

DESACELERACIÓN DEL CAPITAL

A partir de 2010 se contrajo el crecimiento de la inversión en las economías de mercados emergentes y en desarrollo

M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge y Lei Sandy Ye

El crecimiento de la inversión en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se redujo sensiblemente a partir de la crisis financiera mundial, de 10% anual en 2010 a menos de 3,5% en 2016. Si bien hace poco tiempo hubo indicios de una reactivación, en los últimos tres años, el crecimiento de la inversión pública y privada ha sido no solo muy inferior a la tasa media de dos dígitos previa a la crisis sino también inferior a su promedio a largo plazo.

Además, la debilidad de la inversión ha sido generalizada. En 2016, el crecimiento de la inversión fue inferior al promedio a largo plazo en más del 60% de las economías de mercados emergentes y en desarrollo (conformando el número más alto de países con crecimiento aletargado en los últimos 25 años fuera del período de recesión mundial en 2009) (véase el gráfico 1). La debilidad persistió a pesar de grandes necesidades de inversión insatisfechas y se transparenta en componentes privados y públicos de la inversión.

La desaceleración ha sido más pronunciada entre las economías grandes del llamado grupo de países BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) y los exportadores de productos básicos. Entre 2010 y 2016, el crecimiento de la inversión disminuyó de 13% a 4% en los países del grupo BRICS y de aproximadamente 7% a 0,1% en las economías de mercados emergentes y en desarrollo que exportan productos básicos y no pertenecen al grupo. China representó prácticamente un tercio de la desaceleración total del crecimiento de la inversión en estas economías durante este período, y Brasil y Rusia, otro tercio. La desaceleración sostenida del crecimiento de la inversión en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se contrapone con su recuperación

parcial en las economías avanzadas tras la crisis financiera mundial. El crecimiento de la inversión en las economías avanzadas promedió 2,1% entre 2010 y 2015. En 2014, retomó su tasa de crecimiento media a largo plazo, a un nivel bastante próximo al imperante antes de la crisis.

¿Por qué ocurre la desaceleración?

La desaceleración de la inversión refleja diversos factores que compensan excepcionalmente condiciones de financiamiento benignas, como costos de los empréstitos a un nivel bajo sin precedentes, amplia liquidez de los mercados financieros y, en algunos países, un alza en el crédito privado nacional al sector privado no financiero. Sin embargo, muchos vientos en contra compensan los beneficios de estos costos de financiación históricamente bajos hasta finales de 2016, como perspectivas de actividad económica desalentadora y crecimiento débil, así como una caída marcada en los precios de las exportaciones frente a los precios de las importaciones (es decir, un empeoramiento en la relación de intercambio) para los exportadores de productos básicos, corrientes de capital aletargadas y volátiles, acumulación rápida de deuda privada y episodios de incertidumbre en las políticas de las principales economías en situación difícil.

Calculamos la importancia relativa de estos factores internos y externos como explicación del crecimiento de la inversión.

Factores adversos en el mediano plazo: A diferencia de las economías avanzadas, el crecimiento aletargado del producto representó solo una pequeña fracción de la desaceleración en la economía media de los mercados emergentes o en desarrollo.



Los shocks en la relación de intercambio fueron más importantes para los exportadores de petróleo; para los importadores de productos básicos, la afluencia aletargada de inversión extranjera directa (en la que los extranjeros son titulares), así como las cargas de la deuda privada y el riesgo político para muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, desempeñaron una función fundamental. Para los exportadores de petróleo, en promedio, el shock en la relación de intercambio originada por la caída del precio del petróleo a partir de 2014 representó cerca de la mitad de la desaceleración del crecimiento de la inversión. Para el importador medio de productos básicos, la afluencia aletargada de inversión extranjera directa representó más de la mitad de la desaceleración en el crecimiento de la inversión.

Las relaciones deuda/PIB del sector privado han afectado indebidamente a la inversión: los beneficios de la mayor disponibilidad de servicios financieros (profundización financiera) para la inversión se contrarrestan cada vez más con los efectos perjudiciales del excedente de deuda. Tras la crisis, la reducción de la deuda en varias economías de mercados emergentes y en desarrollo importadoras de productos básicos eliminó algunos de estos obstáculos al crecimiento de la inversión. Por el contrario, en varios exportadores de productos básicos ajenos al sector energético, la deuda privada alta frustró la inversión. Cerca de 10% de la desaceleración en el crecimiento de la inversión en economías de mercados emergentes y en desarrollo desde 2011 sería atribuible al riesgo político creciente.

