

# Perspectivas de la Economía Mundial

Octubre de 2009

## Resumen general

*Tras una profunda recesión mundial, el crecimiento económico ha entrado en terreno positivo gracias a extensas intervenciones públicas que apuntalaron la demanda y alejaron la incertidumbre y el riesgo sistémico en los mercados financieros. La recuperación seguramente será lenta: los sistemas financieros siguen dañados, el respaldo público deberá retroceder poco a poco, y los hogares y las economías que vieron desplomarse los precios de los activos continuarán reconstituyendo los ahorros mientras luchan con un desempleo elevado. La misión crítica para la política económica sigue siendo restablecer la salud del sector financiero y mantener al mismo tiempo políticas macroeconómicas propicias hasta que la recuperación se afiance. Con todo, las autoridades deben comenzar a prepararse para un desmantelamiento ordenado de los niveles extraordinarios de intervención pública.*

### **La recesión mundial está finalizando, pero la recuperación se perfila moderada**

La economía mundial parece estar nuevamente en expansión, impulsada por el enérgico desempeño de las economías asiáticas y por una estabilización o una ligera reactivación en otras regiones. En las economías avanzadas, la histórica intervención pública estabilizó la actividad e incluso restituyó un crecimiento ligero en varias economías. En términos generales, las economías emergentes y en desarrollo están más adelantadas en la senda hacia la recuperación, gracias al resurgimiento de Asia. El reciente repunte de los precios de las materias primas y las políticas que lo propiciaron están ayudando a muchas de estas economías. La crisis asestó un golpe especialmente duro a muchas economías emergentes de Europa y de la Comunidad de Estados Independientes, y en términos generales su evolución está rezagada en comparación con otras regiones.

El ritmo de la recuperación es lento y la actividad se mantiene muy por debajo de los niveles previos a la crisis. A la vanguardia de la reactivación se encuentran el repunte de la manufactura y la inflexión del ciclo de existencias; se observan algunos indicios de estabilización paulatina de las ventas minoristas, afianzamiento de la confianza de los consumidores y consolidación de los mercados de la vivienda. A medida que mejoran las perspectivas, los precios de las materias primas dejan atrás los mínimos registrados este año, y el comercio mundial comienza a reavivarse.

El motor de la reactivación son políticas públicas enérgicas adoptadas por las economías avanzadas y por muchas economías emergentes que apuntalaron la demanda y disiparon casi del todo el temor a una depresión mundial. Ese temor contribuyó a la caída más pronunciada de la actividad y del comercio internacional desde la segunda guerra mundial. Los bancos centrales se apresuraron a instituir recortes excepcionalmente hondos de las tasas de interés y a lanzar medidas inusitadas para inyectar liquidez y sustentar el crédito. Los gobiernos pusieron en marcha importantes programas de estímulo fiscal, al tiempo que

apoyaban a los bancos con garantías e inyecciones de capital. Sumadas, estas medidas diluyeron la incertidumbre y reforzaron la confianza, promoviendo la mejora de las condiciones financieras, que se manifestó entre otras cosas en fuertes repuntes en numerosos mercados y en la reanimación de las corrientes internacionales de capital. Sin embargo, la situación sigue siendo muy difícil para los prestatarios menos calificados. En términos más generales, como señala la edición de este mes del informe *Global Financial Stability Report* (GFSR), el riesgo de un vuelco constituye una preocupación considerable para el mercado y varios indicadores del estrés financiero se mantienen elevados.

De cara al futuro, las fuerzas públicas que alimentan esta recuperación irán debilitándose gradualmente, en tanto que las fuerzas reales y financieras —pese a tomar cuerpo poco a poco— siguen siendo débiles. Concretamente, el estímulo fiscal disminuirá y la reconstitución de existencias perderá influencia paulatinamente. Entre tanto, el consumo y la inversión están recobrando el aliento lentamente, ya que las condiciones financieras siguen siendo duras en muchas economías. Por ende, de acuerdo con las proyecciones, tras contraerse alrededor de 1% en 2009, la actividad mundial se expandirá aproximadamente 3% en 2010, un nivel muy inferior a las tasas registradas antes de la crisis. Estas proyecciones representan una ligera revisión al alza de las presentadas en la actualización de *Perspectivas de la economía mundial* de julio de 2009.

