

Perspectivas para la Economía Mundial

Crisis, Finanzas y Crecimiento

Sinopsis

2010

Copyright © 2010 Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial

1818 H Street NW

Washington, D.C .20433, EE.UU.

Teléfono: 202-473-1000

Internet: www.worldbank.org/perspectivas

E-mail: feedback@worldbank.org

Todos los derechos reservados

1 2 3 4 13 12 11 10

Sinopsis

La economía mundial está emergiendo de los estragos de una recesión cuya gravedad y sincronía no tienen precedente, provocada por la explosión de una burbuja financiera global. Las consecuencias de la burbuja inicial y de la crisis se han reflejado virtualmente en todas las economías, sin importar si participaron directamente en las prácticas de riesgo que precipitaron el ciclo de auge y caída. Aunque las tasas de crecimiento han aumentado, la profundidad de la recesión indica que las economías tardarán años en absorber el desempleo y la capacidad excedentaria.

Las *Perspectivas económicas mundiales* de este año examinan las consecuencias de la crisis sobre las expectativas de crecimiento a corto y mediano plazos en los países en desarrollo. El análisis concluye que la crisis y la respuesta regulatoria ante los excesos de los años recientes pueden tener efectos duraderos en los mercados financieros, lo que aumentará el costo de los préstamos y disminuirá tanto los niveles de crédito como los flujos internacionales de capital. En consecuencia, el crecimiento tendencial en los países en desarrollo podría reducirse entre 0.2 y 0.7 puntos porcentuales al año durante los próximos cinco a siete años, mientras las economías se ajustan a condiciones de mayor restricción financiera. En términos generales, el producto potencial de los países en desarrollo podría disminuir a largo plazo entre 3.4 y 8 por ciento en comparación con la trayectoria que seguía hasta antes de la crisis.

Además, el reporte señala que las condiciones de gran liquidez en la primera mitad de la década contribuyeron a la expansión del crédito disponible en los países en desarrollo, y que este crecimiento fue responsable de alrededor de 40 por ciento de la aceleración (de aproximadamente 1.5 puntos porcentuales) del ritmo al cual muchas economías de países en desarrollo podían crecer sin generar una inflación significativa.

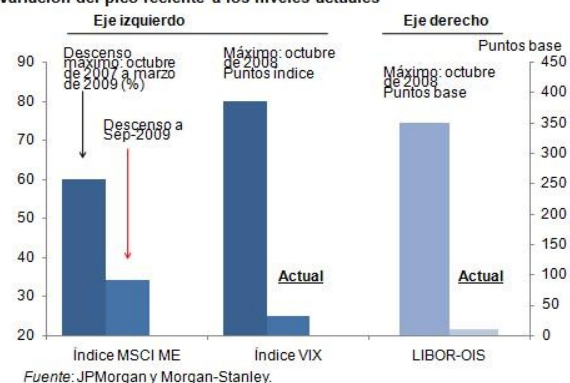
Si bien los países en desarrollo probablemente no podrán evitar la previsible astringencia de las condiciones del

financiamiento internacional, tienen un considerable margen de maniobra para reducir el costo de los empréstitos en el mercado interno o incrementar la productividad y de esa forma retomar la senda de un mayor crecimiento, de la cual se desviaron a causa de la crisis.

La fase aguda de la crisis ya pasó

Los impactos inmediatos de la crisis (incluidos el congelamiento de los mercados de crédito, la fuerte contracción de los flujos de capital y las consecuentes caídas de los mercados accionarios y del tipo de cambio) han quedado superados en buena medida. Desde marzo de 2009 los mercados bursátiles de las economías emergentes y de altos ingresos han recuperado aproximadamente la mitad del valor perdido, y las economías en desarrollo han repuntado con un poco más de fuerza que las de altos ingresos. Los réditos interbancarios han regresado a niveles normales; las primas sobre las tasas de interés de la deuda soberana en los países en desarrollo han descendido de un máximo de más de 800 puntos base a cerca de 330 y la volatilidad ha disminuido en los mercados accionarios (figura 0.1). Además, la circulación de bonos entre empresas de países de altos

Figura 0.1 Las condiciones financieras se han estabilizado
Variación del pico reciente a los niveles actuales



ingresos y gobiernos de mercados emergentes ha recuperado niveles más normales, y el tipo de cambio de la mayoría de las monedas de los países en desarrollo frente al dólar ha vuelto a los niveles previos a la crisis. No obstante, los mercados de bonos y el crédito bancario en los

países en desarrollo apenas han comenzado a reabrirse a los solicitantes de préstamos del sector privado, y el financiamiento de la banca sigue siendo muy bajo: los préstamos otorgados por consorcios bancarios a los países en desarrollo sumaron apenas 23 mil millones de dólares en 2009, contra 236 mil millones durante 2008.

La economía real también está recuperándose. La producción industrial a escala global creció a una tasa anualizada de 13 por ciento en el tercer trimestre de 2009. La reactivación, que al principio estaba concentrada en los países en desarrollo, se ha extendido a medida que se desacelera la reducción de inventarios en los países de altos ingresos y la actividad se equilibra con las tendencias de la demanda subyacente (figura O.2). Sin embargo, la actividad sigue deprimida en todo el mundo: en octubre de 2009 la producción del sector industrial aún estaba 5 por ciento debajo de los niveles máximos registrados antes de la crisis.

Figura O.2 Los acontecimientos en los países de ingreso alto han impulsado el ciclo de la producción industrial

Contribuciones al crecimiento de la producción industrial mundial (% tasa anual desestacionalizada)



Fuente: Banco Mundial.

El comercio, que al principio experimentó una fuerte caída, también está restableciéndose; en octubre las exportaciones de los países en desarrollo se expandieron a una tasa anualizada de 36 por ciento, pero el volumen del comercio mundial seguía siendo 2.5 por ciento menor al de antes de la crisis y la tasa de crecimiento tendencial era alrededor de 10 por ciento más baja que la registrada antes de la emergencia. En general, la economía global aún atraviesa por un periodo de bajo dinamismo, con desempleo aún en aumento, procesos desinflacionarios

generalizados y precios de los productos básicos entre 50 y 25 por ciento menores a los de mediados de 2008.

Recuperación débil

En general, después de caer durante dos o tres trimestres, el PIB mundial ha empezado a recuperarse y se espera un rápido crecimiento de la producción para el resto de 2009 y el primer semestre de 2010. Sin embargo, a medida que se diluya el efecto positivo de los estímulos fiscales y la rotación de inventarios la reactivación se desacelerará, en parte porque el gasto de los hogares será menos abundante y el sector bancario seguirá reestructurando sus estados financieros. Como resultado, se espera que el PIB mundial, que crecerá 2.7 por ciento en 2010 tras una caída sin precedente de 2.2 por ciento en 2009, sólo muestre un modesto avance de 3.2 por ciento en 2011 (cuadro O.1).

