



Repercusiones de la crisis

Las crisis de los mercados financieros en Estados Unidos y el Reino Unido tuvieron repercusiones en el resto del mundo que explican la sincronización de la desaceleración mundial

Procesamiento de trigo australiano para exportación.

Trung Bui y Tamim Bayoumi

LA reciente crisis mundial —la más profunda y generalizada desde los años treinta— ha vuelto a centrar la atención en los efectos de contagio entre países. ¿Se debió la sincronización de la desaceleración mundial a la magnitud y características de los problemas financieros? Si antes de la crisis se hubiese previsto el alcance del desplome financiero en Estados Unidos (y el Reino Unido), ¿habríamos pronosticado una desaceleración mundial sincronizada? Hay buenos motivos para pensar que sí.

Identificación de los efectos de contagio

Comprender los ciclos económicos internacionales nunca ha sido fácil. Sabemos que las recesiones y las reactivaciones de los países están vinculadas entre sí, sobre todo con el ciclo económico en Estados Unidos; pero no es fácil discernir si los shocks mundiales (como las alzas del petróleo) explican el ciclo económico de Estados Unidos, o si los shocks en Estados Unidos (por ejemplo, derivados de la política monetaria) determinan la evolución de la economía mundial. El conocido dicho “Cuando la economía de Estados Unidos estornuda, el resto del mundo se resfría” implica una relación causal entre Estados Unidos y el resto de la economía internacional que, estadísticamente, ha sido difícil de comprobar.

Además, desenredar la telaraña de los ciclos económicos mundiales exige un análisis detenido de la importancia relativa de los vínculos más importantes en el comercio, los mercados financieros y los precios de las materias primas. Aunque el volumen del comercio mundial se ha triplicado en las últimas dos décadas, y el de los flujos financieros transfronterizos se ha multiplicado por nueve, los economistas no han podido diferenciar entre estos distintos cauces posiblemente interrelacionados. Es evidente que la crisis reciente comenzó en el sec-

tor financiero de Estados Unidos. ¿Es tal la importancia de las interrelaciones financieras como para que controlen los cauces comerciales convencionales entre las principales regiones de economías avanzadas?

En un artículo reciente (Bayoumi y Bui, 2010) que amplía el estudio de Bayoumi y Swiston (2009) se examinan las repercusiones que tiene la tasa de crecimiento del PIB real entre las regiones económicas más avanzadas: Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y la zona del euro. A efectos de construir un modelo mundial de shocks, incluimos un agregado de países industriales más pequeños, cuyo comportamiento podría posiblemente atribuirse a shocks mundiales. Empleamos datos de principios de los años setenta hasta fines de 2007 para cuantificar la magnitud de los efectos entre estas regiones y conocer los cauces por los que operan. Lamentablemente, el período examinado no nos permitió utilizar datos de muchos mercados emergentes, incluida China. Además, la zona del euro como tal se formó a fines de los noventa, pero durante la totalidad del período de la muestra el núcleo de países europeos continentales siguió su largo proceso de integración económica.

Utilizamos una metodología innovadora para conocer la dirección de causalidad mediante la comparación de la gravedad de los shocks entre los países a lo largo del tiempo con la vinculación entre esos países (Rigobon, 2003). En otras palabras: si, por ejemplo, los shocks en Estados Unidos son más pronunciados que los de Japón y, simultáneamente, se estrecha el vínculo entre el crecimiento de Estados Unidos y el de Japón, suponemos que el efecto de contagio se produce de Estados Unidos hacia Japón (por lógica, un shock mayor en Estados Unidos se traduce en una mayor correlación observada). Basándonos en una gama de posibles cambios en el comportamiento de los países, estimamos el grado de incertidumbre asociado con la dirección de

causalidad detectada. En el enfoque tradicional, en cambio, esta cuestión se examina adoptando supuestos acerca de la dirección de causalidad, en lugar de estimarla a partir de los datos. Según nuestro estudio, los datos no confirman los supuestos simplistas del enfoque tradicional. Además, las fuentes de los efectos de contagio pueden descomponerse por cauces, utilizando variables que representan los posibles canales del ciclo (la contribución de las exportaciones a las tasas de crecimiento de Estados Unidos, Japón y la zona del euro para medir los vínculos comerciales; la variación de las cotizaciones bursátiles, del rendimiento de los bonos y de las tasas de interés a corto plazo en estas regiones para medir los vínculos financieros, y los precios del petróleo y las materias primas no combustibles, para los vínculos que se producen por la vía de las materias primas).

