

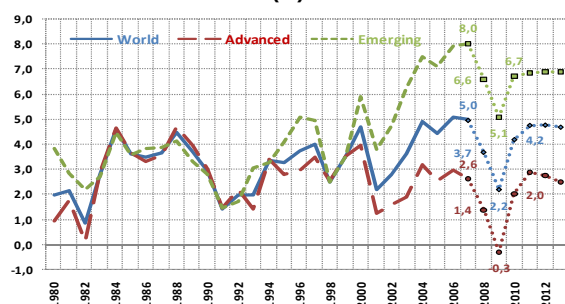
Este número de Semana Económica es el último del presente año. Reanudaremos la edición de nuestro semanal el 16 de enero.

Perspectivas económicas internacionales para 2009

La economía mundial tendrá en 2009 uno de sus años más difíciles desde la Gran Depresión. Las perspectivas han desmejorado en la medida en que la crisis ha endurecido el crédito, generado desapalancamiento y deteriorado la confianza.

El FMI (2008b) estima que la tasa de crecimiento del PIB mundial se desacelerará de 5% en 2007, a 3,7% en 2008 y a 2,2% en 2009 (gráfico 1)¹.

Gráfico 1. Variación del PIB (%)



Fuente: FMI (2008 a y b)

En las condiciones hoy previsibles se estima que las economías industrializadas sufrirán una fuerte recesión, mientras que las emergentes enfrentarán agudas desaceleraciones. Sin embargo, podrían presentarse complicaciones que lleven a una recesión global más aguda.

Esta Semana Económica revisa las perspectivas de la economía mundial para 2009 a la luz de los efectos de la crisis financiera, evaluando las medidas de política que podrían acortarla y minimizar sus efectos.

El desarrollo de la crisis internacional y el impacto de las medidas que se adopte en Estados Unidos serán determinantes para la

evolución de mediano plazo de la economía colombiana. En nuestra Semana Económica 683 estimamos que la economía colombiana crecerá entre 2,5% y 2,8% en 2009. Sin embargo, esas proyecciones deberían revisarse a la baja en la medida en que la economía mundial enfrente una recesión más profunda y duradera.

Algunas particularidades de la crisis actual

La crisis se originó en las economías industrializadas por una extrema laxitud de la política monetaria, que generó excesos de gasto y endeudamiento, exagerada confianza, desestimación del riesgo e inflación de activos. El apetito por rentabilidad llevó a la introducción de activos financieros que los mercados valoraron como carentes de riesgo. La inadecuada valoración del riesgo, junto con una inapropiada regulación financiera a ciertos agentes que podían adelantar operaciones con apalancamientos excesivos, fue el detonante de la crisis.

Cuando el recrudecimiento de la inflación exigió un apretón monetario, aumentó la carga financiera de empresas y hogares y se desinflaron los activos. Su depreciación condujo a una revaloración del riesgo. Cuando los mercados empezaron a exigir inversiones seguras, se frenó el endeudamiento y se endureció el crédito, con lo cual se redujo el gasto y se desaceleró el crecimiento. La crisis se trasladó de un activo a otro, invadió la mayoría de los mercados y se tornó global (Blanchard 2008).

Las economías emergentes se han afectado con la aversión al riesgo. Ello se ha observado en la depreciación de sus monedas, desvalorizaron de los precios de los activos, estrechamiento de los mercados financieros y endurecimiento de la financiación externa.

Contrario a lo que algunos analistas señalaron, no ha habido un desacoplamiento entre el ciclo de las economías avanzadas y las emergentes. La recesión de las industrializadas desaceleró las emergentes y se está transmitiendo a ellas.

Como la recesión en las economías industrializadas fue precedida por una deflación de activos y una contracción del crédito, será más

¹ El Banco Mundial (BM), a su vez, proyecta una desaceleración de 3,7% en 2007 a 2,5% en 2008 y 0,9% en 2009 en el crecimiento del PIB mundial.

prolongada y profunda que otras (Claessens, Kose, and Terrones 2008)².

Aunque es probable que la crisis se extienda globalmente con intensidad durante los próximos meses, su rigor en cada economía dependerá de la situación financiera de sus hogares, firmas e intermediarios y de las medidas que se adopte para mitigarla (Claessens et. al. 2008).