En los países en desarrollo también se anticipa una recuperación débil. Posiblemente la rotación de inventarios esté un poco más avanzada en Asia oriental y el Pacífico, pero hay indicios de que en China el efecto del estímulo fiscal sobre el crecimiento se está desvaneciendo (la producción industrial y el crecimiento de las importaciones en la región ya se está desacelerando). Se prevé que la producción

Cuadro 0.1 Recuperación moderada

(Variación porcentual del año anterior, salvo tasas de interés y precios de petróleo)

	2007	2008	2009 ^e	2010 ^p	2011 ^p
Mundial	3.9	1.7	-2.2	2.7	3.2
Países de ingreso alto	2.6	0.4	-3.3	1.8	2.3
Zona euro	2.7	0.5	-3.9	1.0	1.7
Japón	2.3	-1.2	-5.4	1.3	1.8
Estados Unidos	2.1	0.4	-2.5	2.5	2.7
Países en desarrollo	8.1	5.6	1.2	5.2	5.8
Asia Oriental y el Pacífico	11.4	8.0	6.8	8.1	8.2
Europa y Asia central	7.1	4.2	-6.2	2.7	3.6
América Latina y el Caribe	5.5	3.9	-2.6	3.1	3.6
Oriente Medio y Norte de África	5.9	4.3	2.9	3.7	4.4
Asia meridional	8.5	5.7	5.7	6.9	7.4
África al sur del Sahara	6.5	5.1	1.1	3.8	4.6

Partidas informativas

Países en desarrollo	2007	2008	2009 ^e	2010 ^p	2011 ^p
excluidos los países en transición	8.1	5.6	2.5	5.7	6.1
excluidos China e India	6.2	4.3	-2.2	3.3	4.0

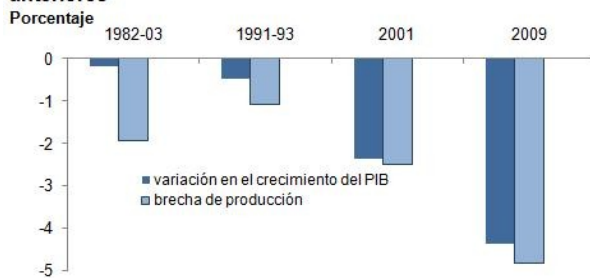
Fuente: Banco Mundial.

Nota: e = estimado; p = proyección de las tasas agregadas del crecimiento, utilizando el PIB real en dólares constantes de 2005.

repunte en prácticamente todas las demás regiones en desarrollo en el último trimestre de 2009 y en 2010, antes de aminorar el paso durante este último año para ubicarse en tasas más sostenibles. Se pronostica que el ritmo de la recuperación será sumamente lento en Europa y Asia central, debido a que el nivel de demanda de la región antes de la crisis estaba muy por arriba de su potencial y el sistema financiero resultó afectado con mayor severidad por la crisis.

El PIB combinado de los países en desarrollo crecerá alrededor de 5.2 por ciento en 2010, después de un modesto avance de 1.2 por ciento en 2009 (si se excluye a India y China, el resultado sería una caída de 2.2 por ciento), y un relativamente débil 5.8 por ciento en 2011. A pesar de que estas tasas de crecimiento son sólidas en términos comparativos, la inusual profundidad de la recesión ocasionará que la capacidad excedentaria y el desempleo sigan siendo un lastre para las economías en 2011 y que la contracción persista en algunos sectores. En términos generales, en los países en desarrollo la brecha de producción (la diferencia entre el crecimiento real del PIB y el que podría alcanzarse con la plena utilización de capital y mano de obra) seguirá siendo elevada en 2011: alrededor de 4 por ciento de la producción potencial (figura O.3).

Figura O.3 En los países en desarrollo la depresión ha sido más profunda y de base más profunda que en las recesiones anteriores



Fuente: Banco Mundial.

Nota: La variación en el crecimiento del PIB es la variación porcentual en la tasa de crecimiento del PIB de los países en desarrollo entre el año (o años) en que inició la crisis y el año anterior. La brecha de producción es la diferencia porcentual entre el PIB y el producto potencial durante el año, o años, de la crisis.

La profundidad de la recesión y la relativa debilidad de la recuperación indican que una importante capacidad excedentaria, desempleo elevado y presiones inflacionarias débiles

seguirán caracterizando por algún tiempo las economías de los países de altos ingresos y en desarrollo. Se estima que la desaceleración del crecimiento ya agudizó la pobreza y que, a causa de la crisis, alrededor de 64 millones de personas se sumarán en 2010 al grupo que subsiste con menos de 1.25 dólares al día. Además, se calcula que entre 30,000 y 50,000 niños más murieron por desnutrición en 2009 a causa de la emergencia económica (Friedman y Schady, 2009). También se anticipa que la recesión provocará una severa caída de los ingresos gubernamentales en los países pobres. Las economías elegibles para recibir créditos blandos y transferencias de la Asociación Internacional de Fomento del Banco Mundial pueden requerir entre 35 mil y 50 mil millones de dólares de fondos adicionales sólo para mantener programas en los niveles de 2008, es decir, sin destinar recursos adicionales para cubrir las nuevas demandas generadas por la crisis.

El panorama sigue ensombrecido por la incertidumbre y el desafío de reducir los estímulos

Aún hay muchas incertidumbres en torno a las perspectivas de corto plazo para los países en desarrollo. La principal es la medida en que el consumo del sector privado y la demanda de inversión responderán al repunte de la actividad económica impulsado por los estímulos fiscales y monetarios y por el ciclo de inventarios. Si la respuesta es más débil de lo previsto en el escenario de referencia o si las medidas de estímulo se eliminan demasiado pronto, la recuperación podría frenarse. Si bien una doble recesión —en el sentido de un regreso a tasas globales de crecimiento negativo— es improbable, los países en desarrollo podrían alcanzar tasas tan bajas como 5.1 por ciento en 2010 y 5.4 por ciento en 2011, y algunos llegarían a registrar crecimiento negativo en uno o más trimestres.

Un riesgo relacionado pero opuesto consiste en que los estímulos no se retiren con suficiente rapidez. En el caso de la política fiscal, los principales peligros son el incremento de la deuda y un innecesario desplazamiento del sector privado del mercado de capitales. En cuanto a la política monetaria, existe la

posibilidad de que las medidas expansionistas sigan cobrando fuerza. Esto daría lugar a una inflación excesiva en la economía mundial, crearía condiciones de liquidez similares a las que favorecieron el surgimiento de las burbujas que precipitaron la crisis, haría resurgir los desequilibrios mundiales, obligaría a aplicar en forma repentina una política mucho más restrictiva e incluso podría precipitar una segunda recesión. De hecho, en algunos países de ingresos medios el excesivo relajamiento de las políticas monetarias ya podría estar generando burbujas en los mercados locales de activos y de bienes raíces.

