



Impacto diferenciado

*Pelin Berkmen, Gastón Gelós, Robert Rennhack
y James P. Walsh*

LA crisis financiera originada en las economías avanzadas asestó un golpe al crecimiento del resto del mundo durante 2008–09. Algunos países, sin embargo, no lo sufrieron tanto como otros. ¿Se debió su relativa inmunidad a un grado diferente de apertura comercial o financiera, de vulnerabilidad subyacente a factores externos o de solidez de las políticas económicas?

Para responder ese interrogante, se analizó la revisión de los pronósticos de crecimiento del producto bruto interno (PBI) antes y después de la crisis en una muestra de 40 mercados emergentes y otra de 126 países en desarrollo (que incluía mercados emergentes). Luego se evaluó la importancia de una amplia gama de factores que podrían explicar la diferente magnitud de esas correcciones. Esta metodología hace innecesario controlar el efecto de las diferencias de la tasa de crecimiento atribuibles a diferentes niveles de desarrollo o posiciones cíclicas, o el de otros factores no relacionados con el impacto de la crisis, y además permite incorporar los efectos a corto plazo esperados de las políticas. Se utilizaron proyecciones

de analistas privados de *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) para calcular la variación de las proyecciones de crecimiento para 2009 entre enero-junio de 2009 y enero-junio de 2008, así como las variaciones de los pronósticos de crecimiento de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI.

Las correcciones al crecimiento previsto para 2009 oscilan entre -18% y $-1,5\%$. La mayor caída corresponde a los países de Europa oriental y de Asia central, mientras que los efectos en América Latina fueron mucho menores (véase el gráfico 1). Los países con sistemas financieros internos más apalancados y un aumento más rápido del crédito al sector privado tendieron a sufrir mayores revisiones a la baja. La flexibilidad del tipo de cambio claramente contribuyó a amortiguar el impacto del shock, registrándose resultados significativamente peores en los países con una paridad cambiaria fija.

Cómo se habría propagado la crisis

La crisis puede haberse propagado desde las economías avanzadas al resto del mundo por

Por qué la crisis golpeó más a unos países que a otros

diversas vías, como los *vínculos comerciales y financieros*. Asimismo, los países con *vulnerabilidades* —importante déficit de cuenta corriente, alto endeudamiento, bajo nivel de reservas o fuerte aumento del crédito— quizás hayan sido más proclives a sentir los efectos de la recesión mundial que los que aplicaban *políticas* eficaces, como un tipo de cambio flexible, una posición fiscal sólida o un marco institucional creíble.

En los 40 mercados emergentes analizados, los *factores financieros* parecen haber influido de manera clave en la magnitud de la corrección del crecimiento. En particular, los que experimentaron un fuerte auge del crédito eran más vulnera-

bles a la desaceleración: el apalancamiento, medido como la razón entre créditos y depósitos, y el incremento acumulado del crédito resultan significativos como variables explicativas en diversas especificaciones. Los resultados indican que, si los países del cuartil más apalancado de la muestra (siendo el apalancamiento medio igual al 185% del PIB) hubieran tenido las mismas tasas de apalancamiento que los del cuartil menos apalancado (83%), la corrección habría sido, en promedio, 4,1 puntos porcentuales más pequeña. El efecto es solo ligeramente menor en el caso del aumento del crédito: si en el cuarto que representan los países de más rápido incremento acumulado del crédito (de casi 350% en promedio), el ritmo de aumento hubiera sido igual al de los países en el cuartil de aumento más lento (una tasa media de solo 14%), la corrección del crecimiento previsto habría sido 3,3 puntos porcentuales menor (véase el gráfico 2).

Los países con *tipos de cambio más flexibles* tendieron a sufrir menores correcciones del crecimiento esperado, mientras que, en su mayor parte, las revisiones a la baja fueron mayores (en promedio, superiores a 2 puntos porcentuales) en aquellos con paridad cambiaria fija.