- Las economías avanzadas experimentarían una expansión anémica durante gran parte de 2010 y el desempleo continuaría aumentando hasta muy entrado el año. El crecimiento anual de 2010 rondaría 1¼%, tras una contracción de 3½% en 2009. La recuperación de la actividad se observa con más claridad en el último trimestre: se prevé que entre el cuarto trimestre de 2009 y el cuarto trimestre de 2010 el PIB real crecerá más o menos 1¾%, en comparación con una expansión de alrededor de ½% (anualizado) durante el segundo semestre de 2009 y una contracción de 2% el primero.
- En las economías emergentes, el crecimiento del PIB real está previsto en casi 5% para 2010, frente a 1¾% en 2009. El repunte está liderado por China, India y otras economías emergentes de Asia. Otras economías emergentes están registrando ligeras reactivaciones, facilitadas por políticas de estímulo y por la mejora de las condiciones comerciales y financieras internacionales.

Los riesgos a la baja para el crecimiento están disminuyendo paulatinamente, pero siguen siendo preocupantes. El principal riesgo a corto plazo es que la recuperación se estanque. El abandono prematuro de las políticas monetarias y fiscales acomodaticias parece ser un riesgo considerable, dado que el repunte que generaron estas políticas podría confundirse con un incipiente reavivamiento vigoroso de la demanda privada. En general, la frágil economía mundial aún parece vulnerable a una variedad de shocks, entre ellos el encarecimiento del petróleo, un retorno virulento de la gripe porcina, sucesos geopolíticos o un resurgimiento del proteccionismo.

Sin embargo, los riesgos a corto plazo no son solo a la baja, como lo demuestra la mejora reciente e inesperadamente rápida de las condiciones financieras. En particular, la disipación del temor a un crash como el de los años treinta —lograda gracias a las políticas públicas— y la sólida recuperación del optimismo en los mercados financieros podrían

desembocar en una escalada imprevistamente fuerte del consumo y la inversión en una serie de economías avanzadas y emergentes.

A mediano plazo, otros riesgos importantes amenazan una recuperación sostenida, sobre todo en las principales economías avanzadas. En el flanco financiero, una grave inquietud es que el continuo escepticismo público en torno a lo que se percibe como un rescate de las propias empresas consideradas responsables de la crisis erosione el respaldo de la ciudadanía a favor de una reestructuración financiera, sentando las condiciones para un prolongado estancamiento. En el flanco macroeconómico, el riesgo más grave es el empeoramiento de la situación fiscal, en parte como resultado de las medidas adoptadas para apuntalar el sector financiero.

### **Más allá de 2010: Reequilibrar la economía mundial**

La condición fundamental para lograr un crecimiento saludable sostenido a mediano plazo será corregir los trastornos de la oferta causados por la crisis y reequilibrar el patrón mundial de la demanda.

#### **Reducción del producto potencial**

Serán necesarias una reestructuración de las empresas financieras y una recomposición de los mercados para generar el crédito que exige un aumento sostenido de la inversión y la productividad, además de una redistribución de la mano de obra entre sectores. Los datos históricos presentados en el capítulo 4 indican que por lo general las crisis financieras causaron daños grandes y permanentes en el producto, aunque es difícil determinar su magnitud y los resultados son ampliamente variados. Las proyecciones actuales del producto a mediano plazo son efectivamente muy inferiores a las que se contemplaban antes de la crisis, lo que es coherente con una pérdida permanente del producto potencial. La inversión ya se redujo notablemente, sobre todo en las economías golpeadas por crisis financieras e inmobiliarias, lo cual —sumado a la creciente tasa de descarte a medida que las empresas quiebran o se reestructuran— está reduciendo la masa de capital efectivo. Además, se prevé que las tasas de desempleo seguirán siendo elevadas a mediano plazo en varias economías avanzadas.