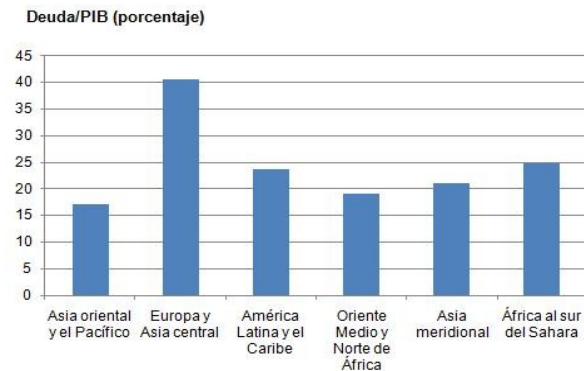
El impacto del periodo de auge sobre el potencial de los países en desarrollo

La crisis y la recesión de las cuales se está recuperando la economía mundial muestran diversas similitudes con anteriores ciclos de auge y caída. Al igual que otras grandes crisis, la actual se caracteriza por una fuerte reducción de la actividad económica luego de un largo periodo de rápida expansión del crédito —que al final resulta insostenible—, acompañada de una excesiva aceptación de riesgos por parte de las instituciones financieras.

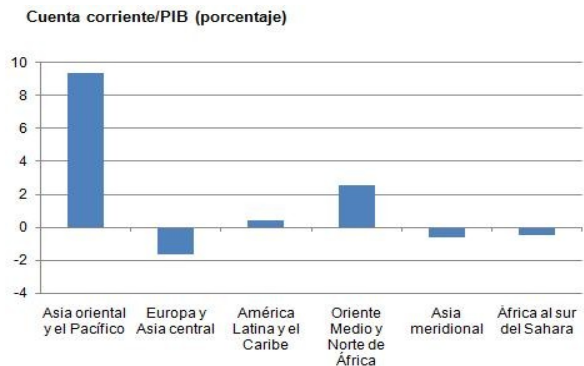
Al mismo tiempo, hay diferencias fundamentales entre la crisis actual y las anteriores. Desde una perspectiva global, la presente ha sido la depresión más grave y extendida desde 1945. Se calcula que el PIB global cayó 2.2 por ciento en 2009 y que fue la primera crisis de la posguerra en que se registró un retroceso absoluto de la producción mundial. Se prevé que para 2011 la demanda aún estará 5 por ciento por debajo del potencial de producción de la economía mundial. Esta brecha casi duplica la observada durante la segunda recesión más severa (1982-83).

Más aún, a diferencia de crisis anteriores, la actual ha golpeado con dureza a prácticamente todos los países en desarrollo, a pesar de que la mayoría —con la importante excepción de muchas economías de Europa y Asia central— no mostraban desequilibrios macroeconómicos insostenibles (figura O.4). Sin contar a Europa y Asia central, las tasas regionales de inflación eran, en promedio, de 6 por ciento o menores

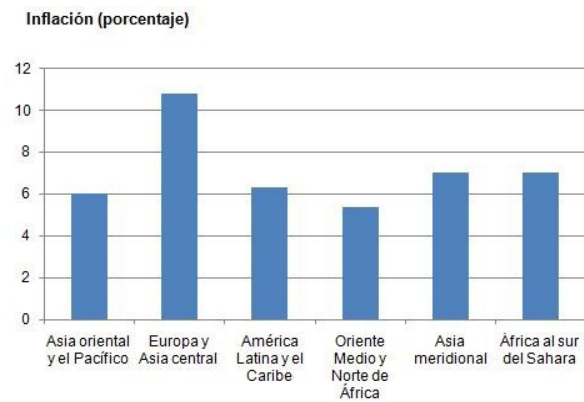
Figura O.4 Indicadores seleccionados de la estabilidad macroeconómica en los países en desarrollo, 2007



Fuente: Banco Mundial.



Fuente: Banco Mundial.



Fuente: Banco Mundial.

(muy por debajo de los niveles de dos dígitos en casi todas las regiones a principios de la década de 1990). La mayoría de los saldos regionales en cuenta corriente estaban cerca de cero o mostraban fuertes superávits, y la deuda como proporción del ingreso nacional bruto era modesta. La importancia de las políticas macroeconómicas prudentes salió a relucir

durante la crisis, pues los países con los mayores desequilibrios sufrieron las peores caídas en su producción (ver capítulo 3).

El hecho de que la fase aguda de esta crisis haya sido más profunda que en ocasiones anteriores puede tener consecuencias de largo plazo sobre el crecimiento, la productividad e incluso en la futura estructura de la economía mundial. Como el choque ha sido tan intenso y numerosos países resultaron afectados, el desempleo seguirá elevado, las competencias laborales se deteriorarán, empresas que en otras condiciones habrían permanecido sanas podrían caer en bancarota y persistirá un alto grado de desarticulación económica, con los costos que ello implica. El simple hecho de atravesar por la crisis puede tener efectos negativos persistentes sobre la productividad y la trayectoria de la economía. En algunos países, un prolongado debilitamiento de la demanda podría ocasionar la desaparición de sectores productivos enteros, no sólo de algunas empresas. Tal podría ser el caso de sectores que van a la baja. De manera similar, una recuperación asimétrica, donde el crecimiento y el dinamismo económico se concentren en una región a costa de otra, podría influir en el comportamiento de las inversiones, acentuaría las debilidades de los países rezagados y daría lugar a nuevas ventajas comparativas de las regiones más avanzadas, lo que alteraría de manera irreversible los patrones del comercio global.

Analizar la forma en que interactuarán estas fuerzas y las políticas que deberán aplicarse para responder a las nuevas circunstancias requiere un estudio a profundidad. Abordar todas las posibles consecuencias de la crisis en los países en desarrollo rebasa los alcances de esta publicación.