Perspectivas para las economías desarrolladas

La mayoría de las economías desarrolladas está en recesión.

Si los Bancos Centrales continúan relajando la postura monetaria, las previsiones más optimistas consideran que los mercados financieros se estabilizarán hacia el tercer trimestre del año entrante. En consecuencia, la recesión en estas economías se prolongará la mayor parte de 2009. En tal escenario, aunque el producto mundial se desacelerará, será posible evitar una recesión global. Se espera que estas economías comiencen a recuperarse hacia el final de 2009 y en el transcurso de 2010 (UNCTAD 2008, BM 2008, FMI 2008 b).

El FMI estima una contracción de -0,3% en el producto de las economías avanzadas en 2009³, debida principalmente a las caídas del producto en los Estados Unidos (EU) (-0,7%), la Unión Europea (UE) y Japón (-0,2% en ambos) (gráfico 2).

El crecimiento en EU caerá por el menor gasto de los hogares, resultante de la pérdida de riqueza por la deflación de los activos y el endurecimiento del crédito. La inversión también continuará contrayéndose, como efecto de las malas expectativas y la restricción crediticia. Las exportaciones, finalmente, se desacelerarán por la debilidad de la demanda externa.

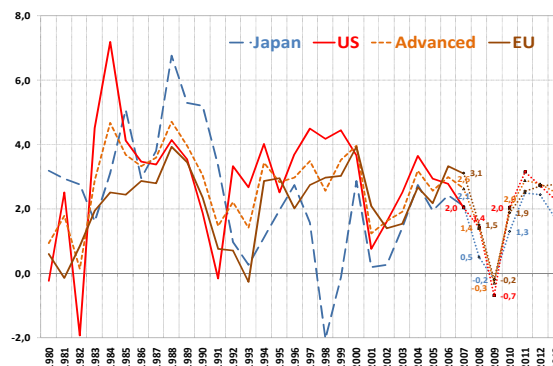
En la UE la actividad económica disminuirá principalmente por el estrechamiento de los mercados financieros y la pérdida de confianza.

En Japón la contracción se deberá a la menor demanda externa, que disminuirá las exportaciones (FMI 2008 b).

No obstante, escenarios más pesimistas son también posibles. En éstos, el estímulo monetario podría no resultar efectivo en el corto

plazo, mientras que la expansión fiscal podría ser insuficiente y tardía. En consecuencia, sería imposible prevenir una recesión global en 2009.

Gráfico 2. Variación del PIB (%)



Fuente: FMI (2008 a y b)

Perspectivas para las economías en desarrollo

Durante el último trimestre del año la intensificación de la crisis, la corrección a la baja en los precios de las materias primas y el incremento en su riesgo soberano han desmejorado las perspectivas de las economías en desarrollo para 2009. Es previsible, por tanto, una aguda desaceleración de su crecimiento económico. Ha aumentado, inclusive, la probabilidad que algunas de ellas entren en recesión.

El FMI (2008b) prevé que el crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo descenderá de 8% en 2007, a 6,5% en 2008 y a 5,1% en 2009⁴.

Las economías cuyo crecimiento se resentirá en mayor medida serán, por un lado, aquellas cuya producción y exportaciones se concentran en materias primas. Y por otro lado, las que requieran grandes flujos externos para financiar su gasto doméstico.

La disminución de los precios de las materias primas tendrá como consecuencia un deterioro de los términos de intercambio y un menor ingreso disponible para el gasto de los hogares. La financiación externa menos abundante requerirá una disminución del consumo, pero sobre todo de la inversión. De esta manera, la demanda tanto externa como interna estimulará menos la producción en estas economías.

