

**NOTA DE PRENSA DEL CAPÍTULO 3: ¿BAILANDO JUNTOS? EFECTOS DE CONTAGIO, SHOCKS
COMUNES Y EL PAPEL DE LOS VÍNCULOS FINANCIEROS Y COMERCIALES**
Perspectivas de la economía mundial, octubre de 2013

**Preparada por Abdul Abiad (jefe del equipo), Davide Furceri, Sebnem Kalemli-Ozcan
y Andrea Pescatori**

Observaciones fundamentales

- La crisis financiera internacional provocó un aumento sin precedentes de la sincronización del producto. Pero al igual que en episodios anteriores, ese aumento no perduró. Desde 2010, los comovimientos del producto a nivel mundial han vuelto a acercarse a niveles más normales a pesar de la turbulencia en Europa.
- La mayor parte del aumento de la sincronización ocurrido en 2009 se debe a shocks comunes, como un pánico mundial o las señales de alerta. Los vínculos financieros tradicionales también contribuyeron a la transmisión internacional de las tensiones, pero en menor medida.
- Las principales lecciones para las autoridades son las siguientes:
 - Los shocks financieros fuertes son los que más preocupan: Los aumentos bruscos y grandes de la sincronización del producto a menudo ocurren durante crisis financieras.
 - ¡El tamaño sí importa! Los efectos de contagio de Estados Unidos siguen siendo los más importantes desde una perspectiva internacional, si bien la zona del euro, China y Japón son importantes fuentes de efectos de contagio dentro de sus respectivas regiones.
 - Los shocks vinculados a la política monetaria estadounidense se transmiten por medio de las tasas de interés, y afectan a los países cuya moneda está vinculada al dólar de EE.UU. más que a otras economías.
 - La opinión convencional de que la globalización financiera *necesariamente* incrementa el comovimiento del producto entre países *no es cierta* hasta que estalla una crisis: en épocas de normalidad, los vínculos financieros facilitan la asignación eficiente de recursos, encauzando el capital hacia donde es más productivo.
 - La importancia de los shocks comunes como causa de colapsos sincronizados del producto sugiere que la coordinación de las políticas puede resultar beneficiosa tanto en el terreno financiero como en el fiscal.

El aumento de los comovimientos del producto durante la Gran Recesión no tuvo precedentes, pero fue pasajero. Durante lo peor de la crisis financiera internacional, las economías del mundo actuaron en unísono como nunca lo habían hecho en los últimos tiempos. Las correlaciones de las tasas de crecimiento del PIB, que habían sido pequeñas en los años previos a la crisis, aumentaron drásticamente en 2007–09 (gráfico 1). Este mayor comovimiento no estuvo limitado a las economías avanzadas, sino que se observó en todas las regiones geográficas. Sin embargo, ese aumento resultó ser pasajero, y desde 2010 los comovimientos del producto han vuelto a acercarse a los niveles previos a la crisis, a pesar de la turbulencia en Europa.

Los vínculos tradicionales, como los financieros y los comerciales, no pueden dar cuenta completamente de los aumentos bruscos y fuertes de los comovimientos del producto. Durante la crisis financiera internacional, los vínculos comerciales contribuyeron poco a la propagación de la crisis entre un país y otro. Si bien los vínculos financieros contribuyeron a la transmisión internacional de la tensión financiera, fueron otros los factores que actuaron como un shock común e influyeron mucho más en el aumento de la sincronización del producto. Entre estos cabe mencionar el pánico mundial, el recrudecimiento de la incertidumbre y las “señales de alerta” que alteraron la percepción de los inversionistas en cuanto a los riesgos y las rentabilidades.