#### **Reequilibrio del lado de la demanda**

Como complemento de la corrección del lado de la oferta, también habrá que ajustar los patrones de la demanda internacional para de sustentar una recuperación dinámica. Concretamente, muchas economías que siguieron estrategias de crecimiento liderado por la exportación y acumularon superávits en cuenta corriente tendrán que apoyarse más en la demanda interna y la importación. Esto ayudará a compensar la moderación de la demanda interna en las economías que solían incurrir en déficits en cuenta corriente y que sufrieron colapsos de los precios de los activos (acciones o vivienda), como Estados Unidos, el Reino Unido, parte de la zona del euro y muchas economías emergentes de Europa. Para hacer lugar a los cambios del lado de la demanda, también será necesario hacer ajustes del lado de la oferta en numerosos flancos; por ejemplo, reparando los sistemas financieros, mejorando la gobernabilidad del sector corporativo y la intermediación financiera, estimulando la

inversión pública y reformando las redes de protección social para desalentar el ahorro precautorio. Sin embargo, aun si todos los países se comprometieran firmemente a llevar a cabo esta reforma y otras parecidas, reequilibrar la demanda mundial será un proceso dilatado y tendrá que estar respaldado por la flexibilización de los tipos de cambio.

### **Retos para la política económica**

Las prioridades máximas de la política económica siguen siendo restablecer la salud del sector financiero y mantener políticas macroeconómicas propicias hasta que la recuperación se encuentre afianzada, aunque las autoridades al mismo tiempo deben comenzar los preparativos para dismantelar los extraordinarios niveles de intervención pública. El abandono prematuro del estímulo parece ser el riesgo más grave a corto plazo, pero la formulación de la estrategia macroeconómica que se aplicará a mediano plazo, más allá de la crisis, es crítica para mantener la confianza en la solvencia fiscal y para preservar la estabilidad financiera y de precios. El reto es encontrar un término medio entre dismantelar las intervenciones públicas demasiado pronto, lo que haría peligrar los adelantos logrados hacia la recuperación y la estabilidad financiera, y retirarlas demasiado tarde, distorsionando los incentivos y dañando los balances públicos.

### **Cuándo endurecer las condiciones monetarias**

Para las autoridades monetarias, las decisiones clave son cuándo comenzar a endurecer la política y cómo reducir los abultados balances de los bancos centrales. Estos dos objetivos no presentan necesariamente grandes conflictos porque existen instrumentos para endurecer las condiciones monetarias aun cuando los balances están mucho más cargados de lo habitual. El ritmo de descompresión de los balances de los bancos centrales depende del ritmo de normalización de las condiciones de mercado y de los tipos de intervención realizados.

En cuanto al momento en que corresponde restringir las condiciones monetarias, los retos para las economías avanzadas y las emergentes son diferentes. En las economías avanzadas, los bancos centrales —con contadas excepciones— pueden permitirse condiciones acomodaticias durante un período extenso porque la inflación probablemente se mantenga moderada mientras la brecha del producto siga siendo amplia. Además, las autoridades monetarias deberán dar cabida al impacto del dismantelamiento paulatino del respaldo fiscal. Entre las economías emergentes la situación es más variada, y en varias de ellas probablemente convenga comenzar a aplicar una política monetaria más restrictiva antes que en las economías avanzadas. En algunos casos, para alejar el riesgo de nuevas burbujas de precios de los activos quizá sea necesario flexibilizar el tipo de cambio, evitando así importar una distensión monetaria excesiva de las economías avanzadas.

Como enfatiza la edición de este mes del informe *GFSR*, es probable que muchas economías sigan necesitando apoyo de los bancos centrales durante todo el año próximo como mínimo, y podría llevar mucho más tiempo evacuar los activos ilíquidos acumulados en los balances de algunos de ellos. En el ínterin, los bancos centrales poseen herramientas para absorber reservas y endurecer así las condiciones monetarias. Más allá de los retos a corto plazo, cabe preguntarse algunas de las lecciones de la crisis para la conducción de la

política monetaria. Los datos históricos hacen pensar que un nivel relativamente estable de inflación y crecimiento del producto ofrece escasa protección cuando el estallido de una burbuja de precios de los activos sacude profundamente una economía: el producto y la inflación son malos predictores de los colapsos de precios de los activos. El capítulo 3 muestra que otras variables —especialmente la expansión del crédito y el saldo en cuenta corriente— son mejores predictores y que quizá merezcan recibir más atención por parte de las autoridades monetarias. Por ende, si se agudiza la inquietud en torno a la demanda interna y los precios de los activos, convendrá que las autoridades se planteen para el año próximo y quizá el siguiente una política monetaria más dura de lo estrictamente necesario para mantener controlada la inflación. En el capítulo también se argumenta que las autoridades deben pensar en complementar las metas de inflación con herramientas macroprudenciales para ayudar a estabilizar las economías. Las herramientas macroprudenciales tienen la ventaja de funcionar directamente en sentido contrario a los ciclos crediticios y así pueden complementar la función de las tasas de interés en la estabilización económica. Sin embargo, es necesario tener expectativas realistas sobre lo que se puede lograr.