Las economías en desarrollo donde la crisis desacelerará en mayor proporción el crecimiento en 2008 y 2009 serán la Comunidad de Estados Independientes, que incluye a Rusia; las del Hemisferio Occidental, donde la mayoría

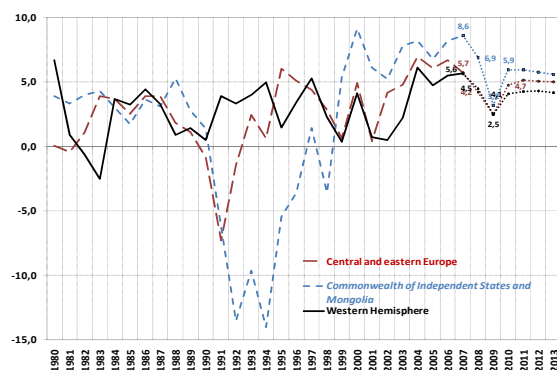
² Según estos autores, entre 1960 y 2007, las recesiones en los países de la OECD asociadas con contracciones severas del crédito o pronunciadas deflaciones en los precios de los activos, en promedio, se extendieron durante un trimestre adicional y generaron caídas del producto entre dos y tres veces mayores que otras en las cuales no hubo estrés financiero.

³ El BM (2008), a su vez, espera una ralentización de 2,6% en 2007, a 1,3% en 2008 y -0,1% en 2009 en el crecimiento de las economías de ingreso alto.

⁴ El BM (2008) proyecta una desaceleración similar, de 7,9% en 2007 a 6,3% en 2008 y a 4,5% en 2009 en las economías en desarrollo.

pertenece a América Latina; y las de Europa Central y Oriental (gráfico 3).

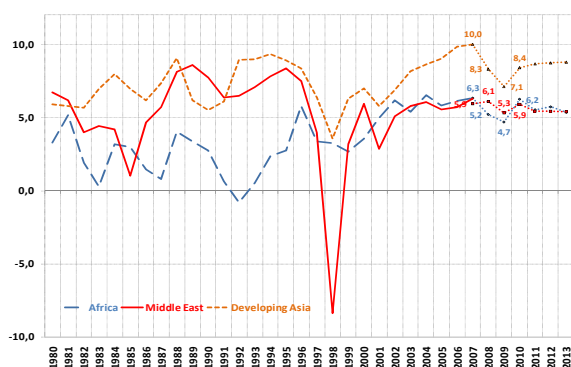
Gráfico 3. Variación del PIB (%)



Fuente: FMI 2008 a y b

Las que sufrirán un impacto menor sobre su actividad económica serán las del Medio Oriente, África y Asia en desarrollo (sostenidas por China, India y ASEAN-5, ver gráfico 4).

Gráfico 4. Variación del PIB (%)



Fuente: FMI 2008 a y b

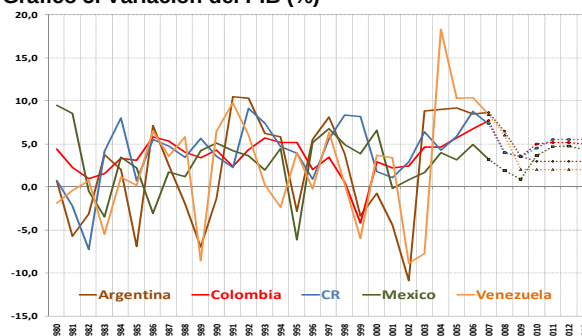
En un escenario menos optimista, si los mercados financieros internacionales tardan demasiado en estabilizarse y no cede la aversión al riesgo, la escasez de financiación externa podría generar crisis monetarias y financieras y agudas devaluaciones en las economías en desarrollo más vulnerables. En este caso, algunas sufrirían profundas recesiones, con efectos adversos de considerable magnitud sobre el empleo y la pobreza.

Perspectivas para América Latina

Las economías de la región también resultarán afectadas, razón por la cual se espera un menor crecimiento económico. De acuerdo con las proyecciones del FMI (2008b), la tasa de crecimiento regional se desacelerará de 5,6% en 2007, a 4,5% en 2008 y a 2,5% en 2009⁵. Las economías que sufrirán los impactos más agudos

serán Venezuela, México, Argentina, Colombia y Costa Rica (gráfico 5).

Gráfico 5. Variación del PIB (%)



Fuente: FMI 2008 a y b

La proyección del FMI es la más optimista. Otros pronósticos para la región son más pesimistas, como los del Latin American Consensus Forecast (1,4%), JP Morgan Chase (0,9%) y BBVA (1,8%).