Durante las crisis financieras suelen ocurrir aumentos bruscos y fuertes de las correlaciones regionales e internacionales del producto. Aunque golpean a los países en forma individual, los shocks financieros a menudo actúan como shocks comunes que tienden a incrementar drásticamente los comovimientos del producto a escala regional o mundial (gráfico 2). Cuando la crisis ocurre en una economía como la de Estados Unidos —que es grande, y a la vez es un centro financiero internacional—, los efectos en la sincronización internacional del producto pueden ser desproporcionadamente fuertes.

Durante los años de crisis de 2007–09, los shocks financieros de Estados Unidos generaron efectos de contagio de una magnitud aproximadamente cuatro veces mayor que en otros períodos. Por ende, en términos de efectos en el producto, la crisis financiera internacional fue mucho más fuerte de lo que habría predicho la magnitud del shock financiero estadounidense que la originó. Esto corrobora la conjetura de que hubo otros factores no observables que desempeñaron un papel importante, como un pánico mundial o un shock a las expectativas autovalidado.

La magnitud de los efectos de contagio depende de la naturaleza del shock y de la solidez de los vínculos con la economía donde este se originó. Por ejemplo, mientras que un endurecimiento de la política fiscal de Estados Unidos o de la zona del euro afecta principalmente a países que tienen vínculos comerciales más fuertes con estas economías, el efecto de la normalización de las tasas de interés de Estados Unidos afecta más que nada a países cuya moneda está vinculada al dólar de EE.UU., a través de las tasas de interés

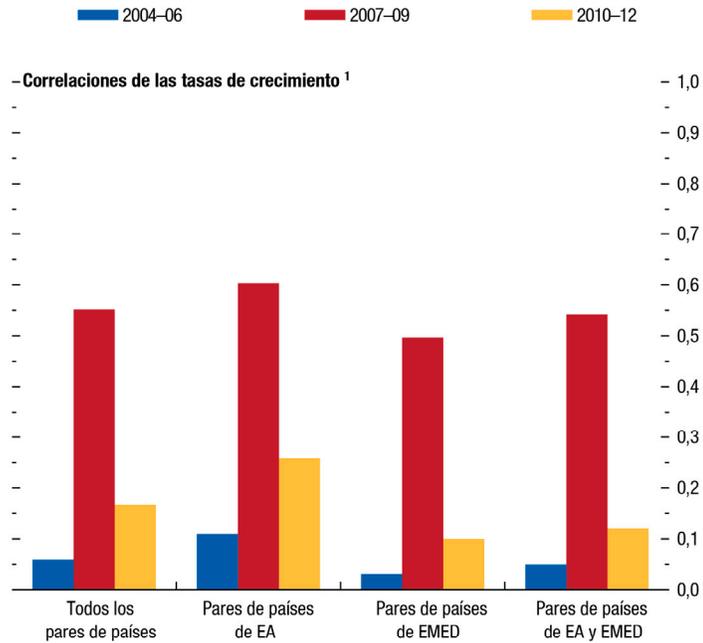
(gráfico 3). Por el contrario, en los países con un régimen de flotación libre, el tipo de cambio actúa como amortiguador.

La opinión convencional de que la globalización financiera *necesariamente* incrementa el comovimiento del producto entre países no es cierta hasta que estalla una crisis. Si bien los vínculos financieros transmiten tensiones financieras entre países, en épocas de normalidad cuando predominan los shocks de oferta y demanda real, los vínculos financieros facilitan una asignación internacional eficiente del capital, encauzándolo hacia donde es más productivo. La clave está en conservar los beneficios de la mayor integración financiera y alejar al mismo tiempo los riesgos que esta conlleva mediante una mejor supervisión prudencial, lo cual se logra entre otras cosas afianzando la coordinación y colaboración en materia de políticas.

La coordinación de las políticas puede resultar beneficiosa durante colapsos sincronizados del producto. Por ejemplo, durante pánicos mundiales, el suministro coordinado de liquidez es un elemento esencial de la respuesta a la crisis, y la coordinación de la política fiscal puede evitar que los países pongan en marcha un estímulo insuficiente (aprovechándose del de los demás) o excesivo (si los demás se aprovechan), ya que al actuar en unísono la magnitud del estímulo fiscal que cada país necesita es menor.