Más incertidumbre: Dos formas de incertidumbre mundial y específica del país son frenos fundamentales a la inversión: incertidumbre en los mercados financieros e incertidumbre en la política macroeconómica. La incertidumbre en la política interna frena el crecimiento de la inversión local; la incertidumbre en los mercados financieros mundiales y la incertidumbre en las políticas, como en la Unión Europea (en particular entre las

economías de mercados emergentes y en desarrollo de Europa), han pesado en la inversión de manera más generalizada.

La incertidumbre en los mercados financieros, según mediciones del índice VIX (con el que se sigue la evolución de la volatilidad en el índice de Standard & Poor de 500 acciones), es una variable clave para explicar la vía de la inversión en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, especialmente cuando el índice crece en forma sostenida. Por ejemplo, un aumento de 10% en el VIX reduciría marcadamente el crecimiento de la inversión (cerca de 0,6 punto porcentual en un año) en estas economías.

Todo retroceso del crecimiento a su vez pone en peligro las metas mundiales de reducción de la pobreza.

Los episodios de incertidumbre en cuanto a las políticas en la Unión Europea, en especial durante la crisis de la zona del euro entre 2010 y 2012, incidieron en socios económicos cercanos. Por ejemplo, la incertidumbre en cuanto a las políticas aumentó profundamente durante los cuatro meses que culminaron en septiembre de 2011 (en el pico de la crisis de la zona del euro). Este tipo de aumento rápido de la incertidumbre seguramente redujo la inversión, sin duda en las economías de mercados emergentes y en desarrollo de Europa y Asia Central. Además de estos efectos de contagio internacionales, a la debilidad de la inversión en economías grandes de mercados emergentes y en desarrollo se sumó la incertidumbre interna.

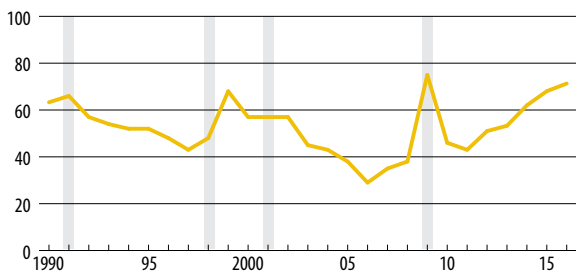
Efectos de contagio negativos de las grandes economías: El crecimiento débil en Estados Unidos y en la zona del euro frustró las expectativas repetidamente en los últimos siete años.

Gráfico 1

Inferior al promedio

El crecimiento de la inversión en las economías de mercados emergentes y en desarrollo ha sido bajo en los últimos tres años.

(Participación de las economías de mercados emergentes y en desarrollo con crecimiento de la inversión inferior al promedio a largo plazo, porcentaje)



Fuentes: Haver Analytics; FMI; Oxford Economics; y Banco Mundial, Indicadores del desarrollo mundial.

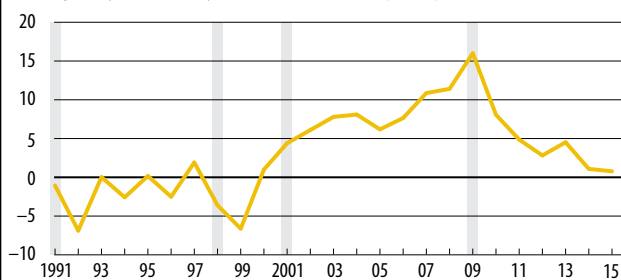
Nota: Los promedios a largo plazo son específicos de los países para 1990 a 2008. Los datos para 2016 son estimaciones. Las áreas sombreadas representan recesiones y contracciones mundiales.

Gráfico 2

Desvanecimiento de la inversión

Entre 2009 y 2015 se desvaneció el crecimiento de la inversión per cápita de las economías de mercados emergentes y en desarrollo que superaba ampliamente al de las economías avanzadas.

(Diferencia entre el crecimiento de la inversión per cápita en economías de mercados emergentes y en desarrollo y en economías avanzadas, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Mundial.