Los factores que más afectan las perspectivas de la región son: el descenso en los precios de las materias primas, el deterioro en los términos de intercambio, el menor incremento de los ingresos por exportaciones y un flujo menos dinámico de inversión extranjera y de crédito externo.

En términos generales, las posiciones externas en la región lucen sólidas y la mayoría de las economías ha acumulado abundantes reservas internacionales que les permitirán suavizar el ajuste cambiario (FMI 2008 a).

En escenarios menos favorables, con precios de los commodities cayendo pronunciadamente y escasez prolongada de recursos externos, las cuentas corrientes podrían deteriorarse más de lo esperado y su financiación resultar insuficiente. En este caso, las economías enfrentarían agudas depreciaciones de sus tasas de cambio y tendrían que ajustar drásticamente su gasto doméstico, lo cual deprimiría el crecimiento más de lo previsto.

Las economías que enfrentan mayores riesgos son aquellas que tienen una estructura productiva y exportadora excesivamente concentrada en materias primas y, sobre todo, en hidrocarburos. Si los bajos precios persisten durante un largo período, el deterioro de sus balances fiscal y en cuenta corriente resultaría considerable, forzando un ajuste mayor del gasto doméstico. Un balance público desmejorado reduciría el espacio para que una expansión fiscal compensara el descenso del gasto privado.

Si estas economías no tienen suficientes ahorros, corren el riesgo de incurrir en agudas depreciaciones de sus tasas de cambio, que

⁵ Según el BM (2008), estas tasas serán 4,4% en 2008 y 2,1% en 2009.

podrían dificultar el relajamiento requerido de la política monetaria. En caso extremo, el descenso de los ingresos por exportaciones, el deterioro de la posición fiscal y la escasez de ahorro podrían conducir, en una coyuntura de estrés financiero, a una moratoria de la deuda pública externa.

En la región los países más vulnerables a los bajos precios de los hidrocarburos son Ecuador y Venezuela. En el primer caso se ha incurrido ya en moratoria, e inclusive luce probable un abandono posterior de la dolarización. En el caso venezolano se prevé una devaluación para disminuir el desbalance público en moneda nacional sin recortar excesivamente el gasto, tema que es prioritario para el Gobierno.

En América Central, el Caribe y México el crecimiento se resentirá por un descenso en los ingresos por exportaciones y las remesas provenientes de EU (FMI 2008a).

En Brasil la cuenta corriente arrojará un déficit por primera vez desde 2002, debido al menor dinamismo de las exportaciones y a una repatriación creciente de utilidades de las multinacionales (BM 2008).

El crecimiento en Argentina sufrirá por los menores precios de los commodities y un descenso agudo de la inversión (BM 2008).

El papel de la política económica

Para minimizar el impacto de la crisis, la política económica deberá sostener la demanda, afianzar la confianza, estimular el gasto privado y restablecer el adecuado funcionamiento de los mercados financieros y el normal flujo del crédito.

A continuación comentamos los retos y las limitaciones de las políticas monetaria, fiscal y financiera en la actual coyuntura.

• Las medidas financieras

Las medidas para estabilizar los mercados en las economías avanzadas se han concentrado en la provisión de abundante liquidez, la compra de activos tóxicos, la recapitalización de las instituciones financieras y el otorgamiento de garantías. Su implementación, sin embargo, no ha resultado fácil, lo cual probablemente ha demorado el ajuste en los mercados financieros (Blanchard 2008).

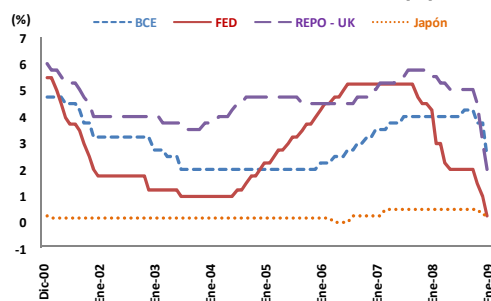
En materia regulatoria se avecina una revisión profunda dirigida a corregir las fallas detectadas en la crisis y evitar que queden áreas que puedan ser foco de inestabilidad en el futuro. Se prevé un fortalecimiento de los requerimientos de capital en el marco del acuerdo de Basilea II, así como un ajuste en los mecanismos de valoración de inversiones y una reforma a los esquemas de remuneración de las altas direcciones en instituciones financieras.