Gráfico 1. Evolución de los comovimientos del producto; 2004–12

Los comovimientos del producto, medidos ya sea por las correlaciones del crecimiento o por las correlaciones del producto sin tendencia, aumentaron drásticamente en lo peor de la crisis financiera internacional de 2007–09, pero se redujeron drásticamente en los últimos años.



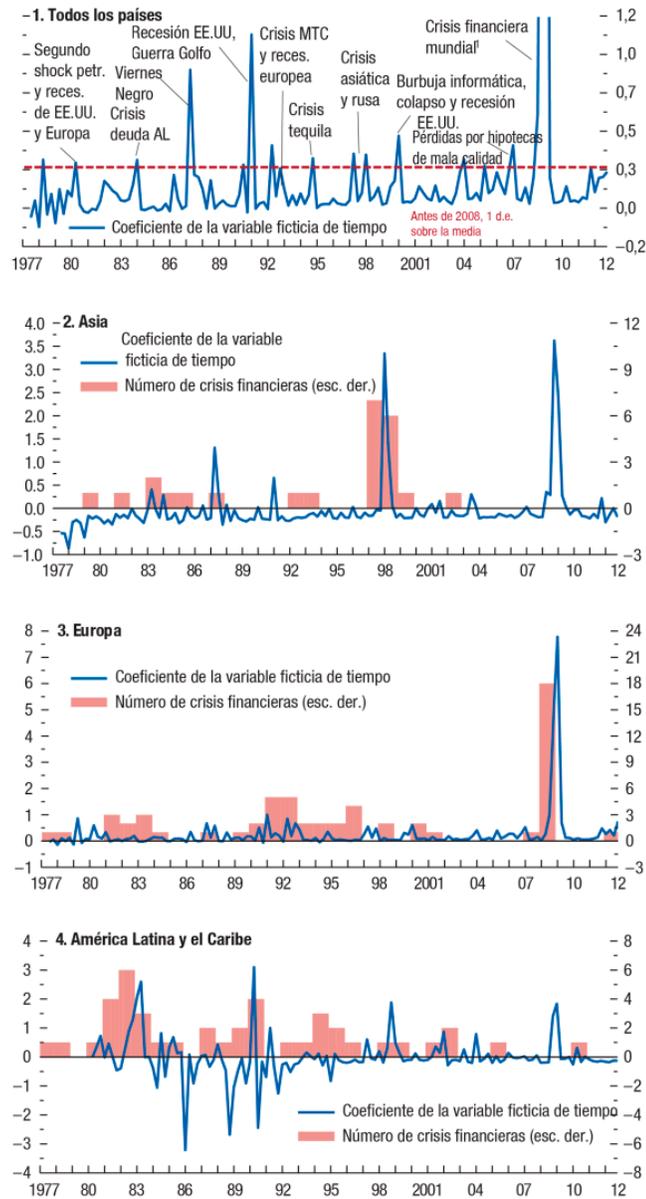
Fuentes: Haver Analytics; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La muestra incluye 34 economías avanzadas y 29 economías de mercados emergentes y en desarrollo. EA = economías avanzadas, pares de países; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo, pares de países; EA y EMED = economías avanzadas y economías de mercados emergentes y en desarrollo, pares de países. Véanse en el apéndice 3.1 los grupos de países.

¹ Promedio simple de correlaciones por pares de tasas trimestrales de crecimiento del PIB.

Gráfico 2. ¿Qué hay detrás de los “shocks comunes”?

Los aumentos bruscos del comovimiento a nivel mundial corresponden a sucesos mundiales bien documentados, como shocks petroleros, shocks financieros y recesiones en las grandes economías avanzadas. Los comovimientos del producto a escala regional confirman la importancia de las crisis financieras en el aumento de la sincronización del producto.



