asimismo se basan en el supuesto de que los precios de las materias primas permanecerán en niveles cercanos a los de 2009 y que subirán moderadamente en 2010, según los precios en los mercados de futuros.

Aun teniendo en cuenta las enérgicas medidas de política, y previendo una moderación del ritmo de contracción a partir de segundo trimestre, se proyecta que la actividad mundial disminuirá un 1,3% en 2009, lo que representa una considerable revisión a la baja de las proyecciones presentadas en enero en la actualización de *Perspectivas de la economía mundial*. Es decir que esta sería, por un amplio margen, la recesión más profunda desde la segunda guerra mundial. Además, la desaceleración es de carácter verdaderamente mundial: se proyecta que el producto per cápita se contraerá en los países que representan las tres cuartas partes de la economía mundial, y el crecimiento en prácticamente todos los

países se ha desacelerado drásticamente en relación con las tasas observadas en 2003–07. El crecimiento retornará en 2010, pero solo a un nivel de 1,9%, que sería flojo en comparación con otras recuperaciones, y coincidiría con las conclusiones del capítulo 3 en el sentido de que las recuperaciones después de crisis financieras son mucho más lentas que otras recuperaciones.

Las perspectivas actuales son excepcionalmente inciertas, con los riesgos inclinados a la baja. La principal inquietud es que las políticas sigan siendo insuficientes para romper el círculo vicioso de repercusiones negativas entre el deterioro de las condiciones fiscales y el debilitamiento de las economías, particularmente en vista del limitado respaldo público a favor de la adopción de políticas. Algunos de los canales clave de transmisión son el número creciente de incumplimientos de pago de las empresas y los hogares —que causan nuevas bajas de los precios de las acciones y multiplican las pérdidas en los balances financieros— y nuevos eventos sistémicos que complican aún más el restablecimiento de la credibilidad. Además, en un contexto de gran incertidumbre, las políticas fiscales y monetarias pueden no surtir el efecto esperado, ya que las altas tasas de ahorro precautorio podrían reducir los multiplicadores fiscales, y las medidas para relajar las condiciones de financiamiento quizá no logren moderar el ritmo del desapalancamiento. Sin embargo, por el lado positivo, una aplicación firme de las políticas que convenza a los mercados de que las tensiones financieras están siendo confrontadas con decisión podría reactivar la confianza y los compromisos de gasto.

Incluso después de que la crisis haya terminado vendrá un difícil período de transición, con tasas de crecimiento del producto bastante inferiores a las de años recientes. Será necesario reducir el apalancamiento financiero, lo que implica un menor crecimiento del crédito y una mayor escasez de financiamiento que en años recientes, sobre todo en las economías emergentes y en desarrollo. Por otro lado, habrá que reducir los déficits fiscales justo cuando el envejecimiento de la población está acelerándose en varias economías avanzadas. Además, en las principales economías avanzadas los hogares probablemente seguirán reponiendo sus ahorros por algún tiempo. Todos estos factores entorpecerán el crecimiento real y potencial a mediano plazo.

Desafíos en materia de políticas

Estas difíciles e inciertas perspectivas justifican la toma de medidas de política enérgicas en los ámbitos financiero y macroeconómico. Las crisis financieras pasadas han demostrado que las demoras a la hora de atacar el problema de fondo se traducen en una desaceleración económica aún más prolongada e incluso más costosa, tanto para los contribuyentes como para la actividad económica. Las autoridades tienen que ser conscientes de las ramificaciones internacionales de las políticas que decidan adoptar. Las iniciativas a favor de los socios comerciales y financieros —como los programas de estímulo fiscal y el apoyo oficial a los flujos internacionales de financiamiento— ayudarán a apoyar la demanda mundial, y eso generará beneficios colectivos. En cambio, un deslizamiento hacia el proteccionismo comercial y financiero sería muy perjudicial para todos, como lo demostraron en forma contundente las políticas de “empobrecimiento del vecino” aplicadas en los años treinta.