El *saldo de reservas de divisas internacionales* —medido como proporción del PIB, las exportaciones o la deuda a corto plazo— no tuvo un efecto estadísticamente significativo en las correcciones del crecimiento. Este resultado es similar al observado por Blanchard (2009), lo que indicaría que quizás el valor de las reservas internacionales disminuye fuertemente una vez que las reservas crecen por encima de un nivel considerado suficiente como protección contra los riesgos. De hecho, varios de los países cuyas proyecciones de crecimiento sufrieron las mayores correcciones, particularmente de Europa central y oriental, tenían un nivel de reservas internacionales similar al de algunos de los países menos afectados de Europa y América Latina.

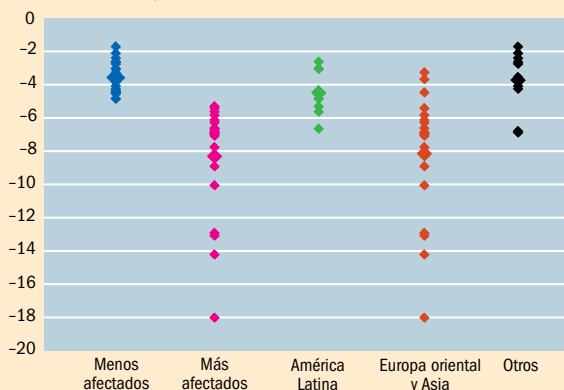
Respecto de la *política fiscal*, surgen evidencias —algo menos concluyentes— de que la brecha fiscal primaria (la diferencia entre el saldo primario real y el que permitiría mantener constante la deuda pública como porcentaje del PIB) se vincula

Gráfico 1

Corrección a la baja

La recesión mundial obligó a corregir los pronósticos de crecimiento para la mayoría de los países. América Latina tuvo mejores resultados que Europa oriental y Asia central.

(corrección, porcentaje)



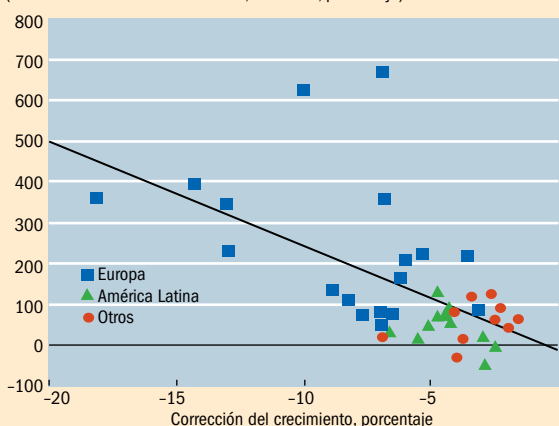
Fuente: Cálculos de los autores basados en *Consensus Economics*.

Gráfico 2

Aumento del crédito

En general, los países con un rápido aumento del crédito sufrieron correcciones mucho más pronunciadas de las proyecciones del producto que aquellos donde el crédito creció menos.

(incremento acumulado del crédito, 2005-07, porcentaje)



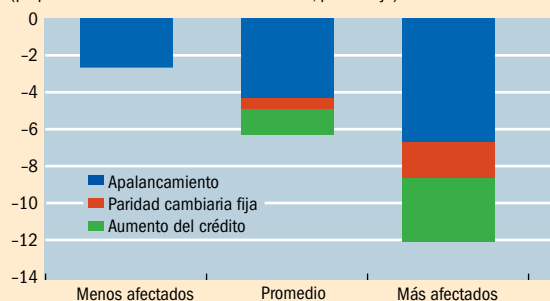
Fuentes: Cálculos de los autores basados en *Consensus Economics*; y FMI, *International Financial Statistics*.

Gráfico 3

El problema es el endeudamiento

El apalancamiento explica virtualmente toda la corrección del crecimiento en los países menos afectados, dos tercios en el país promedio y aproximadamente la mitad en los más afectados.

(proporción de la corrección del crecimiento, porcentaje)



Fuente: Cálculos de los autores.

positivamente con una mejor evolución del crecimiento. Esto reafirma la noción de que los países que aplicaban políticas fiscales prudentes antes de la crisis mundial eran menos proclives a sufrir crisis de confianza y más aptos para adoptar medidas de estímulo durante el declive económico.