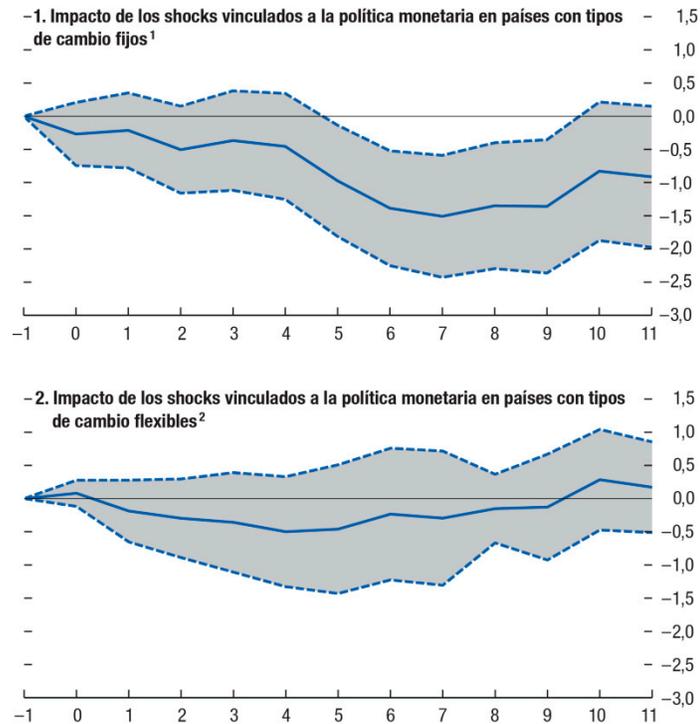
Fuentes: Laeven y Valencia (2012), y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: d.e. = desviación estándar; AL = América Latina; MTC = mecanismo de tipo de cambio. Las líneas azules representan las variables ficticias de tiempo de una regresión de cuasicorrelaciones instantáneas con variables ficticias de pares de países y tiempo. Las recesiones de Estados Unidos y la zona del euro están tomadas de la Oficina Nacional de Investigación Económica y el Centro de Investigación en Economía y Política, respectivamente. Las crisis financieras incluyen crisis monetarias, crisis de deuda y crisis bancarias sistémicas y están tomadas de Laeven y Valencia (2012); si un país tiene más de un tipo de crisis en un año determinado (p. ej., monetaria y bancaria), se las cuenta como una crisis.

El efecto fijo en el tiempo es más de 5 en 2008:T4 y 2009:T1.

Gráfico 3. Impacto de los shocks vinculados a la política monetaria

(100 puntos básicos)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las líneas punteadas indican un intervalo de confianza de 90% en torno a la estimación puntual.

¹El eje de la ordenada es el impacto acumulado en el nivel de producción industrial. Las unidades del eje de la abscisa son meses; $t = 0$ denota el mes en que ocurrió el shock de política.

²Las unidades del eje de la abscisa son meses; $t = 0$ denota el mes en que ocurrió el shock de política.

**NOTA DE PRENSA DEL CAPÍTULO 4: EL YIN Y EL YANG DE LA GESTIÓN DE LOS FLUJOS DE
CAPITALES: CÓMO LOGRAR UN EQUILIBRIO ENTRE LA ENTRADA Y SALIDA DE CAPITALES**
Perspectivas de la economía mundial, octubre de 2013