Impulsar la reestructuración del sector financiero

En estas circunstancias, la principal prioridad en materia de políticas es la reestructuración del sector financiero. Los avances convincentes en este ámbito son una condición indispensable para que la recuperación económica se afiance, además de que reforzarían significativamente la eficacia del estímulo monetario y fiscal. A corto plazo, las tres prioridades consignadas en ediciones anteriores de *GFSR* siguen siendo válidas: 1) garantizar que las instituciones financieras tengan acceso a la liquidez, 2) identificar los activos problemáticos y resolver su situación, y 3) recapitalizar las instituciones débiles pero viables. La primera prioridad está siendo abordada de manera enérgica, pero es necesario dar un impulso más contundente a las iniciativas de política en los otros dos aspectos.

La piedra angular de una solución duradera tiene que ser un reconocimiento creíble de las pérdidas derivadas de los activos deteriorados. A tales efectos, los gobiernos tienen que adoptar metodologías básicas comunes para valorar de forma realista los instrumentos de crédito titulizados. Dichas metodologías han de basarse en las condiciones económicas previstas y en un intento de estimación del valor del flujo de ingresos futuro. Se precisarán

asimismo medidas que reduzcan considerablemente la incertidumbre relacionada con nuevas pérdidas derivadas de estas exposiciones. El problema de los activos de mala calidad puede solucionarse por diversos métodos, siempre que estos cuenten con un financiamiento adecuado y se ejecuten de manera transparente.

Los métodos de recapitalización tienen que basarse en un examen minucioso de la viabilidad a largo plazo de las instituciones, que debe tener en cuenta las pérdidas sufridas hasta la fecha y una evaluación realista de la posibilidad de que se apliquen nuevas rebajas contables del valor de los activos. Según las estimaciones de *GFSR*, que están basadas en varios supuestos, las necesidades de capital podrían estar entre US\$275.000 millones y US\$500.000 millones en el caso de los bancos de Estados Unidos, US\$475.000 millones y US\$950.000 millones en el caso de los bancos europeos (excluidos los del Reino Unido), y US\$125.000 millones y US\$250.000 millones en el caso de los bancos del Reino Unido¹. Los supervisores evaluarán las necesidades de recapitalización de cada uno de los bancos, por lo que tendrán que comprobar la calidad del capital de las instituciones; la solidez de sus fuentes de financiamiento, planes de operaciones y procesos de gestión del riesgo; la prudencia de las políticas de remuneración; y la solidez de la administración. Los supervisores asimismo tendrán que establecer un nivel apropiado de reservas obligatorias de capital para las instituciones, teniendo en cuenta los niveles mínimos reglamentarios y la necesidad de constituir reservas para absorber otras pérdidas imprevistas. Los bancos viables insuficientemente capitalizados deben recapitalizarse sin demora, con inyecciones de capital del gobierno (de ser posible, acompañadas de capital privado) para devolver los coeficientes de capitalización a un nivel que permita recuperar la confianza del mercado. Las autoridades deben estar preparadas para proporcionar capital mediante acciones ordinarias a fin de mejorar la confianza y las perspectivas de financiamiento, lo que puede implicar un período

¹ La parte inferior del rango denota el capital necesario para ajustar el apalancamiento, calculado al 4% como capital en acciones ordinarias sobre activos totales (coeficiente TCE). La parte superior denota el capital necesario para elevar el coeficiente al 6%, de conformidad con los niveles observados a mediados de los años noventa (véase la edición de abril de 2009 de *GFSR*).

transitorio de control público hasta que surja una solución del sector privado. En el caso de las instituciones financieras no viables, la intervención tiene que ser inmediata y debe conducir a resoluciones mediante cierres o fusiones. Los montos necesarios de financiamiento público probablemente serán cuantiosos, pero tenderán a aumentar cuanto más demore la solución.

En las economías emergentes también será necesario desplegar amplios esfuerzos para abordar las tensiones financieras. En el sector empresarial el riesgo es considerable. El respaldo estatal directo al crédito para las empresas puede estar justificado. Algunos países también han ampliado sus garantías para que incluyan las deudas de mala calidad de las empresas, sobre todo las vinculadas a los mercados de exportación, o han apoyado el financiamiento del comercio mediante varios servicios de crédito, ayudando a preservar los flujos comerciales y a limitar los daños en la economía real. Además, los planes para contingencias deben elaborarse teniendo en cuenta la posibilidad de una reestructuración a gran escala en el caso de que las circunstancias se deterioren aún más.