### **Mantener el respaldo fiscal salvaguardando la sostenibilidad fiscal**

Pese a los déficits ya profundos y a la creciente deuda pública de muchos países, será necesario mantener el estímulo fiscal hasta que la recuperación se encuentre afirmada, y posiblemente ampliarlo o prolongarlo más allá de lo actualmente planificado si se hacen realidad los riesgos a la baja para el crecimiento. Por eso, los gobiernos deben estar preparados para desplegar nuevas iniciativas, según sea necesario. Al mismo tiempo, deben comprometerse a recortar ampliamente los déficits una vez que la recuperación esté bien encauzada y deben comenzar a abordar los retos fiscales a largo plazo con reformas que impriman mayor sostenibilidad a las finanzas públicas. Esos recortes podrían verse facilitados con marcos fiscales más sólidos, integrados entre otras cosas por reglas fiscales adecuadas y mecanismos rigurosos de cumplimiento. Estos marcos y reglas pueden ayudar a contener las presiones de gasto cuando retorne la prosperidad, de modo que los inversionistas sientan cierta tranquilidad sabiendo que los déficits y la deuda disminuirán llegado el momento, lo que es fundamental para recuperar un margen significativo para la política anticíclica y reconquistar el apoyo público a favor de los mercados financieros; ambos serán necesarios para hacer frente a shocks futuros.

### **Sanear los sectores financieros mientras se reforman los marcos prudenciales**

Para retomar la senda de crecimiento sostenido es indispensable sanear el sector financiero y reformar los marcos prudenciales. La reestructuración de las actividades de las empresas financieras es vital para la normalización del crédito. Como se explica con más detalles en la edición de este mes del informe *GFSR*, eso exige la rectificación de los balances, la recapitalización y la elaboración de nuevos planes comerciales que sean coherentes con nuevos modelos de financiamiento y nuevos marcos prudenciales. Hasta el momento se ha adelantado muy poco en la eliminación de los activos dañados de los balances de los bancos. Ahora el problema más apremiante es el deterioro de la calidad de los activos. En ese sentido, las pruebas de estrés oficiales son instrumentos importantes para diagnosticar la condición de los bancos y elaborar estrategias adecuadas de recapitalización y reestructuración de las instituciones viables, y resolución cuidadosa de las instituciones no

viabiles. El avance entre los distintos países al respecto ha sido desigual, y resulta preocupante observar que el respaldo público a favor de la recapitalización enfrenta obstáculos políticos. Las estrategias de salida deben estar claramente expresadas para ayudar a guiar a los mercados. Los bancos tienen por delante un aluvión de vencimientos en los dos próximos años, lo cual exacerba el riesgo de refinanciamiento. En vista de estas circunstancias, los programas deberán desmantelarse de manera muy paulatina, utilizando incentivos de mercado para ir diluyendo la dependencia del apoyo público.

En cuanto a la reforma fundamental, el logro de cambios profundos no debe peligrar a causa de la creciente confianza en que lo peor de la crisis ya se ha superado, el temor a perder ventajas competitivas nacionales o la preocupación de que las soluciones ideales sean técnicamente inviables. Como subraya el citado informe *GFSR*, cuatro metas merecen especial mención. Primero, es necesario ampliar y flexibilizar el perímetro de la regulación para abarcar todas las instituciones sistémicamente importantes, creando a la vez incentivos para impedir que sigan creciendo las instituciones que, por su tamaño o sus conexiones, actualmente se consideran inabandonables a la quiebra. Segundo, habrá que fomentar una disciplina de mercado eficaz, promoviendo la transparencia y la divulgación, así como la reforma de la gobernabilidad de las instituciones financieras. Tercero, los marcos macroprudenciales deben llevar a los bancos a acumular más reservas, en forma de capitalización y provisionamiento para las malas épocas en los días de bonanza. Y, cuarto, es necesario estrechar la colaboración y la coordinación internacional para abordar debidamente los retos que plantean las instituciones transfronterizas.