**Preparada por John Simon (jefe del equipo), Jaromir Benes, Jaime Guajardo y
Damiano Sandri**

Observaciones fundamentales

- Las grandes fluctuaciones de la entrada de capitales extranjeros han causado menores perturbaciones en aquellos países en los que dicha entrada ha dado lugar a un ajuste financiero (variaciones de las reservas o de las salidas de capitales realizadas por residentes en el país) más que a un ajuste real (variaciones de la cuenta corriente).
 - Históricamente, las economías de mercados emergentes han tendido a experimentar ajustes reales perjudiciales, es decir, fuertes aumentos de la entrada de capitales que han dado lugar a auges internos y a déficits en cuenta corriente, seguidos de graves crisis cuando se revierten los flujos.
 - Sin embargo, en la última década varias economías de mercados emergentes han demostrado una mayor resiliencia como resultado de un mayor ajuste financiero: cuando los inversionistas extranjeros salieron del país, los residentes intervinieron y repatriaron activos invertidos en el exterior. Durante la crisis financiera mundial, en estas economías el PIB, el consumo y el desempleo se mantuvieron mucho más estables.
- Las economías de mercados emergentes con mayor resiliencia que absorbieron las fluctuaciones en la entrada de capitales a través de un ajuste financiero presentaron las siguientes características, que se refuerzan mutuamente:
 - Instituciones más sólidas, bancos centrales creíbles y políticas monetarias y fiscales anticíclicas.
 - Un marco de supervisión y regulación financiera más estricto.
 - Regímenes cambiarios más flexibles y restricciones limitadas sobre los flujos de capitales.
- El análisis sugiere un plan de reformas que puede ayudar a las economías de mercados emergentes con menor resiliencia a hacer frente de manera más eficaz a la entrada de capitales volátiles. Estas reformas alientan un ajuste financiero privado y, por lo tanto, contribuyen a lograr un equilibrio entre el yin de la entrada de capitales y el yang de la salida de capitales.

La afluencia de capitales a las economías de mercados emergentes sigue siendo un motivo de especial preocupación para las autoridades de muchos países. Esta preocupación se deriva de la amarga experiencia padecida, tal como lo muestra claramente la crisis asiática de 1997–98, cuando las fuertes entradas de capitales alimentaron un crecimiento excesivo del crédito, aumentos de los déficits en cuenta corriente, una apreciación de los tipos de cambio y pérdidas de competitividad. Cuando se retiraron los capitales que habían entrado, se produjo un ajuste doloroso que se caracterizó por graves perturbaciones financieras.

Pero estas reacciones no son comunes a todas las economías de mercados emergentes. En varias de ellas, la entrada de capitales no condujo a grandes déficits en cuenta corriente sino a un ajuste financiero, a través del cual el retiro bruto de capitales por parte de residentes tendió a compensar la entrada bruta de capitales ingresados por inversionistas extranjeros. Cuando estos mueven sus capitales hacia un país, los residentes tienden a invertir en el exterior; y cuando los inversionistas extranjeros liquidan sus posiciones, los residentes tienden a repatriar sus activos externos. Este mecanismo actúa como un estabilizador automático para los flujos netos y, por lo tanto, evita que se produzcan grandes variaciones de la cuenta corriente.

Las economías de mercados emergentes que experimentaron un mayor ajuste financiero ante la volatilidad de la entrada bruta de capitales tuvieron un desempeño considerablemente mejor durante la crisis financiera mundial. El gráfico 4.2 muestra que estos países demostraron una mayor resiliencia y experimentaron fluctuaciones de la cuenta corriente menos pronunciadas, una menor desaceleración del PIB y del consumo, y menores aumentos del desempleo.