Se precisa una mayor cooperación internacional para no exacerbar las tensiones transnacionales. La coordinación y la colaboración en torno a las políticas financieras es particularmente importante para impedir que las medidas tomadas en un país tengan repercusiones en otros países. Al mismo tiempo, el apoyo internacional, incluido el del FMI, puede ayudar a los países a amortiguar el impacto de la crisis financiera en la actividad real y a limitar su efecto en la pobreza, sobre todo en los países en desarrollo. Las recientes reformas encaminadas a flexibilizar los instrumentos de préstamo para las economías sólidas pero afectadas por la turbulencia, junto con los planes propuestos en la cumbre del G-20 para incrementar los recursos a disposición del FMI, están mejorando la capacidad de la comunidad financiera internacional para abordar los riesgos relacionados con las frenadas bruscas de los flujos de capital privado.

Aplicar una política monetaria más expansiva

Las economías avanzadas deben contrarrestar los riesgos de deflación aprovechando el margen del que dispongan para distender aún más la política monetaria. Aunque en

muchos países las tasas de interés de política monetaria ya se acercan a cero, el margen de maniobra que aún esté disponible debe ser utilizado de inmediato. También es importante contar con una estrategia de comunicación clara: los gerentes de los bancos centrales deben destacar su firme intención de evitar la deflación manteniendo condiciones monetarias expansivas por el tiempo que sea necesario. En un creciente número de casos habrá que valerse más de medidas menos convencionales para apoyar la reducción de las tasas de interés, utilizando el tamaño y la composición del balance del banco central para facilitar la intermediación del crédito. En lo posible, estas medidas deben estructurarse para brindar máximo alivio a los mercados que han sufrido trastornos, pero dejando las decisiones de asignación de crédito en manos del sector privado y protegiendo el balance del banco central contra el riesgo de crédito.

Las economías emergentes también tienen que relajar las condiciones monetarias en respuesta al deterioro de las perspectivas. Sin embargo, en muchas de esas economías la tarea de los bancos centrales se ve aún más complicada por la necesidad de preservar la estabilidad externa en una situación en que los flujos de financiamiento son muy frágiles. El financiamiento en los mercados emergentes está expuesto, en mucho mayor grado que en las economías avanzadas, a perturbaciones drásticas —frenadas bruscas— en parte porque han aumentado mucho las inquietudes acerca de la solvencia crediticia de las entidades soberanas. Las economías emergentes también han tendido a endeudarse más en moneda extranjera, y de ahí que las depreciaciones fuertes del tipo de cambio puedan ser muy perjudiciales para los balances. Por lo tanto, si bien han bajado las tasas de interés en vista de la desaceleración mundial, la mayoría de los bancos centrales de estas economías han hecho bien en proceder con cautela para seguir incentivando las entradas de capital y evitar fluctuaciones desordenadas de los tipos de cambio.

De cara al futuro, el desafío clave consistirá en calibrar el ritmo al que se deberá retraer el actual estímulo monetario excepcional. Un repliegue muy apresurado podría truncar una recuperación que tenderá a ser frágil, pero una retirada muy lenta podría conducir a un recalentamiento de la economía y al surgimiento de nuevas burbujas de precios de los activos.