### **Retos a las políticas estructurales y sociales**

El aumento del desempleo constituirá un serio reto para muchas economías avanzadas y la pobreza seguirá siendo un problema para muchas economías en desarrollo. Los datos del capítulo 4 llevan a pensar que las tasas de desempleo suelen aumentar significativamente después de los shocks financieros y a mantenerse más elevadas durante muchos años. Para limitar el alcance de la destrucción de puestos de trabajo se necesitará un crecimiento salarial más lento o incluso recortes salariales para muchos trabajadores. El impacto de los ajustes necesarios en los segmentos más pobres de la fuerza laboral podría amortiguarse mediante reembolsos del impuesto sobre el ingreso o programas parecidos que limiten las repercusiones sociales de los ajustes salariales. Además, el perfeccionamiento de los programas de compaginación de demanda y oferta de empleo, formación y capacitación puede contribuir a contener la pérdida de puestos de trabajo y salarios. La pobreza podría aumentar significativamente en varias economías en desarrollo, sobre todo en África subsahariana, donde el PIB real per cápita se está contrayendo en 2009 por primera vez en una década. El apoyo ininterrumpido de los donantes de las economías avanzadas será crucial para que estas economías puedan defender los avances hacia la estabilidad macroeconómica que tanto les costó conseguir.

Nota de prensa del capítulo 3: *Fluctuaciones de precios de los activos:  
Lecciones para la política monetaria*

*Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2009

Preparada por Antonio Fatas, Prakash Kannan, Pau Rabanal y Alasdair Scott

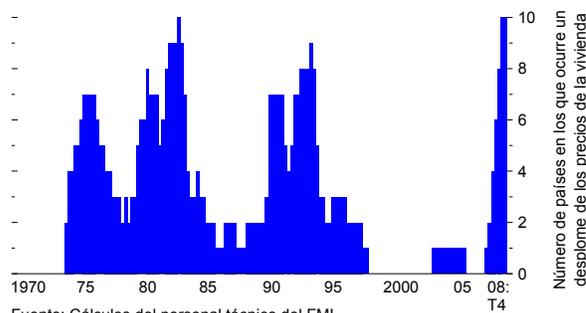
**Observaciones y conclusiones fundamentales**

- Las autoridades encargadas de la política monetaria deben prestar más atención a los riesgos macrofinancieros. Para hacerlo, deberían endurecer las condiciones monetarias antes y tomar medidas más enérgicas para tratar de evitar excesos peligrosos en los mercados de activos y crédito, aun si la inflación parece estar en general bajo control.
- En este capítulo se observa que en el pasado el desplome de los precios de los activos a menudo estuvo precedido de una rápida expansión del crédito, un deterioro de los saldos en cuenta corriente y aumentos importantes de la inversión en viviendas. Con la inflación en general bajo control, los bancos centrales dieron cabida a estos crecientes desequilibrios, elevando así el riesgo de que se produjera un desplome perjudicial.
- La ampliación del enfoque de la política monetaria será una tarea difícil. Quizá sea necesario ampliar las funciones y crear nuevos instrumentos de política. Las autoridades tendrán que evaluar los factores que impulsan los movimientos de precios de los activos y ejercer discrecionalidad a la hora de actuar para no cometer errores costosos en materia de políticas. Es fundamental que las expectativas sean realistas, dada la inherente dificultad de diferenciar los movimientos insostenibles y sostenibles de los precios de los activos.

En el capítulo se analizan los recientes desplomes de los precios de los activos con miras a extraer lecciones aplicables a la política monetaria. Se estudian los datos históricos en busca de tendencias macroeconómicas similares en los períodos previos al desplome de los precios de los activos (véase el gráfico 1); se examina el papel de la política monetaria durante las alzas que culminaron en esos desplomes, incluida la crisis más reciente; y se plantea si la política monetaria debería ir más allá de la mera

**Gráfico 1. Desplomes de precios de la vivienda**

Los desplomes de los precios de la vivienda, al igual que los de los precios de las acciones, han ocurrido con una frecuencia relativamente regular en los últimos 40 años. Ha habido varios episodios de aglomeración, en que los desplomes de los precios de la vivienda y las acciones han ocurrido simultáneamente en muchas economías.



estabilidad de la inflación de precios de los bienes, cómo lograrlo, y las ventajas y desventajas de las distintas opciones.