Vínculos comerciales

También se utilizaron datos de *Perspectivas de la economía mundial* (de cobertura más amplia que *Consensus Forecasts*) para examinar las correcciones de las proyecciones del crecimiento respecto de 126 economías en desarrollo (que incluían mercados emergentes) y analizar si otros canales, como los vínculos comerciales, fueron un factor importante en un conjunto más amplio de países.

El canal del comercio es importante en esta muestra, aunque no en el caso de los mercados emergentes. Si bien el grado de apertura comercial no sería decisivo, la composición del comercio sí marca una diferencia significativa. En particular, la proporción de materias primas en las exportaciones totales coincide con menores revisiones a la baja del crecimiento esperado. El porcentaje de las manufacturas en las exportaciones totales se correlaciona con un peor desempeño del crecimiento en todos los países en desarrollo, como ya se señaló en la edición de *Perspectivas Regionales* de 2009 correspondiente a Asia y el Pacífico. Esta observación respaldaría la idea de que los países que exportan bienes manufacturados a las economías avanzadas han sido severamente afectados por la menor demanda en estos mercados, mientras que a los exportadores de alimentos parece haberles ido mejor.

Los resultados indican, en general, que la transmisión de los shocks a los países con menos vínculos financieros con el mundo (como las economías de bajo ingreso) tiende a ocurrir predominantemente por la vía del comercio, mientras que el canal financiero es más relevante en los países que tienen vínculos financieros estrechos con las economías avanzadas, donde se originó la crisis. La fuerte caída de la financiación del comercio al final de 2008 claramente afectó a casi todas las economías: las avanzadas, de mercados emergentes y en desarrollo.

Lecciones de política económica

En los países de mercados emergentes, el shock parece haberse transmitido principalmente a través de los canales financieros, especialmente el rápido aumento del crédito y el alto apalancamiento, al tiempo que la paridad cambiaria fija agravó los daños. El apalancamiento explica virtualmente toda la corrección del crecimiento en los países menos afectados por la crisis, aproximadamente dos tercios de la registrada por el país promedio y poco más de la mitad de la correspondiente a los países más afectados (véase el gráfico 3). El aumento del crédito explica una porción significativa de la corrección del crecimiento del país promedio así como de los más afectados. Ninguno de los países menos afectados tenía una paridad cambiaria fija, mientras que la falta de flexibilidad del tipo de cambio explica una parte sustancial de la corrección del crecimiento de los países más afectados. Hay asimismo cierta evidencia de que los vínculos comerciales incidieron en

la transmisión de la crisis, especialmente entre los países en desarrollo no considerados como mercados emergentes.

De este intento de explicar por qué algunos países en desarrollo y de mercados emergentes atravesaron la crisis mejor que otros surgen algunas posibles lecciones para la política macroeconómica:

- La flexibilidad del tipo de cambio es crucial para aminorar el impacto de los grandes shocks.
- La regulación prudencial y la supervisión deben apuntar a impedir la acumulación de factores de vulnerabilidad vinculados con los auges crediticios, como un excesivo apalancamiento bancario.
- Algunos datos —menos contundentes— respaldarían la idea de que mantener una sólida posición fiscal durante épocas favorables permite a los países enfrentar los shocks, como los generados por la crisis mundial, con políticas anticíclicas.

Los resultados de este estudio son de carácter preliminar, por lo que se necesitará avanzar más en la investigación para comprender cabalmente el efecto de las respuestas de política macroeconómica y otros factores institucionales y estructurales en la duración de las recesiones en cada país y en la velocidad y magnitud de la recuperación del crecimiento. ■

Pelin Berkmen es Economista y James P. Walsh es Economista Principal del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI; Gastón Gelós es Representante Residente del FMI en Argentina y Uruguay, y Robert Rennhack es Subdirector del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI.

Este artículo se basa en IMF Working Paper 09/280, "The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact".

Referencias:

- Blanchard, Olivier, 2009, "Global Liquidity Provision", presentación realizada en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina, 31 de agosto.
- Consensus Economics, Consensus Forecasts (diversas ediciones).
- Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la economía mundial, diversas ediciones (Washington).
- , 2009, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (Washington, mayo).



La librería del FMI en Internet

Visite la nueva librería del FMI en Internet: www.imfbookstore.org.