Efectos entre países: Dirección y magnitud

Calculamos la magnitud de los efectos de contagio sobre otras regiones de un shock de un 1% del PIB real de Estados Unidos, Japón, el Reino Unido, la zona del euro y el resto del mundo (gráfico 1). En el panel superior, que indica el impacto en esas regiones de un shock del PIB real de Estados Unidos de un 1%, se constata que los shocks de Estados Unidos tienen repercusiones significativas a corto plazo que se acumulan con el tiempo. Dos años más tarde, un shock de esa magnitud incrementa el PIB real de esas regiones entre 0,4 y 1 punto porcentual, un efecto significativo si recordamos que en Estados Unidos la proporción entre el comercio exterior y el comercio total es menor que en otros países. En general, los efectos de contagio son estadísticamente significativos, incluso cuando se tiene en cuenta la incertidumbre en torno a la dirección de causalidad entre las regiones.

Los efectos que se originan en la zona del euro tienden al comienzo a ser de magnitud similar a los que proceden de Estados Unidos, pero disminuyen hasta volverse insignificantes (el grupo que engloba al resto del mundo es una excepción). Los efectos originados en Japón hacia otras regiones suelen ser leves e insignificantes, lo que coincide en general con el efecto mínimo que tuvo sobre el crecimiento mundial la “década perdida” de Japón en los noventa. Los efectos correspondientes a las dos regiones restantes son significativos y se vuelven más pronunciados con el tiempo, pero son de signo opuesto. Con el tiempo, un shock positivo del PIB real del Reino Unido eleva el producto en otros países (excluido el resto en mundo). Curiosamente, el efecto sobre la economía de la zona del euro, que es mucho más grande, aumenta a lo largo del tiempo en forma constante. Por lo tanto, aunque los efectos a corto plazo tienden a originarse en la zona del euro y a propagarse hacia el Reino Unido, a largo plazo sucede exactamente lo contrario. Por último, un mayor producto del resto del mundo tiende a ocasionar una menor actividad en las otras regiones principales.

La explicación es intuitiva. Obsérvese que las dos regiones con grandes centros financieros tienen efectos de contagio que se intensifican gradualmente. Estos son más pronunciados en el caso de Estados Unidos, que ejerce una función más importante en los mercados financieros mundiales y cuya economía es más grande que la del Reino Unido. En cambio, los efectos de contagio de la zona del euro, cuyos vínculos con las otras regiones son, sobre todo, comerciales, disminuyen con el tiem-

po; en Japón, con una apertura al comercio exterior menor que la de la zona del euro y una limitada presencia como centro financiero, los desbordamientos son pequeños.