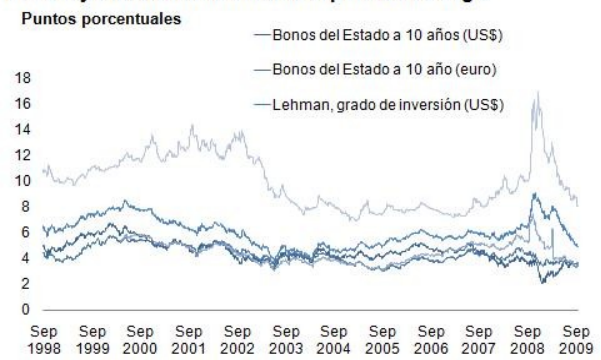
El enfoque de las siguientes páginas se concentra en las consecuencias de la crisis a mediano plazo, particularmente en los efectos que tendrán para los países en desarrollo las transformaciones del entorno financiero ocurridas en los 10 años recientes y las que se pueden esperar en los próximos cinco a 10 años. La primera parte destaca la forma en que el auge de los mercados financieros internacionales afectó las condiciones de crédito, la inversión y

las perspectivas de crecimiento de los países en desarrollo. También explica los factores que permiten identificar a los países más beneficiados en el periodo de bonanza. Luego examina la manera en que los cambios del marco regulatorio, la aversión al riesgo y el entorno político pueden afectar las condiciones de financiamiento, inversión y crecimiento en los países en desarrollo.

No todos los países se beneficiaron por igual del aumento de la liquidez

La abundancia de liquidez observada en los países de altos ingresos durante los primeros siete años del siglo XXI creó condiciones financieras favorables tanto para esas economías como para las que están en desarrollo. El uso mucho más extendido de mecanismos financieros innovadores, incluidas la bursatilización de créditos y el desarrollo de instrumentos contabilizados fuera de los balances generales, ayudó a los bancos a descargar una parte importante de sus carteras de crédito en los mercados de capital y de dinero. Efectivamente, estas innovaciones facilitaron respaldar con títulos no regulados una cartera de préstamos muy parecida a la del sector bancario tradicional, pero sin cumplir los mismos requisitos de capitalización y con un marco regulatorio mucho menos estricto. A su vez, esto contribuyó a generar un apalancamiento sin precedentes del capital social y una rápida expansión de la liquidez, lo que redujo las tasas de interés, las primas sobre los réditos y el costo del capital tanto en los países de altos ingresos como en los que están en desarrollo (figura O.5).

Figura O.5 El costo del riesgo en los países de ingresos altos cayó fuertemente durante el periodo de auge



Fuente: Datastream.

En consecuencia, los sectores bancarios y la cantidad de crédito disponible en el mercado interno crecieron rápidamente de los países en desarrollo. A escala global, el crédito del sector bancario internacional aumentó dos veces más rápido que el PIB nominal, y el volumen de capitales que ingresó a las economías de ingresos bajos y medios, mostró un fuerte repunte. En términos generales, el financiamiento del sector privado se incrementó en 5.5 por ciento del PIB; los flujos internacionales de capital como proporción del PIB se elevaron en alrededor de cinco puntos porcentuales y la capitalización de los mercados de valores aumentó el equivalente a 79 por ciento del PIB (cuadro O.2).

El auge de las inversiones estimuló el potencial de oferta de los países en desarrollo

La abundancia de liquidez favoreció un auge de las inversiones en los países en desarrollo, lo que a su vez estimuló una rápida expansión del potencial de oferta de los países de ingresos medios y bajos, pero tuvo un impacto limitado en la inflación impulsada por el precio de las mercancías en la mayoría de los países. En promedio, la inversión como proporción del PIB en los países en desarrollo se incrementó en 5.5 puntos porcentuales, en un rango que varió de 1.4 puntos porcentuales en América Latina y el

Caribe hasta 8.1 puntos porcentuales en Asia meridional.

En consecuencia, entre 2000 y 2007 la proporción entre capital y producción en los países en desarrollo fue aproximadamente 10 puntos porcentuales más alta de lo que habría sido si las tasas de inversión se hubiesen mantenido en los niveles de 2002. El aumento de los servicios de capital, favorecido por la disponibilidad de recursos adicionales, aportó durante ese periodo cerca de 40 por ciento del incremento de 1.5 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento de la producción potencial, es decir, el nivel de producción que podría alcanzarse con la plena utilización de capital y mano de obra (figura O.6 y cuadro 0.3). Si bien

Figura O.6 La reducción del costo de los empréstitos estimuló el crecimiento del producto potencial en los países en desarrollo



Fuente: Banco Mundial.

Cuadro O. 2 Distribución regional de variaciones en las condiciones de financiamiento, 2000-07

Región	Variación entre 2000 y 2007 en:				
	Costo del capital (puntos base)	Flujos de capital (porcentaje del PIB)	Capitalización del mercado bursátil (porcentaje del PIB)	Créditos al sector privado en cuentas bancarias de depósitos de dinero	Inversión
Países en desarrollo	-400	5.0	79	5.5	5.5
Países de ingreso bajo					2.3
Países de ingreso medio					5.6
Asia oriental y el Pacífico	-134	2.0	118	-10.7	5.5
Europa y Asia central	-866	12.0	60	15.7	4.9
América Latina y el Caribe	-471	2.0	40	2.2	1.4
Oriente Medio y Norte de África	269	2.0	36	6.2	5.0
Asia meridional	-142	7.0	107	14.8	8.1
África al sur del Sahara	-685	4.0	59	6.8	3.6

Fuente: Banco Mundial; Beck y Demirguc-Kunt, 2009.

Nota: Los valores regionales son simples promedios de países, con excepción de las tasas de inversión, que son promedios ponderados.

la creciente participación de nuevos capitales en el desarrollo de tecnologías innovadoras contribuyó al aumento de la productividad total en ese lapso, la aportación real de este auge al potencial de los países en desarrollo fue aún mayor.

La región de Europa y Asia central fue una excepción notoria. Pese a haber experimentado el mayor incremento en la intermediación, gran parte de los recursos adicionales se destinaron al consumo. Por ello, la inversión como porcentaje del PIB en la región aumentó apenas 4.9 por ciento, por debajo del promedio de 5.5 por ciento de todos los países en desarrollo. Además, en contraste con otras regiones, la expansión del crédito interno dio lugar a un consumo desenfrenado que generó graves desequilibrios internos y externos, los cuales derivaron en inestabilidad macroeconómica.

Las políticas económicas son fundamentales para entender las diferencias de la intermediación en distintos países

La reducción del costo de los empréstitos fue el principal factor identificable detrás del aumento de la intermediación en los países en desarrollo entre 1998 y 2008. No obstante, hay otros factores que son fundamentales para entender los diferentes niveles de intermediación en varios países (y los incrementos observados desde la década de 1980). La calidad de las instituciones

y los niveles de deuda pública explican casi por completo la diferencia de 34.5 puntos porcentuales en los promedios de intermediación entre los países en desarrollo ubicados en el primer y el último cuartiles, con base en el crédito en el mercado interno como porcentaje del PIB. En términos prácticos, este descubrimiento indica que si África al sur del Sahara mejorara la calidad de sus instituciones para ubicarlas en niveles cercanos a las de América Latina podría generar un aumento equivalente a casi 12 por ciento del PIB en las reservas de crédito interno para el sector privado, en tanto que el financiamiento internacional crecería en aproximadamente 2 por ciento del PIB.