Nota: Promedios ponderados de la diferencia entre tasas reales de crecimiento de la inversión en economías de mercados emergentes y en desarrollo y en economías avanzadas. Las áreas sombreadas representan recesiones y contracciones mundiales.

A la luz del tamaño mismo de estas economías y de su grado de integración comercial y financiera con el resto del mundo, una desaceleración de su crecimiento empeora marcadamente las perspectivas de crecimiento para las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

El crecimiento débil del producto en Estados Unidos y la zona del euro pesó sobre el crecimiento de la inversión en las economías de mercados emergentes y en desarrollo: una disminución de un punto porcentual en el crecimiento del producto de Estados Unidos redujo al año siguiente el crecimiento medio del producto en las

economías de mercados emergentes y en desarrollo cerca de 0,8 punto porcentual, y una disminución de la misma magnitud en el crecimiento del producto en la zona del euro tuvo un efecto similar, cerca de 1,3 puntos porcentuales en un año. El crecimiento de la inversión en las economías de mercados emergentes y en desarrollo tuvo una respuesta prácticamente dos veces superior (2,1 puntos porcentuales), al igual que el crecimiento del producto.

La desaceleración en China atribuible a las políticas y el reequilibramiento que favorece el consumo en vez de la inversión también perjudicó el crecimiento del producto en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Dado que China es actualmente el socio comercial más grande de muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, la desaceleración del crecimiento de su producto e inversión pesó sobre el crecimiento.

Por ejemplo, en el lapso de un año, una disminución de 1 punto porcentual en el crecimiento del producto de China estuvo acompañada por una disminución cercana a 0,5 punto porcentual en el crecimiento del producto en otras economías de mercados emergentes y en desarrollo importadoras de productos básicos y una disminución de 1 punto porcentual en el crecimiento del producto en exportadores de productos básicos de economías de mercados emergentes y en desarrollo. Habida cuenta de que gran parte de la inversión de China requiere de muchos recursos, al no favorecer la inversión, el reequilibramiento ha sido más perjudicial para las economías de mercados emergentes y en desarrollo exportadoras de productos básicos.

Efecto en las perspectivas de crecimiento

Tras la crisis, la desaceleración del crecimiento de la inversión a partir de niveles elevados sin precedente antes de la crisis podría tener implicaciones duraderas para el crecimiento a largo plazo. Con la desaceleración de la tasa de acumulación de capital, un período prolongado de crecimiento débil de la inversión puede retrotraer el crecimiento potencial del producto en economías de mercados emergentes y en desarrollo durante años. En 2009, la diferencia rondaba los 15 puntos porcentuales entre el crecimiento de la inversión per cápita en las economías de mercados emergentes y en desarrollo y las economías avanzadas. En 2015, la diferencia era prácticamente nula, la más baja desde principios del siglo XXI (véase el gráfico 2). Dado que el crecimiento es una de las maneras más poderosas de reducir la pobreza, todo retroceso en el crecimiento a su vez pone en peligro las metas mundiales de reducción de la pobreza.

El crecimiento débil de la inversión se traduce en un crecimiento más lento de la productividad total de los factores (la parte del crecimiento económico no atribuible a aumentos en insumos de trabajo y capital y que refleja cambios tecnológicos y de eficiencia), además de la desaceleración en la acumulación de capital. El motivo es que la inversión suele ser fundamental para la incorporación de tecnologías nuevas potenciadoras de la productividad. La desaceleración de la productividad fue más

pronunciada en las economías de mercados emergentes y en desarrollo exportadoras de productos básicos y en las que tuvieron el crecimiento de la inversión más lento. El crecimiento más débil de la productividad total de los factores se refleja también en un crecimiento más lento de la productividad laboral (producto por hora trabajada): el factor determinante clave del crecimiento salarial real a largo plazo (después de la inflación) y del crecimiento del ingreso de los hogares.

Reactivación de la inversión

Muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo tienen grandes necesidades de inversión insatisfechas (Kose, *et al.*, 2017). Algunos de estos países carecen de los medios para mantenerse al mismo ritmo de la urbanización acelerada y las demandas cambiantes para los trabajadores. Asimismo, se requiere de inversión para facilitar la transición que se aparta del crecimiento impulsado por recursos naturales (en exportadores de productos básicos) o de sectores que no participan del comercio exterior (en algunos importadores de productos básicos) y opta por fuentes de crecimiento más sostenibles.