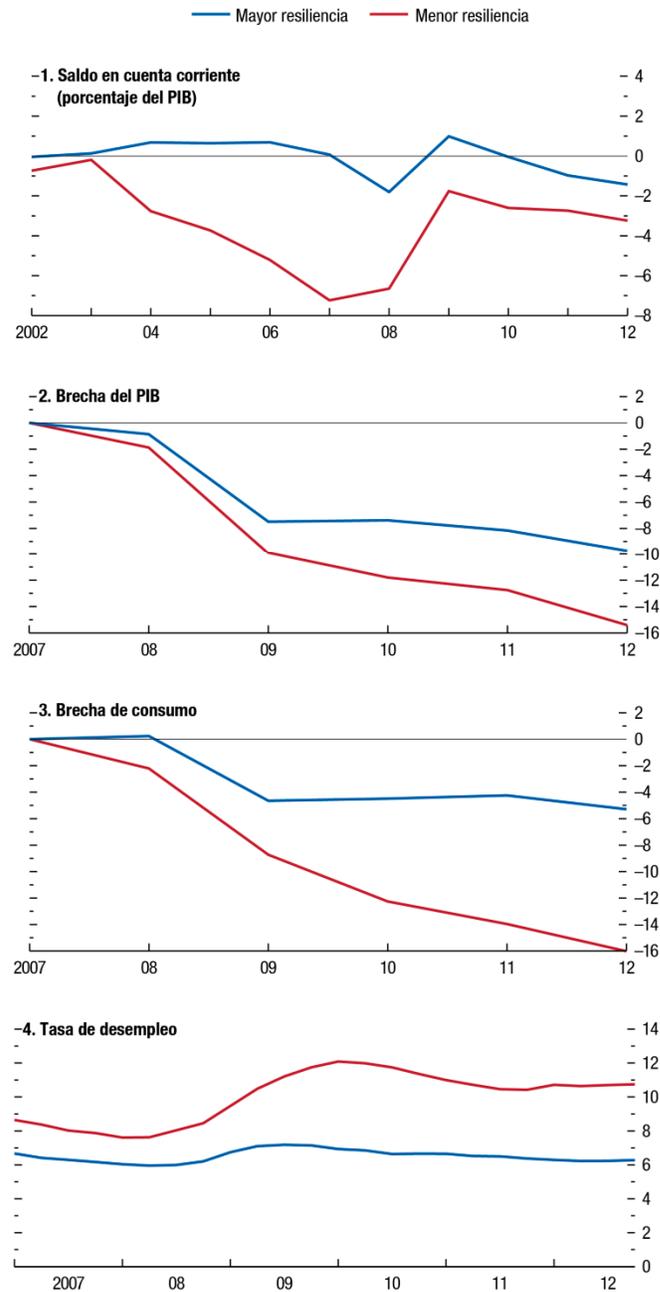
En este capítulo se señalan algunas características clave que diferencian a las economías de mercados emergentes con mayor resiliencia (que se benefician de un ajuste financiero) de aquellas con menor resiliencia (que registran un mayor ajuste real). Los países con mayor resiliencia suelen tener instituciones más sólidas, bancos centrales creíbles y políticas fiscales y monetarias anticíclicas. También tienen un mejor marco de regulación y supervisión financiera que evita que los intermediarios financieros tomen riesgos innecesarios durante períodos de gran afluencia de capitales. Por último, han establecido regímenes cambiarios más flexibles y aplican restricciones limitadas a los flujos de capitales, de manera que los residentes pueden mover el capital a través de las fronteras y tienen los incentivos adecuados para hacerlo.

El análisis sugiere un plan de reformas que puede ayudar a las economías de mercados emergentes con menor resiliencia a lograr un mayor ajuste financiero estabilizador. Basándose en los estudios de casos de Chile, Malasia y la República Checa, en este capítulo se señala que los países deberían comenzar por fortalecer sus sectores financieros y sus instituciones de política. Una vez que se haya adoptado un marco de regulación prudencial y se apliquen políticas fiscales y monetarias creíbles, los países podrán entonces flexibilizar las restricciones a los flujos de capitales o el tipo de cambio.

Gráfico 4.2. Cuenta corriente, PIB, consumo y desempleo

(Porcentaje, media)

Los países con menor resiliencia experimentaron un importante deterioro de la cuenta corriente en los años anteriores a la crisis financiera mundial y una fuerte desaceleración en el período siguiente. Estos países también experimentaron una contracción del PIB y del consumo mucho mayor en comparación con las tendencias registradas antes de la crisis y un mayor aumento del desempleo.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.