Los países con economías relativamente abiertas, instituciones sólidas y entornos favorables a la inversión disfrutaron de los mayores aumentos de los flujos de capitales externos durante el auge. Los países ricos en recursos también consiguieron atraer capitales foráneos, debido en parte a que dichos activos funcionaron como una garantía relativamente segura que compensó en cierta medida la debilidad de sus instituciones.

Los países con buenos entornos regulatorios también lograron transformar el aumento del financiamiento en más inversión y, en consecuencia, en mayor potencial de oferta a

Cuadro O. 3 La descomposición del incremento en el crecimiento del producto potencial es atribuible a la profundización del capital

Regiones	Variación en la tasa de crecimiento del producto potencial (2003-2007 vs 1995-2003)		
	Total	Debida a la profundización del capital	Proporción debida a la profundización del capital
	(puntos porcentuales)		(porcentaje)
Países en desarrollo	1.5	0.6	40.3
Ingreso medio	1.5	0.6	39.8
Ingreso bajo	1.3	0.8	63.7
Asia oriental y el Pacífico (excluido China)	0.4	-0.1	-19.8
China	0.3	0.9	283.5
Europa y Asia central	3.1	0.6	18.7
América Latina y el Caribe	0.3	0.1	46.6
Oriente Medio y Norte de África	0.8	0.5	66.7
Asia meridional	1.4	1.1	78.5
África al sur del Sahara	1.9	1.5	79.5

Fuente: Banco Mundial.

largo plazo. Los flujos de inversión extranjera directa y el crédito interno tuvieron efectos más claros sobre la inversión y el crecimiento que los flujos de capital accionario o generadores de deuda.

El colapso del financiamiento y sus implicaciones a mediano plazo para los países en desarrollo

Los costos inmediatos de la crisis financiera han sido drásticos y desalentadores. En muchos países la fuerte contracción de la actividad económica borró las ganancias obtenidas tras varios años de crecimiento del PIB por arriba del promedio. El hecho de que una crisis provocada por el fracaso de las autoridades reguladoras de los países de altos ingresos haya tenido efectos tan graves en los países en desarrollo pudo haber generado una reacción violenta contra la liberalización financiera y comercial, particularmente entre muchos países en desarrollo que han aplicado regímenes de política fiscal más estrictos, mejoraron sus instituciones reguladoras y aplicaron políticas cambiarias más flexibles durante las décadas de 1990 y 2000. Aunque es probable que estas medidas hayan evitado que durante el periodo de auge se acumularan vulnerabilidades que habrían hecho la crisis mucho más grave, no aislaron por completo a los países en desarrollo de sus efectos.

Se vislumbran mayores restricciones crediticias, lo que implica una reducción del financiamiento

Es probable que las lecciones y efectos de la crisis transformen las políticas financieras y determinen las reacciones de los mercados en los próximos años. Más allá de la recesión global sin precedentes que ha provocado en lo inmediato, es previsible que la crisis altere de manera significativa el panorama financiero mundial durante un periodo de cinco a 10 años.

Los cambios pueden incluir:

- reglas más estrictas y de mayor alcance en los mercados financieros;
- la aplicación de normas y políticas diseñadas para aislar a los países en desarrollo de la excesiva volatilidad de

los mercados financieros;

- una creciente dependencia de la intermediación interna y mayores esfuerzos para dar profundidad a los mercados financieros regionales;
- un aumento generalizado de la aversión al riesgo, y
- dar marcha atrás a algunos de los nuevos instrumentos financieros más vinculados con la crisis financiera.

Se prevé que las reformas regulatorias en los países de altos ingresos ampliarán el rango de instituciones y actividades financieras que serán supervisadas, ampliarán los estándares para el reporte de actividades, delimitarán el uso de derivados y otros instrumentos financieros novedosos, y pondrán más atención en las relaciones interbancarias y en las actividades transfronterizas. Estos cambios, aunados a una mayor aversión al riesgo y a la necesidad de que los bancos de los países de altos ingresos reestructuren su capital, indican que la disponibilidad de activos líquidos será más escasa y costosa en los próximos años.

Posibles efectos de la escasez y la carestía del financiamiento

El efecto de las condiciones del crédito internacional sobre la disponibilidad de fondos en los países en desarrollo va mucho más allá del tradicional financiamiento de la cuenta corriente (ver abajo). En términos agregados, los países en desarrollo son acreedores netos de las economías de altos ingresos. Una vez calculados los saldos netos de los flujos transfronterizos, se observa que los países en desarrollo invirtieron una mayor proporción de sus ahorros en los países de altos ingresos de lo que éstos depositaron en los primeros entre 2000 y 2008.

Sin embargo, para muchos países que enfrentan escasez de capital, el ahorro externo sigue siendo una fuente clave de financiamiento de las inversiones. Si se excluye a China y a los exportadores de petróleo, los demás países en desarrollo son, en promedio, importadores netos de capitales. La mayoría de las 53 economías de este tipo que enfrentaron falta de financiamiento en 2009 tenían déficits en cuenta corriente

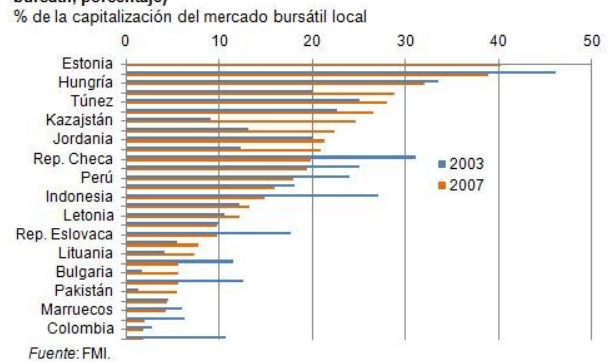
equivalentes a 5 por ciento del PIB o mayores, y los flujos de deuda neta del sector privado fueron equivalentes a cerca de 2.2 por ciento del PIB (casi la mitad del déficit), o de 0.8 por ciento si se excluye a los países de Europa y Asia central (cuadro 0.4). Para estos países, una disminución significativa del financiamiento externo podría tener graves consecuencias sobre la inversión nacional y el potencial de crecimiento a largo plazo.

A escala global, el debilitamiento y la carestía del capital también afectarán de manera indirecta las condiciones de financiamiento en los países en desarrollo al influir en los mercados financieros nacionales (variaciones en los costos y en las tasas de rendimiento de la inversión y los préstamos del exterior, mayor presión competitiva y transferencias de tecnología y conocimientos).