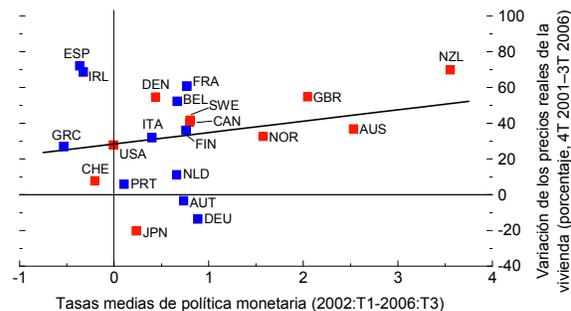
**La conclusión a la que se llega es que actual crisis no puede atribuirse exclusivamente a la política monetaria.** Según ciertos datos, algunos países aplicaron una política monetaria expansiva en los años previos a la actual crisis, pero no es probable que esa haya sido la principal causa sistémica de los auges y los desplomes consiguientes en toda la economía mundial. Las diferencias de política monetaria en los distintos países no se correlacionan bien con las diferencias en el crecimiento de los precios de la vivienda y las acciones (véase el gráfico 2).

**No obstante, hubo señales de alerta con anterioridad a la crisis actual que las autoridades monetarias podrían haber tenido en cuenta.** Los bancos centrales cumplieron su cometido: la inflación en las economías avanzadas se mantuvo dentro de una banda estrecha durante el período previo a la actual crisis. Pero los bancos centrales permitieron el relajamiento de las condiciones financieras, elevando así el riesgo de un desplome perjudicial. El crédito, la inversión como porcentaje del PIB, los déficits en cuenta corriente y los precios de los activos por lo general aumentan antes de que se desplomen estos precios, y por lo tanto son buenos indicadores anticipados de ese tipo de acontecimientos. En cambio, la inflación y el producto en general no presentan comportamientos inusuales (véase el gráfico 3).

**Por lo tanto, sería útil que las autoridades monetarias se concentraran más en evitar el desplome de los precios de los activos.** Según un análisis basado en modelos, podrían estar justificado tomar medidas inusitadamente enérgicas para reducir la volatilidad macroeconómica cuando surjan señales de recalentamiento de la economía o de burbujas en los precios del crédito o de los activos. Esto supondría endurecer con mayor

**Gráfico 2. Variaciones del precio real de la vivienda y tasas reales de política monetaria**

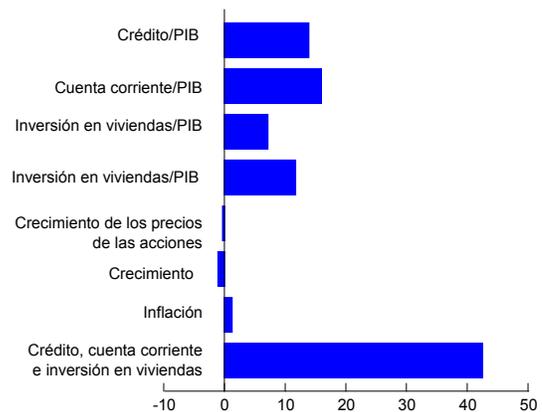
En las economías con tasas nominales de política monetaria comunes, las tasas reales más expansivas de los últimos años estuvieron vinculadas a aumentos más fuertes de los precios reales de la vivienda. En el conjunto de las diferentes economías avanzadas no se observó en los últimos años una correlación significativa entre las tasas reales de política monetaria y los precios reales de la vivienda, y en varios países los precios de la vivienda registraron alzas fuertes a pesar del carácter restrictivo de las de condiciones monetarias.



Fuentes: Autoridades nacionales; Banco de Pagos Internacionales; Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Thomson Datastream; y cálculos del personal técnico del FMI.

**Gráfico 3. Indicadores anticipados de desplomes de precios de la vivienda**

El gráfico muestra el porcentaje de veces que ocurre un desplome de uno a tres años después de que se active una alarma, en relación con la probabilidad no condicional de un desplome. En el caso de los desplomes de los precios de la vivienda desde 1985, las desviaciones importantes del crédito, la cuenta corriente y la inversión en viviendas como proporción del PIB elevan la probabilidad de un desplome inminente. El crecimiento del producto y la inflación no son buenos indicadores anticipados.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

anticipación las condiciones monetarias y tomar de medidas más enérgicas para evitar excesos peligrosos, aun si la inflación parece estar en general bajo control.