Conjugar el estímulo fiscal y la sostenibilidad

Dada la magnitud de la desaceleración y los factores que limitan la eficacia de la política monetaria, la política fiscal tienen que desempeñar un papel crucial en la generación de un estímulo fiscal a corto plazo para la economía mundial. Por experiencia se sabe que la política fiscal es especialmente útil para acortar la duración de las recesiones provocadas por crisis financieras (capítulo 3). No obstante, el margen para brindar apoyo fiscal se reducirá si las medidas que se toman minan la credibilidad. Los gobiernos, por lo tanto, tienen que encontrar un difícil punto de equilibrio, que consiste en adoptar políticas expansivas a corto plazo pero infundiéndoles tranquilidad con respecto a las perspectivas a mediano plazo. Una vez afianzada la recuperación será necesario consolidar las finanzas públicas, y esa tarea será más fácil si existen sólidos marcos fiscales a mediano plazo. Pero la consolidación no debe ser prematura. Los gobiernos han tomado medidas para proporcionar un estímulo sustancial en 2009; pero ahora se está viendo que el esfuerzo tendrá que prolongarse, si no incrementarse, hasta 2010, y los países que tengan margen de maniobra fiscal deben estar preparados para adoptar las nuevas medidas que sean necesarias para apoyar la recuperación. En la medida de lo posible, este deberá ser un esfuerzo mancomunado, ya que en parte las medidas que tome cada país tendrán efectos transfronterizos, pero beneficiarán a la economía mundial.

Una de las claves para compaginar el estímulo y la sostenibilidad está en la selección de las medidas de estímulo. En lo posible, estas deben ser temporales y deben elevar al máximo el rendimiento de cada dólar (y consisten, por ejemplo, en acelerar el gasto en proyectos ya planificados o en marcha y en ofrecer desgravaciones temporales a los hogares con acceso restringido al crédito). También es conveniente elegir medidas que fomenten el potencial productivo de la economía a largo plazo, como el gasto en infraestructura. En segundo lugar, es necesario que los gobiernos complementen las iniciativas de estímulo a corto plazo con reformas que consoliden los marcos fiscales a mediano plazo, para dar más seguridad de que se corregirán los déficits a corto plazo y se contendrá la deuda pública. En tercer lugar, un factor fundamental para garantizar la sostenibilidad fiscal en muchos países sería el logro de avances concretos hacia la solución de los desafíos fiscales que plantea el envejecimiento de la población. Pese a ser considerables, los costos de la actual crisis

financiera resultan insignificantes frente a los costos inminentes derivados del aumento de los gastos en seguridad social y salud para la tercera edad. La reforma creíble de las políticas relacionadas con estos programas quizá no tengan un notable efecto inmediato en las cuentas fiscales, pero podrían dar lugar a un cambio enorme en las perspectivas fiscales, y eso podría ayudar a preservar el margen necesario para brindar apoyo fiscal a corto plazo.

Desafíos en materia de políticas a mediano plazo

Las causas fundamentales de la falla del mercado que desembocó en la actual crisis fueron el optimismo derivado de un largo período de crecimiento vigoroso y los niveles bajos y la volatilidad de las tasas de interés reales, además de las fallas de las políticas. La regulación financiera careció de los mecanismos necesarios para rectificar las concentraciones del riesgo y los incentivos imperfectos que provocaron un auge de innovaciones financieras. Las políticas macroeconómicas no tuvieron en cuenta la acumulación de riesgos sistémicos en el sistema financiero y en los mercados de la vivienda.

Esta situación plantea importantes desafíos a mediano plazo para las autoridades. En cuanto a las políticas financieras, la tarea ahora consiste en ampliar y flexibilizar el perímetro de regulación para que abarque a todas las instituciones pertinentes desde el punto de vista sistémico. Además, hay que formular una estrategia macroprudencial para la regulación, que comprenda estructuras de remuneración que atenúen los efectos procíclicos, mecanismos adecuados para devolver la fluidez a los mercados, reglas contables que tengan en cuenta los títulos-valores ilíquidos, transparencia con respecto a la naturaleza y la localización de los riesgos a fin de promover disciplina en el mercado y una mejor gestión de la liquidez sistémica. En lo que se refiere a las políticas macroeconómicas, los bancos centrales también deben adoptar una perspectiva macroprudencial más amplia, prestando debida atención a la estabilidad financiera y la estabilidad de los precios, para lo cual habrá que tener en cuenta los movimientos de los precios de los activos, los auges crediticios, el apalancamiento y la acumulación del riesgo sistémico. Las autoridades fiscales tienen que reducir los déficits y establecer una trayectoria sostenible para la deuda.