El endurecimiento de las normas, aunado a la transformación de muchos bancos de inversión en instituciones tradicionales, puede reducir la oferta de servicios financieros, incluida la intermediación de las emisiones de capital en los países en desarrollo (figura O.7). En los 10 años recientes, la banca de inversión de Estados Unidos tuvo una participación de 86 por ciento en el valor de las ofertas públicas iniciales de los países en desarrollo e intervino en 32 por ciento de las transacciones. La operación de los fondos de inversión colectiva y otros instrumentos permitió a inversionistas individuales e institucionales de los países de altos ingresos colocar dinero en los mercados emergentes. Si bien los competidores de los países en desarrollo pueden participar en algunas de estas actividades y es casi seguro que las empresas de los países de altos ingresos seguirán

en este negocio, es probable que las firmas de los países en desarrollo tengan menos acceso al capital. Más aún, la productividad general resultará afectada si bancos extranjeros de inversión menos dinámicos obtienen una ventaja comparativa al identificar empresas y productos con fuerte potencial en los mercados internacionales.

Figura O.7 Aportación externa en mercados accionarios emergentes seleccionados
(flujos de cartera accionaria dividida por la capitalización del mercado bursátil, porcentaje)



La aplicación de reglas más estrictas en los países de altos ingresos y la necesidad de las casas matrices de los bancos de aumentar su capitalización también pueden ser obstáculos para la participación de la banca extranjera en los países en desarrollo, lo que podría tener consecuencias negativas para el crecimiento, especialmente en los países más pobres con buenos sistemas regulatorios. Los bancos extranjeros pueden servir para canalizar el ahorro del exterior a un país en desarrollo y contribuir a incrementar la intermediación a costos más bajos al fomentar la competencia. Esto puede ser de particular importancia para los países menos desarrollados. De cualquier forma, la calidad de las instituciones nacionales también es relevante. Si las instituciones son débiles, la

Cuadro O.4 Aportación de flujos de deuda del sector privado al financiamiento externo de países en desarrollo con déficits en cuenta corriente, promedio 2003-2007

	Número de países con déficits en cuenta corriente	Déficit en cuenta corriente (% del PIB)	Flujos de deuda neta del sector privado (% del PIB)
Todos los países	53	6.3	2.2
Ingreso bajo	16	5.8	0.8
Ingreso medio bajo	20	6.1	0.8
Ingreso medio alto	17	7.1	5.3
De: ECA	8	8.5	8.1

Fuente: Banco Mundial.

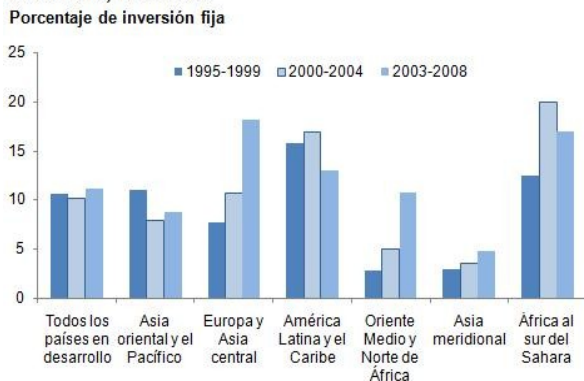
Nota: Los datos sobre los déficits en cuenta corriente y flujos de deuda son promedios simples de números de países. Excluye las economías de las islas pequeñas.

participación de los bancos extranjeros puede no influir en la intermediación y en la reducción de costos, e incluso puede tener un efecto neto desfavorable si, como ha sucedido en algunas regiones, escogen a los mejores clientes y simplemente desplazan a los bancos nacionales.

La inversión extranjera directa (IED) probablemente encontrará menos restricciones que los flujos de capital relacionados con deuda, debido al aumento de la aversión al riesgo y a la aplicación de reglas más severas. Sin embargo, las casas matrices de las empresas enfrentarán mayores costos de capital, y es probable que esto mine su capacidad para financiar proyectos individuales. En consecuencia, se prevé que los flujos de IED disminuyan de recientes niveles máximos equivalentes a 3.9 por ciento del PIB en los países en desarrollo a entre 2.8 y 3 por ciento del PIB.

Las consecuencias de este declive sobre la economía real podrían ser graves porque la inversión extranjera directa representa hasta 20 por ciento de la inversión total en África al sur del Sahara, Europa y Asia central y América Latina (figura O.8).

Figura O.8 IED como proporción de la inversión en países en desarrollo, 1995-2008



Fuente: Banco Mundial.

Desde luego, el acceso al capital extranjero no es una bendición absoluta, como lo han demostrado la crisis actual y las anteriores. Históricamente, los flujos de capital privado hacia los países en desarrollo, en especial los flujos de capital relacionados con deuda, como los créditos bancarios y las emisiones de bonos, han sido muy volátiles (figura O.9). Como estos flujos de capital pueden detenerse e incluso

revertirse de manera intempestiva, los países que se vuelven dependientes de ellos enfrentan una gran vulnerabilidad. Desde esta perspectiva, un sistema financiero global menos integrado puede ofrecer algunas ventajas si reduce la dependencia de los países en desarrollo respecto de los volátiles flujos de capital.

Figura O.9 Los flujos de deuda externa muy volátiles imponen serios desafíos macroeconómicos
Miles de millones de US\$; proporción del PIB



Fuente: Banco Mundial.

El presente ciclo de auge y crisis ofrece una lección fundamental: si bien un entorno financiero sumamente laxo contribuyó al auge del crecimiento en los países en desarrollo, esta prosperidad resultó ser insostenible, y la crisis, la pérdida de producción y la consecuente ruptura social probablemente hayan sido consecuencias inherentes e inevitables de la bonanza. Si en lo sucesivo la mejor regulación de los flujos de capital logra reducir la volatilidad y la frecuencia de los ciclos de auge y caída, los beneficios de un entorno más estable y sostenible podrían superar los costos del encarecimiento y la mayor escasez del capital (ver abajo).

Los países podrían tratar de aislarse de los mercados financieros internacionales...

Por supuesto, la intensidad con que cada país experimentará los efectos de la volatilidad en los mercados financieros y las consecuencias de este fenómeno en la economía real también dependerá de las políticas nacionales. Pese a que, en general, los países que siguieron políticas prudentes y abiertas se beneficiaron del auge y sufrieron menos en la caída, los efectos negativos de la crisis —que se extendieron a numerosos países en desarrollo que habían manejado con mucha cautela las entradas de capital durante el periodo de bonanza— pueden

motivar a las autoridades a tomar medidas adicionales para reducir la vulnerabilidad de sus economías ante la inestabilidad del entorno, que escapa a su control.