**La introducción de instrumentos “macroprudenciales” que varíen con el tiempo y específicamente creados para moderar los ciclos del mercado de crédito podría ayudar a la política monetaria.** Algunas propuestas incluyen mecanismos de “constitución dinámica de reservas”, en virtud de los cuales las instituciones financieras crearían automáticamente mayores reservas de capital conforme aumente el grado de apalancamiento; o disposiciones para que las autoridades puedan ejercer discrecionalidad con respecto a las reservas obligatorias. Para lograr una mayor eficacia, la política monetaria y los instrumentos macroprudenciales deberían determinarse de manera muy coordinada.

**Quizá sea necesario ampliar las funciones de los bancos centrales para convertir la estabilidad macrofinanciera en un objetivo explícito.** Pero las autoridades que adopten este enfoque más amplio de la política monetaria deberán explicar detenidamente la razón de las medidas que se tomen, su objetivo inmediato y la coherencia de dichas medidas con los objetivos a largo plazo de estabilidad macroeconómica y financiera.

**No obstante, hay que tener expectativas realistas en cuanto a lo que se puede lograr con estos enfoques más amplios.** Las escaladas de los precios del crédito y los activos a veces pueden estar justificadas por una evolución positiva de la productividad, y es difícil discernir a priori si los auges se deben a circunstancias positivas o negativas. Los datos empíricos demuestran que incluso los mejores indicadores de vulnerabilidad financiera son inexactos, y a veces envían señales falsas e incrementan el riesgo de que se cometan errores de política. El uso inflexible de los instrumentos de política macroprudencial podría dar lugar a errores de política, y por eso es necesaria cierta discrecionalidad.

Nota de prensa del capítulo 4: *¿Cuáles han sido los daños? Dinámica del producto a mediano plazo después de una crisis financiera*

*Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2009

Preparada por Ravi Balakrishnan, Petya Koeva Brooks, Daniel Leigh, Irina Tytell y Abdul Abiad

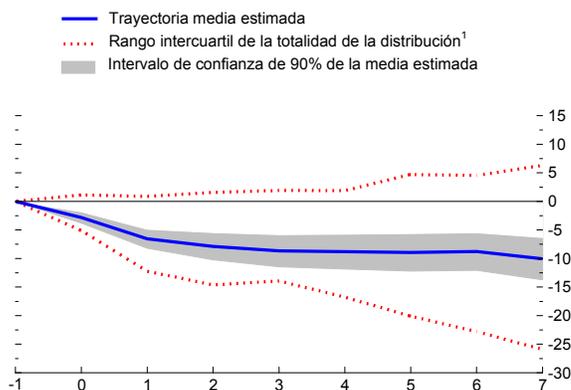
**Observaciones y conclusiones fundamentales**

- **Por lo general, las crisis bancarias tienen un impacto duradero en el nivel del producto, aunque el crecimiento termina recuperándose. La disminución del empleo, la inversión y la productividad contribuye a generar pérdidas de producto sostenidas. Sin embargo, existe una variación sustancial entre países.**
- **Las condiciones iniciales tienen gran influencia en la magnitud de la pérdida de producto efectiva. Además, la reforma estructural y el estímulo macroeconómico a corto plazo suelen estar vinculados a pérdidas de producto más pequeñas.**
- **Nuestras determinaciones sugieren que la firme respuesta de la política macroeconómica hasta el momento puede mitigar las pérdidas. La ejecución de reformas estructurales también podría ayudar a limitarlas.**

En el capítulo 4 se presentan nuevos datos sobre el desempeño del producto a mediano plazo tras crisis financieras. Se examina la dinámica del producto a mediano plazo tras 88 crisis bancarias a lo largo de las cuatro últimas décadas en una amplia variedad de países. Asimismo, se intenta explicar la variación sustancial entre los resultados a mediano plazo, en relación con las condiciones previas a la crisis y las políticas posteriores a la crisis.