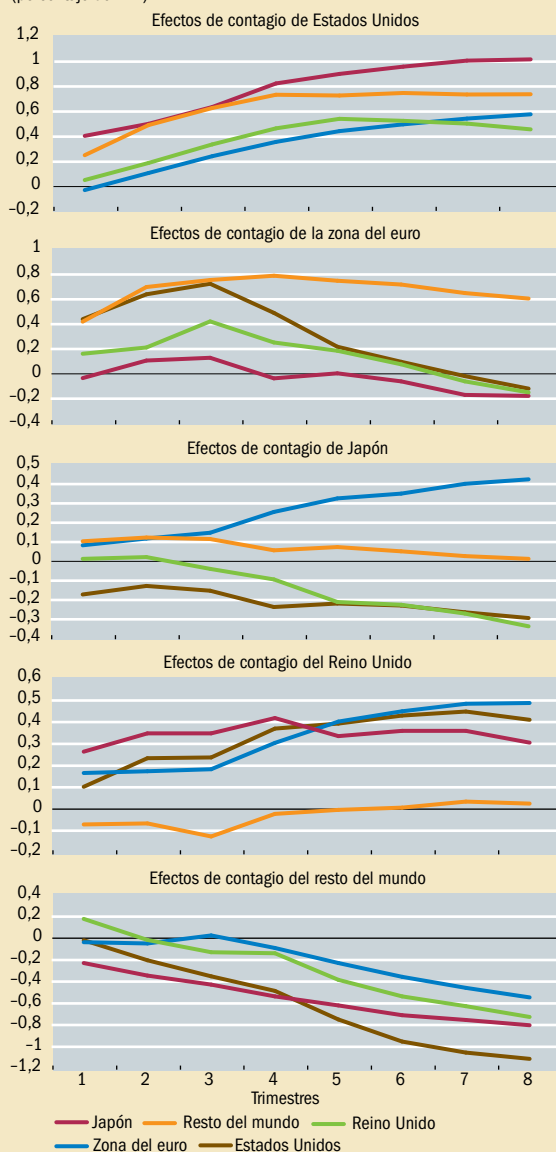
Los efectos de contagio del resto del mundo (que incluye productores de materias primas, como Australia, Canadá y Nueva Zelanda) parecen obedecer principalmente a los shocks por la vía de las materias primas. Esto explicaría por qué los shocks positivos sobre el PIB real del resto del mundo tienen efectos negativos en otras regiones. Asimismo, explica por qué la magnitud de los efectos positivos de otras regiones sobre el resto del

Gráfico 1

Factores del ciclo económico

Los efectos de contagio de Estados Unidos y el Reino Unido aumentan gradualmente con el tiempo.

(porcentaje del PIB)



Fuente: Bayoumi y Bui (2010).

Nota: Efecto de contagio sobre todas las demás regiones durante dos años posteriores a un shock del 1% del PIB real.

mundo corresponde aproximadamente al tamaño relativo de esas regiones en la economía mundial y, por lo tanto, su peso en la demanda de materias primas: los efectos derivados son más pronunciados en el caso de Estados Unidos y la zona del euro, pero mínimos en el Reino Unido. En resumen, los shocks financieros de Estados Unidos y el Reino Unido, junto con los imprevistos en el mercado de materias primas, parecen explicar el ciclo económico mundial, en tanto que la zona del euro y Japón desempeñan una función relativamente menor.

Examinamos la validez de esta interpretación de dos formas. Primero, observamos que explica la “gran moderación”, la generalizada caída de la volatilidad macroeconómica en muchas economías avanzadas en los años ochenta. Cuando analizamos los resultados de la primera y segunda mitad de la muestra, la disminución de la magnitud de los shocks de Estados Unidos y el Reino Unido es mucho mayor que la de las otras regiones. Esto parece indicar que la “Gran moderación” se debió principalmente a shocks más pequeños en las dos economías con grandes centros financieros y que esto proporcionó un entorno más estable para el resto del mundo.

Origen de los efectos de contagio

En nuestra segunda prueba examinamos las fuentes de los efectos de contagio para saber si apoyan nuestros supuestos de que los vínculos financieros son relativamente grandes en Estados Unidos y el Reino Unido, y en el resto del mundo lo son los vínculos de las materias primas. Los resultados de este análisis se indican en el gráfico 2. El tamaño de cada barra representa la magnitud media de los efectos de contagio (durante dos años) de cada región; un 0,5% para Estados Unidos, 0,4% para el resto del mundo, una cifra algo menor para la zona del euro y el Reino Unido, y una cifra insignificante para Japón. La zona del euro es un punto de referencia útil porque sus efectos de contagio financieros, comerciales y atribuibles a los precios de las materias primas son de magnitud similar. En Estados Unidos, en cambio, y sobre todo en el Reino Unido, predominan factores del mercado financiero; en el resto del mundo tienen mayor

peso factores relacionados con las materias primas. Esta forma de identificar los vínculos se basa en un enfoque totalmente diferente del que se emplea para estimar la magnitud de los efectos de contagio, y corrobora en forma significativa nuestra hipótesis inicial de que los efectos que tienen origen en Estados Unidos y el Reino Unido son principalmente de tipo financiero, en tanto que los del resto del mundo se producen principalmente a través de los mercados de las materias primas.