En el pasado, los países en desarrollo reaccionaron a la crisis con aumentos de reservas oficiales o impusieron controles sobre el capital a fin de reducir las consecuencias de los choques externos sobre la economía nacional. Estos mecanismos de autoaseguro pueden ser costosos. De acuerdo con algunas estimaciones, en años recientes el mantenimiento de las reservas ha costado a los países en desarrollo hasta 2 por ciento del PIB. Además, esta acumulación de fondos no necesariamente es eficaz. Por ejemplo, durante la reciente crisis se observó una escasa correlación entre la gravedad de la depresión en la economía real de los países en desarrollo y el volumen de reservas que éstos mantenían al entrar en el periodo de crisis. Esta falta de correlación no significa que las reservas no hayan ayudado a amortiguar el golpe —de hecho, los países con bajos niveles de reservas y elevados déficits en cuenta corriente estuvieron entre los más golpeados por la crisis—. Más bien indica que, después de cierto nivel, las reservas adicionales ofrecen poca protección adicional ante choques internacionales como los observados y que los países deberían evaluar cuidadosamente los costos adicionales asociados con la tenencia de reservas.

Otras estrategias aplicadas después de varias crisis han sido el control de las operaciones de capital y frenar la liberalización. Aunque estas medidas pueden disminuir el riesgo de que una economía desarrolle un nivel de endeudamiento externo que la haga vulnerable a un cambio repentino de la percepción sobre su desempeño, esto se logra a costa de los beneficios de largo plazo que podrían ofrecer las entradas de capital rechazadas (transferencias de tecnología, aumento de inversión y mayor integración en la economía global, entre otros). Además, los controles sobre las operaciones de capital con frecuencia son inútiles, en particular cuando se les usa para tratar de sostener desajustes sustanciales del tipo de cambio.

. . . y fortalecer las alternativas nacionales y regionales

Ante un sistema de financiamiento externo menos activo, las autoridades y los empresarios de los países en desarrollo pueden actuar para promover la intermediación financiera interna como alternativa a la dependencia del capital extranjero. Dada la importancia que la intermediación tiene para el desarrollo, esta estrategia ofrecería beneficios importantes a los países de ingresos medios que ya tienen estructuras financieras sólidas, al incrementar la eficacia de los intermediarios financieros nacionales mediante el aprendizaje sobre la práctica y las economías de escala.

Para los países de bajos ingresos, los efectos del debilitamiento del sistema financiero internacional a largo plazo pueden ser aún más graves. En el corto plazo, esas economías pueden resultar menos afectadas en forma directa por el aumento del costo de los empréstitos ocasionado por la crisis simplemente porque no tienen un nivel adecuado de intermediación. Sin embargo, un sistema financiero internacional debilitado podría negarles inversiones decisivas para su desarrollo, en particular porque las deficiencias de los sistemas nacionales de intermediación les impedirían compensar la escasa presencia extranjera (figura O.10).

Figura O.10 Indicadores de calidad regulatoria



Fuente: Banco Mundial, Indicadores mundiales de gobernabilidad.

De la misma forma, es probable que la crisis propicie una mayor cooperación regional, lo que fortalecería los servicios financieros al desarrollar economías de escala y facilitar la distribución de riesgos mediante la integración de fondos comunes de reserva. Esta cooperación

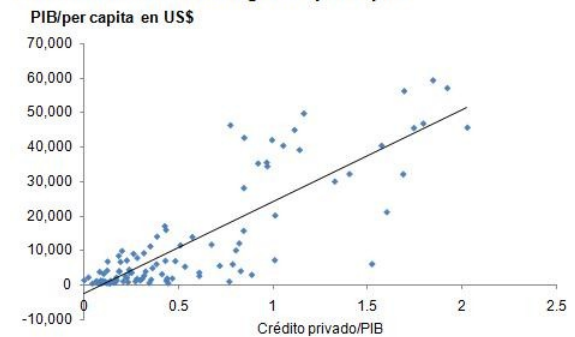
también ayudaría a consolidar los flujos financieros Sur-Sur, que sustentarían los flujos de IED hacia numerosos países en desarrollo. Con todo, el progreso de la cooperación financiera regional ha sido lento en los países en desarrollo. Además, es probable que las mayores beneficiarias de estos acuerdos sean las regiones que ya tienen sistemas financieros sólidos, como Asia meridional y el Pacífico. Los países pobres con instituciones débiles podrían resultar favorecidos si se integran con economías regionales más fuertes, pero es poco probable que la integración regional entre países con instituciones débiles genere beneficios.

El impacto del potencial de oferta de los países en el desarrollo a mediano plazo

El aumento de la aversión al riesgo, la necesidad de recapitalización de los bancos, la creciente demanda de empréstitos por parte de los gobiernos de los países de altos ingresos y el descrédito de muchas de las estrategias de manejo de riesgos que contribuyeron a incrementar la liquidez son factores que elevarán el costo de los créditos tanto en los países en desarrollo como en los de altos ingresos.

La expansión generalizada de la inversión y el crecimiento durante el periodo de auge en muchos países en desarrollo —sin haber generado presiones inflacionarias significativas o desequilibrios externos— indica que en estas economías la etapa de bonanza mitigó posibles obligaciones de capital que habrían restringido el desarrollo, aunque con el tiempo demostró ser una alternativa temporal e insostenible. Es de esperar que el necesario y deseable endurecimiento de las normas reduzca la frecuencia de los ciclos de auge y caída y genere un entorno financiero más estable para los países en desarrollo. De cualquier forma, es probable que el aumento del costo de los empréstitos provoque un descenso temporal del potencial de crecimiento de los países en desarrollo. Los servicios financieros son un factor clave para el buen funcionamiento de una economía, y el nivel de intermediación (por ejemplo, el crédito bancario interno como proporción del PIB) mantiene una estrecha relación con el desarrollo económico (figura O.11).

Figura O.11 La provisión del crédito privado está fuertemente correlacionada con los ingresos per cápita



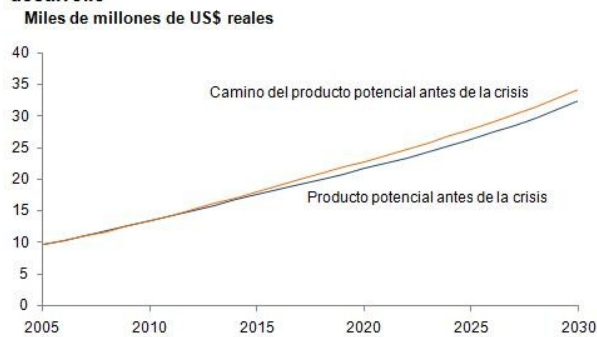
Fuente: Estadísticas financieras internacionales; Banco Mundial.