Es necesario reforzar la coordinación y colaboración internacional en materia de políticas, basándose en mejores sistemas de alerta anticipada y en una comunicación más abierta sobre los riesgos. La cooperación es particularmente urgente en el caso de las políticas financieras, dadas las importantes repercusiones internacionales que pueden tener las medidas a nivel interno. Al mismo tiempo, una rápida conclusión de la Ronda de Doha de negociaciones comerciales multilaterales podría revitalizar las perspectivas de crecimiento mundial, en tanto que el apoyo firme de fuentes bilaterales y multilaterales, como el FMI, podría ayudar a contener las negativas secuelas económicas y sociales de la crisis financiera en muchas economías emergentes y en desarrollo.

Nota de prensa del capítulo 3: *De la recesión a la recuperación: ¿Cuándo y a qué ritmo?*

Perspectivas de la economía mundial, abril de 2009

Preparada por Marco E. Terrones, Alasdair Scott y Prakash Kannan

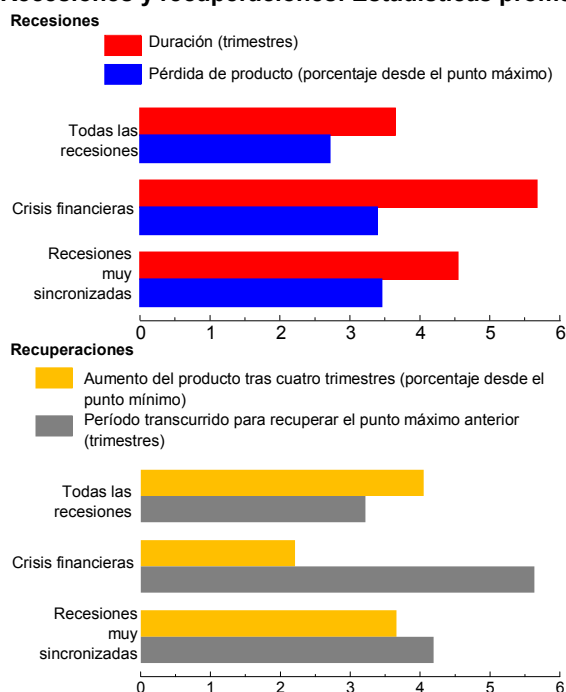
Temas centrales

- **Las recesiones vinculadas a crisis financieras suelen ser graves y la recuperación es habitualmente lenta. En caso de ser recesiones sincronizadas a escala mundial, suelen durar aún más e ir seguidas de recuperaciones aún más débiles.**
- **Las políticas anticíclicas pueden ser útiles para poner fin a las recesiones y fortalecer las recuperaciones. En especial, las políticas fiscales expansivas parecen ser de particular eficacia. La política monetaria puede ayudar a acortar este tipo de recesión, pero con menor eficacia de lo habitual.**
- **Estas conclusiones indican que es probable que la recesión actual sea excepcionalmente larga y profunda, y su recuperación, lenta. No obstante, la aplicación de fuertes medidas económicas anticíclicas combinada con medidas para restablecer la confianza en el sector financiero podría mejorar las perspectivas de recuperación.**

El capítulo 3 analiza los patrones de las recesiones y recuperaciones y el rol de las políticas macroeconómicas. Se analizan los ciclos económicos en 21 economías avanzadas desde 1960 al presente. Sin contar las recesiones actuales, esta muestra contiene 15 recesiones que pueden vincularse a crisis financieras, y tres episodios de recesiones mundiales sincronizadas registrados en 1975, 1980 y 1992.

Habitualmente, las recesiones son breves y las recuperaciones fuertes. Una recesión típica persiste alrededor de un año, mientras que una expansión a menudo dura más de cinco. Las recuperaciones de las recesiones son vigorosas, lo que manifiesta un efecto rebote. Con el correr del tiempo, las recesiones y las expansiones en las economías avanzadas han cambiado; desde mediados de los años ochenta las recesiones se

Recesiones y recuperaciones: Estadísticas promedio



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

han tornado menos frecuentes y más suaves, mientras que las expansiones se han vuelto más prolongadas.