Los encargados de formular la política económica pueden impulsar la inversión directamente mediante la inversión pública e indirectamente mediante el fomento de la inversión privada, incluida la inversión extranjera directa, y la incorporación de

Muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo tienen grandes necesidades de inversión insatisfechas.

medidas para mejorar las perspectivas generales de crecimiento y el clima de negocios. Si se hiciera directamente con mayor inversión pública en infraestructura y trabajadores se ayudaría a aumentar la demanda en el corto plazo, incrementar el producto potencial en el largo plazo y mejorar el entorno para la inversión privada y el comercio. La inversión pública también ayudaría a cerrar las brechas de ingresos, según se procura con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas y, en condiciones ideales, podría estimular la inversión privada (véase el gráfico 3).

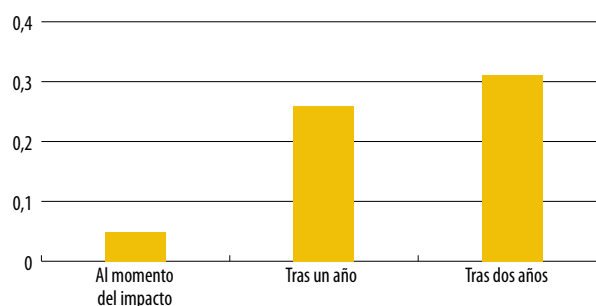
Indirectamente, las políticas macroeconómicas pueden fomentar la inversión productiva, por ejemplo, al garantizar la estabilidad macroeconómica y mejorar las perspectivas de crecimiento a corto y largo plazo. El uso más eficaz de políticas fiscales y monetarias diseñadas para contrarrestar la desaceleración o disminución del crecimiento también puede propiciar la inversión privada indirectamente, al fortalecer el crecimiento del producto, en especial en economías de mercados emergentes y en desarrollo exportadoras de productos básicos. Sin embargo, estas políticas pueden ser menos eficaces si los gobiernos carecen de los

Gráfico 3

Reactivación de la economía

La inversión pública puede estimular la inversión privada.

(Aumento en la inversión privada tras un crecimiento de 1% en la inversión pública, variación con respecto al escenario base, puntos porcentuales)



Fuentes: FMI; fuentes nacionales, y Kose *et al.*, 2017. "Weakness in Investment Growth: Causes, Implications, and Policy Responses". Policy Research Working Paper 7990, Banco Mundial. Washington, DC.

Nota: Las respuestas acumuladas de la inversión privada debido a un shock positivo a la inversión pública se basan en una muestra de ocho economías de mercados emergentes y en desarrollo entre el primer trimestre de 1998 y el segundo trimestre de 2016. Las barras representan los valores de la mediana.

recursos para aumentar el gasto o reducir los impuestos, o si el crecimiento del producto es débil por la necesidad de adaptarse a una disminución permanente en los ingresos provenientes de las exportaciones de productos básicos.

A fin de aumentar el crecimiento de la inversión de forma sostenible, estas políticas deben apoyarse en reformas estructurales que propicien inversiones nacionales privadas e inversiones extranjeras directas. Estas reformas podrían abarcar varios ámbitos. Por ejemplo, barreras más bajas al ingreso de empresas y costos iniciales inferiores se traducen en una mayor rentabilidad para las empresas actuales y mayores beneficios derivados de la inversión extranjera directa para la inversión nacional. Las reformas para reducir las barreras comerciales fomentan la inversión extranjera directa y la inversión total. Las reformas al gobierno societario y el sector financiero mejoran la asignación de capital en firmas y sectores, mientras que derechos de propiedad más sólidos propician la inversión societaria e inmobiliaria. Estas políticas deben complementarse con iniciativas que favorezcan la transparencia mediante métodos más eficientes para la presentación de información financiera. **FD**

M. AYHAN KOSE es Director, **FRANZISKA L. OHNSORGE**, Economista Principal y **LEI SANDYYE**, Economista, todos en el Grupo de Análisis de las Perspectivas de Desarrollo Económico, Oficina del Vicepresidente, Banco Mundial.

Referencia:

Kose, Ayhan, *et al.* 2017. "Weakness in Investment Growth: Causes, Implications, and Policy Responses". Policy Research Working Paper 7990, Banco Mundial. Washington, DC.