La medida en que estos cambios previstos en los mercados financieros incrementarán los costos de financiamiento en los países en desarrollo dependerá de muchos factores, entre ellos el nivel de las tasas de interés en los países de altos ingresos. Por ahora, como resultado de las medidas extraordinarias aplicadas por la Reserva Federal de Estados Unidos y otros bancos centrales, las tasas de interés de los bonos del gobierno de ese país a mediano plazo (un año) y a largo plazo (10 años) se encuentran, respectivamente, 0.4 y 3.8 puntos porcentuales —alrededor de 290 y 60 puntos base, en cada caso— por debajo de los niveles observados durante el periodo de auge. De manera similar, las primas de riesgo de los países en desarrollo han caído y parecen haberse estabilizado en niveles cercanos a los anteriores a la crisis o unos 150 puntos base por arriba de los registrados durante la bonanza. Si las tasas de interés reales en los países de altos ingresos vuelven a los niveles previos al auge y si la relación histórica entre estas tasas de referencia y los diferenciales permanece sin cambio, el costo de los empréstitos en los países en desarrollo podría incrementarse entre 110 y 220 puntos base en comparación con los niveles del periodo de expansión.

De la misma forma en que el descenso de los costos de financiamiento durante los primeros años de esta década estuvo asociado con el acelerado repunte de la inversión y de las tasas de crecimiento potencial, el actual incremento del costo de los préstamos tenderá a reducir las tasas de inversión, lo que resultará en menores niveles de producción potencial. Es de esperar que, en respuesta al aumento de los costos de

capital, las empresas utilicen menos recursos financieros y más mano de obra y recursos naturales por unidad producida; así, en el conjunto de la economía los cocientes capital/producto e inversión/PIB irán a la baja. Durante el periodo de transición hacia un menor uso de capital como proporción del producto, la tasa de crecimiento del producto potencial podría desacelerarse entre 0.2 y 0.7 puntos porcentuales, después de haber alcanzado un promedio de 6.2 por ciento durante el periodo 2003-2007 (figura O.12). A largo plazo, a menos que intervengan otros factores (sobre todo mejores políticas internas), la sustitución del uso intensivo de capital podría disminuir el potencial de oferta de los países en desarrollo entre 3 y 5 por ciento, aunque la proporción podría llegar a 8 por ciento.

Figura O.12 Los costos más altos de los empréstitos causan una disminución permanente del PIB en los países en desarrollo



Fuente: Banco Mundial.

Los países en desarrollo pueden mitigar los efectos del debilitamiento internacional

Aunque es poco lo que pueden hacer los países en desarrollo para evitar un deterioro de las condiciones mundiales de financiamiento, no deben asumir una actitud pasiva. Hay mucho que hacer para mitigar los efectos de la restricción crediticia, por ejemplo, reducir los costos de la intermediación interna mediante el fortalecimiento de las instituciones locales o con un mayor crecimiento de la productividad a largo plazo.

La ineficiencia de los sectores financieros nacionales, derivada de la corrupción, la debilidad de los organismos reguladores, la escasa protección de los derechos de propiedad y las excesivas restricciones a la competencia,

puede ocasionar que los costos de los empréstitos en los países en desarrollo sean hasta mil puntos base más altos que en los países de altos ingresos (la diferencia sería aún mayor si se toman en cuenta los costos generados por la tendencia a la informalidad).

Por lo anterior, el fortalecimiento de las políticas y las instituciones que regulan el sector financiero puede tener un impacto significativo para estimular la intermediación financiera interna y compensar cualquier impacto negativo derivado del aumento de las primas de riesgo a escala global. Las proyecciones indican que si los países en desarrollo siguen mejorando sus políticas y otros aspectos básicos, de tal forma que sus diferenciales entre tasas de interés bajen en promedio 25 puntos base al año, podrían contrarrestar sobradamente los efectos de la crisis financiera, generar un crecimiento de 13 por ciento en el producto potencial a largo plazo, así como aumentar la tasa de crecimiento potencial en cerca de 0.3 por ciento para 2020.

Los esfuerzos para aumentar la intermediación financiera interna deberían concentrarse en consolidar las instituciones, no en discriminar el capital extranjero. Desalentar el capital externo, especialmente en países con marcos regulatorios limitados o escasa capacidad para hacer que se cumpla la ley, puede tener efectos contraproducentes al obligar a las empresas a depender de fuentes de financiamiento interno más costosas e incluso reducir el nivel general de intermediación. Suprimir el capital externo también puede mermar el acceso de las empresas a nueva tecnología, experiencia profesional y contactos con los mercados internacionales.

Conclusión

Las condiciones financieras internacionales durante el periodo de auge eran insostenibles y derivaron en una crisis extremadamente destructiva y costosa de la que apenas está recuperándose la economía global. Al mismo tiempo, demostraron que si los países en desarrollo tienen acceso a menores costos de capital son capaces de mantener tasas de crecimiento significativamente mayores sin generar tasas más elevadas de inflación.

A mediano plazo los costos internacionales de capital serán más altos que durante el periodo de auge. En consecuencia, el potencial de crecimiento de los países en desarrollo seguirá muy por debajo de los elevados niveles observados recientemente, lo que quizás sea frustrante para muchos países. Aunque es recomendable aplicar reformas prudenciales que disminuyan la vulnerabilidad de las economías nacionales a algunas de las variedades más volátiles del capital internacional, los responsables de la toma de decisiones no deben perder de vista los beneficios que ofrecen la apertura financiera y el perfeccionamiento de la intermediación.

No es deseable ni posible reproducir el entorno internacional inestable e insostenible que caracterizó el periodo de auge. Sin embargo, el ahorro interno en los países en desarrollo ofrece un enorme potencial de crecimiento en espera de ser aprovechado mediante reformas orientadas a consolidar y hacer crecer la intermediación local. Aunque esas reformas tardarán algún tiempo en rendir frutos a largo plazo pueden lograr que los países en desarrollo retomen la senda de tasas elevadas de crecimiento, de la cual se desviaron a causa de la crisis.

Referencias bibliográficas

- Beck, Thorsten, y Asli Demirgüç-Kunt. 2009. "Financial Institutions and Markets across Countries and over Time: Data and Analysis". Documento de trabajo sobre investigación política 4943. Banco Mundial, Washington, DC.
- Friedman, Jed, y Norbert Schady. 2009. "How Many More Infants Are Likely to Die in Africa as a Result of the Global Financial Crisis?" Documento de trabajo sobre investigación política 5023. Banco Mundial, Washington, DC.