Sin embargo, durante las recesiones y recuperaciones, los diferentes shocks se vinculan a diferentes dinámicas macroeconómicas y financieras. En particular, las recesiones vinculadas a crisis financieras generalmente han sido graves y prolongadas. Las crisis financieras habitualmente se producen tras períodos de rápida expansión del crédito y fuerte aumento del precio de los activos. A menudo, la debilidad de la demanda privada y del crédito suele frenar el avance de la recuperación después de estas recesiones, lo que obedece en parte a los esfuerzos de los hogares por aumentar las tasas de ahorro y estabilizar sus balances. Generalmente las recuperaciones se ven impulsadas por una mejora del comercio internacional neto a raíz de las depreciaciones cambiarias y la caída de los costos unitarios.

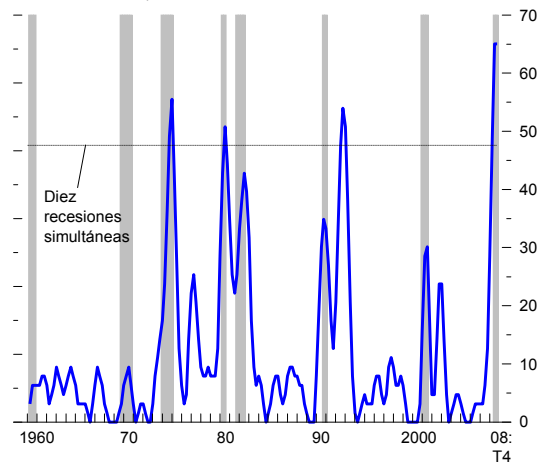
Las recesiones mundiales sincronizadas son más prolongadas y profundas que otras. Sin contar el actual, desde 1960 se han registrado tres episodios en los que 10 o más de las 21 economías avanzadas de la muestra atravesaron simultáneamente una recesión: en 1975, 1980 y 1992. La duración de la recesión sincrónica es, en promedio, casi 1½ veces más larga que la de una recesión típica. Las recuperaciones son generalmente lentas, debido a la debilidad de la demanda externa, especialmente si Estados Unidos también está en recesión: durante las recesiones de 1975 y 1980, la marcada caída de la importación estadounidense contribuyó a una importante contracción del comercio mundial.

El análisis indica que es probable que la conjunción de la crisis financiera y la desaceleración mundial sincronizada origine una recesión excepcionalmente profunda y extendida en el tiempo. Esta combinación es poco común en la historia y se debería tener cautela a la hora de extraer conclusiones. No obstante, el hecho de que la actual desaceleración sea muy sincronizada y se vincule a crisis financieras profundas indica que es probable que sea persistente, con una recuperación más débil que el promedio.

Las políticas macroeconómicas pueden desempeñar una función valiosa para reducir

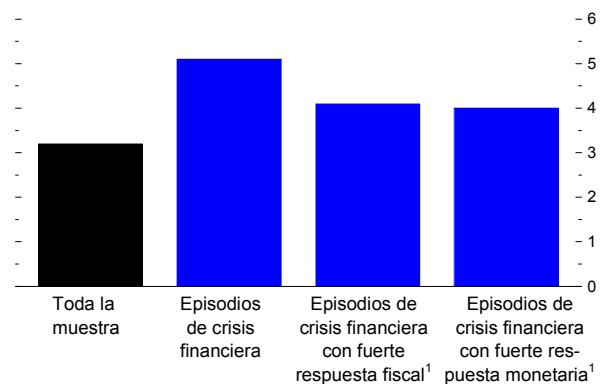
Recesiones muy sincronizadas

(Porcentaje de países en recesión, el área sombreada indica recesiones en Estados Unidos)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Estimación de la duración media de las recesiones (Trimestres)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Se refiere al aumento de una desviación estándar del consumo público o a la disminución de la tasa de interés real, respectivamente.

la gravedad de las recesiones y adelantar las recuperaciones. En general, la política monetaria ha jugado un papel importante en poner fin a las recesiones y fortalecer las recuperaciones, aunque su eficacia se reduce durante las crisis financieras. En estos episodios, la política fiscal parece ser más útil, lo que coincide con los indicios de que su eficacia aumenta cuando los agentes económicos enfrentan mayores limitaciones de liquidez. El estímulo fiscal también se vincula a una recuperación más fuerte; sin embargo, se observa que el efecto de la política fiscal sobre la fortaleza de la recuperación es menor en economías con mayor nivel de deuda pública.