En el país promedio, el nivel del producto a los siete años de la crisis todavía está alrededor de 10% por debajo de la tendencia previa a la crisis, pero existe una amplia variación de los resultados entre los distintos episodios de crisis. Este resultado es válido para las economías tanto avanzadas como emergentes. Lo alentador es que, en promedio, las crisis bancarias no parecen reducir de manera permanente el crecimiento del producto a mediano plazo, aunque en este caso las variaciones entre países también son sustanciales.

**Evolución del producto tras crisis bancarias**  
(Porcentaje de la tendencia previa a la crisis; diferencia media respecto del año  $t = -1$ ; primer año de la crisis en  $t = 0$ ; años en el eje de la abscisa)



Fuentes: Banco Mundial, *World Development Indicators*; y cálculos del personal técnico del FMI.

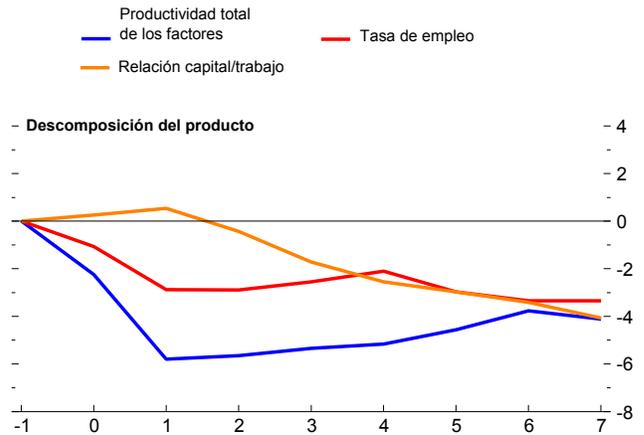
<sup>1</sup>El rango intercuartil indica el 50% central de todas las crisis.

**La trayectoria deprimida del producto después de las crisis es resultado de disminuciones, de proporción más o menos igual, de la tasa de empleo, la relación capital/trabajo y la productividad.** A corto

plazo, la pérdida de producto es imputable principalmente a la productividad total de los factores, pero el nivel de la productividad total de los factores se recupera ligeramente a mediano plazo en dirección a la tendencia previa a la crisis. El capital y el empleo, por el contrario, sufren pérdidas duraderas en relación con la tendencia, ya que la crisis suele deprimir la inversión a medida que se contrae la oferta de crédito. Además, el aumento típicamente fuerte de la tasa de desempleo efectivo tiende a persistir durante mucho tiempo, ya que la crisis implica una reasignación sustancial de la mano de obra entre sectores y las aptitudes laborales puede verse afectadas.

**Descomposición del producto**

(Porcentaje de la tendencia previa a la crisis; diferencia media respecto del año  $t = -1$ ; primer año de la crisis en  $t = 0$ ; años en el eje de la abscisa)



Fuentes: Bosworth y Collins (2003); Banco Mundial, *World Development Indicators*; y cálculos del personal técnico del FMI.

**Las condiciones iniciales ejercen una influencia fuerte en la magnitud de la pérdida de producto.** Las vicisitudes del producto a corto plazo son un predictor fidedigno de resultados a mediano plazo. Además, una proporción de inversión elevada antes de la crisis es un buen predictor de grandes pérdidas de producto a mediano plazo.

**La pérdida de producto a mediano plazo no es inevitable.** Algunos países logran evitarla y terminan superando la trayectoria previa a la crisis. Aunque la dinámica del producto después de la crisis es difícil de predecir, los datos hacen pensar que las economías que aplican un estímulo macroeconómico a corto plazo después de la crisis suelen sufrir pérdidas de producto menores a mediano plazo. Otros datos sugieren que las reformas estructurales están vinculadas a resultados a mediano plazo más favorables, aunque ciertamente no existe un modelo universal de políticas que corresponda adoptar después de una crisis.

**El análisis presenta implicaciones aleccionadoras para las perspectivas del producto a mediano plazo en las economías que hace poco sufrieron crisis bancarias.** La enérgica respuesta macroeconómica hasta el momento, en forma de estímulo fiscal y monetario sustancial, seguramente contribuirá a suavizar el impacto de la crisis en el producto. Sin embargo, las inquietudes que continúan rodeando las pérdidas ponen de relieve la importancia de implementar reformas para elevar el producto a mediano plazo y facilitar el desplazamiento de recursos entre sectores una vez superada la crisis.