Explicación de la crisis reciente

Nuestros resultados ayudan a explicar el carácter mundial del auge de los años 2000 y la gravedad de la consiguiente desaceleración mundial. Una serie de shocks positivos en Estados Unidos y el Reino Unido (y los mercados internacionales) provocó un auge financiero cuyos efectos impulsaron el crecimiento en todas las principales economías avanzadas. No obstante, este auge sembró las semillas de su propia destrucción; entre otras formas, a través de alzas sincronizadas de las materias primas. Cuando los excesos financieros del mercado de la vivienda en Estados Unidos empezaron a reducirse a fines del 2007, y poco después hicieron eclosión la crisis del mercado de la vivienda en el Reino Unido y la crisis financiera mundial, estos shocks terminaron arrastrando a las economías avanzadas pese a la masiva intervención monetaria y fiscal en esos países. Esto confirma nuestra premisa: los vínculos financieros son importantes y los shocks financieros que emanan de Estados Unidos y el Reino Unido tienen grandes repercusiones para el resto de la economía mundial.

No podemos, sin embargo, explicar todos los fenómenos observados durante la crisis. La insólita sincronización de la recesión se debió en gran medida al pánico financiero que siguió a la quiebra de Lehman Brothers, y a la súbita y consiguiente contracción del gasto en bienes de consumo duraderos y de inversión que, a su vez, tuvo breves, pero acusadas repercusiones comerciales (Kose, Otrok y Prasad, 2010). No obstante, los mercados emergentes vinculados a las economías avanzadas principalmente a través del comercio están registrando un rápido repunte; la reactivación en las economías avanzadas, cuyos vínculos financieros son mucho más extensos, está resultando más lenta y dolorosa. ■

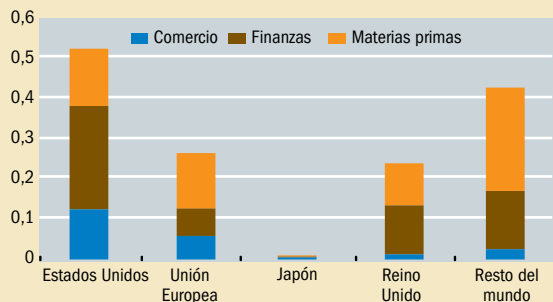
Trung Bui es Oficial de Investigación y Tamim Bayoumi es Asesor Principal en el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

Gráfico 2

Vínculos financieros

Los efectos de contagio de Estados Unidos y el Reino Unido son en gran medida financieros; en el resto del mundo, predominan los que operan a través de las materias primas.

(porcentaje del PIB)



Fuente: Bayoumi y Bui (2010).

Nota: Contribución a los efectos de contagio promedio durante dos años después de un shock en todas las demás regiones de un 1% del PIB real de cada país.

Referencias:

- Bayoumi, Tamim, y Andrew Swiston, 2009, “Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers across Industrial Countries”, *IMF Staff Papers*, vol. 56, No. 2, págs. 353–83.
- Bayoumi, Tamim, y Trung Bui, 2010, “Deconstructing the International Business Cycle: Why Does a U.S. Sneeze Give the Rest of the World a Cold?”, de próxima publicación como *IMF Working Paper* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok y Eswar Prasad, 2008, “¿Cuánto desacoplamiento? ¿Cuánta convergencia?”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 45, No. 2, págs. 36–40.
- Rigobon, Roberto, 2003, “Identification through Heteroskedasticity”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, No. 4, págs. 772–92.