Para hacer frente a la recesión mundial actual habrá que coordinar las políticas monetarias, fiscales y financieras. Se precisan enérgicas medidas monetarias y fiscales para apuntalar la demanda agregada en el corto plazo. Aun haciéndolo, una de las lecciones más importantes de los episodios de crisis financieras es la importancia fundamental de restablecer la confianza en el sector financiero para que las políticas macroeconómicas sean eficaces y la recuperación se consolide.

Nota de prensa del capítulo 4: ¿Cómo las vinculaciones financieras y comerciales empeoran la situación? Transmisión de tensiones financieras de las economías avanzadas a las emergentes

Perspectivas de la economía mundial, abril de 2009

Preparada por Stephan Danninger, Ravi Balakrishnan, Selim Elekdag e Irina Tytell

Temas centrales

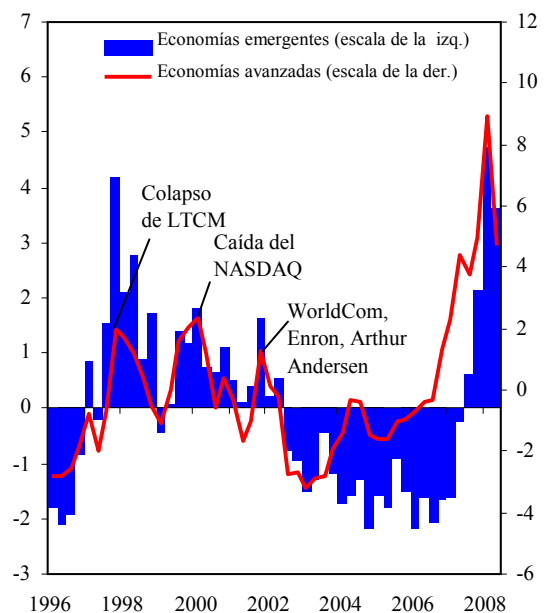
- **Las crisis financieras en las economías avanzadas se han propagado de una manera rápida e intensa a las economías emergentes, y las vinculaciones financieras han sido uno de los principales canales de transmisión.**
- **La disminución de los flujos de capital hacia las economías emergentes puede ser prolongada después de una crisis, dados los problemas de solvencia que afrontan los bancos de las economías avanzadas que proporcionan financiamiento sustancial a las economías emergentes.**
- **Se requiere una respuesta de política económica coordinada por parte de las economías avanzadas y las emergentes, ya que la reducción de las vulnerabilidades de cada país, por sí sola, no puede aislar a las economías emergentes de un shock financiero a gran escala en las economías avanzadas.**

En el capítulo 4 se examina cómo las tensiones financieras se propagan de las economías avanzadas a las emergentes, utilizando un nuevo índice de tensiones financieras para las economías emergentes. Tomando como base un índice similar establecido para las economías avanzadas en la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, este nuevo índice muestra la evolución en los mercados bursátiles y cambiarios y del sector bancario de 18 economías emergentes sobre una base mensual a partir de 1997.

El análisis basado en este índice muestra que, en el pasado, las crisis financieras en las economías avanzadas se propagaban de una manera rápida e intensa a las economías emergentes. Conforme a este patrón, la intensificación sin precedentes de las tensiones financieras en las economías avanzadas durante el

Comparación de los niveles de tensiones financieras

(Nivel del índice, suma ponderada por el PIB)



tercer trimestre de 2008 tuvo un efecto muy importante en las economías emergentes. En el cuarto trimestre las tensiones financieras se intensificaron en todos los segmentos de los sistemas financieros de todas las regiones de economías emergentes, y en promedio superaron los niveles observados durante la crisis asiática (primer gráfico).

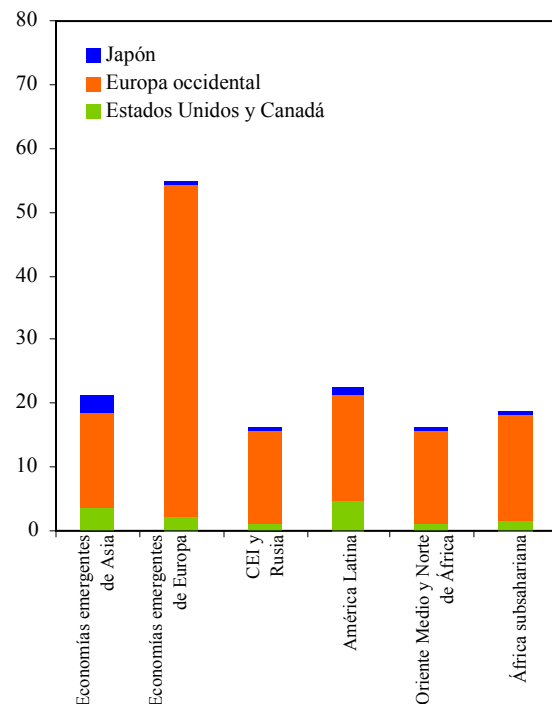
El alcance de la transmisión de las tensiones financieras está relacionado con la profundidad de las vinculaciones financieras entre las economías avanzadas y las emergentes, especialmente a través de los préstamos bancarios. En promedio, las tensiones en las economías emergentes se mueven casi conjuntamente con las de las economías avanzadas, pero se observan variaciones significativas entre los países. El análisis empírico del comovimiento de las tensiones muestra que las vinculaciones financieras más sólidas (es decir, préstamos bancarios, inversión de cartera e inversión extranjera directa) están asociadas a una transmisión más intensa de las tensiones financieras. Durante la crisis más reciente las vinculaciones en forma de préstamos bancarios parecen haber sido el principal factor de transmisión de tensiones.

Las estrechas vinculaciones en forma de préstamos bancarios entre las economías emergentes de Europa y Europa occidental explican en gran parte las turbulencias financieras que afectan a las economías emergentes de Europa. Desde mediados de los años noventa, los bancos de Europa occidental dominan los flujos de crédito bancario hacia las economías emergentes. A finales de 2007, sus activos en las economías emergentes ascendían al 10% del PIB de las economías avanzadas, frente al 2,5% del PIB combinado de los bancos de Canadá, Japón y Estados Unidos. Los títulos de crédito frente a las economías emergentes de Europa, en relación con su propio PIB (PIB de la economía de destino), se sitúan claramente en el nivel más alto de las regiones de economías emergentes (segundo gráfico).

Los datos históricos parecen indicar que el papel decisivo que desempeñaron los bancos en la crisis actual puede presagiar una caída prolongada de los flujos de capital hacia las economías emergentes. Los datos de episodios anteriores de tensiones bancarias sistémicas en las economías avanzadas (la crisis de la deuda en América Latina a principios de los años ochenta y la crisis bancaria japonesa en los años noventa) muestran que la caída de los flujos de capital suele ser sustancial y prolongada. Dada su considerable exposición al riesgo, las economías emergentes de Europa podrían verse gravemente afectadas.

Pasivos frente a los bancos de las economías avanzadas, 2007

(Porcentaje del PIB de la economía de destino)



Se requiere una respuesta coordinada de política económica por parte de las economías avanzadas y las emergentes para evitar la intensificación y la propagación de las tensiones financieras. La reducción de las vulnerabilidades de cada país no puede aislar a las economías emergentes de un shock financiero a gran escala en las economías avanzadas. En el capítulo se señala que una mejora de los balances en cuenta corriente y los balances fiscales contribuye poco a mitigar la transmisión de tensiones financieras provenientes de las economías avanzadas en períodos de crisis financiera. No obstante, puede ayudar a atenuar su impacto en el sector real de las economías emergentes y ayudar a restablecer la estabilidad financiera y las entradas de capitales extranjeros cuando ceden las tensiones financieras.