La regulación de los mercados financieros deberá diseñar reglas e instituciones que reduzcan el riesgo sistémico, sin frenar la innovación o incrementar la represión.

• La política monetaria

La menor demanda interna, el descenso en los precios de los commodities y los alimentos, el mayor desempleo y el crecimiento por debajo del potencial, generarán un descenso apreciable de la inflación en las economías industrializadas. La menor inflación abre un espacio para el estímulo monetario y, en consecuencia, los bancos centrales han recortado agresiva y coordinadamente sus tasas de interés (gráfico 6).

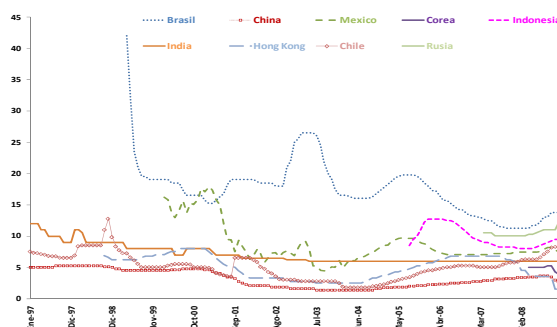
Gráfico 6. Tasas de interés de Bancos Centrales en economías industrializadas seleccionadas (%)



Fuente: US Fed – ECB – BoJ- BoE

Sin embargo, en algunos casos se alcanzará los límites de la política monetaria convencional, que se acerca a una tasa de interés nominal nula⁶. En tal evento, quedará el recurso de flexibilizar los agregados monetarios⁷.

Gráfico 7. Tasas de interés de Bancos Centrales en economías en desarrollo seleccionadas (%)



Fuente: Bancos Centrales

En las economías emergentes la política monetaria no se ha relajado (gráfico 7) porque ha habido fugas de capital, la inflación no ha amainado y las expectativas no han anclado. No

⁶ El martes pasado la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) recortó a entre 0% y 0,25% su meta de tasa de interés sobre los fondos federales.

⁷ En la misma fecha, la Fed renovó el compromiso de continuar incrementando sus activos para proveer abundante liquidez, mediante operaciones de mercado abierto (OMAS).

obstante, se espera que su descenso abra mayor espacio para una postura monetaria menos estrecha en 2009.

- **La política fiscal**

Debido a las limitaciones mencionadas de la política monetaria, en el inmediato futuro la mayor responsabilidad de sostener la demanda recaerá sobre la política fiscal. El FMI estima que se requiere de una expansión fiscal de 2% del PIB mundial, pero infortunadamente no todas las economías tienen espacio para realizarla.

Algunos países emergentes con finanzas públicas sostenibles podrán adoptar una postura fiscal contra-cíclica, o por lo menos no pro-cíclica, como sucedió en anteriores crisis (Rebucci 2008). Los que no ahorraron, sin embargo, tendrán que implementar dolorosos ajustes.

Teniendo en cuenta que el incremento en los precios de los alimentos aumentó la pobreza, los países más afectados deberán reformar sus sistemas de asistencia social, para asegurar una mejor focalización del gasto (BM 2008).

Finalmente, se debe evitar que la propiedad pública en las instituciones financieras limite la competencia y la iniciativa privada, o que obstaculice el adecuado funcionamiento de los mercados.

- **El papel de las instituciones multilaterales**

Como el sistema financiero es internacional, se requiere, en primer lugar, un monitoreo del riesgo sistémico global. En segundo lugar, es necesaria una provisión de liquidez también global, con mayores recursos y participación coordinada de las instituciones multilaterales. En tercer lugar, se precisa una mayor cantidad de fondos multilaterales para apoyar las economías que se desestabilicen por paradas súbitas en sus flujos externos (Blanchard 2008).

Las multilaterales deberán otorgar crédito barato de largo plazo, para evitar que los emergentes con posiciones fiscales sostenibles en el corto plazo se vean forzados a adoptar posturas pro-cíclicas, para mantenerlas en períodos más largos.

- **Las políticas cambiaria y comercial**

Como muchos emergentes acumularon cuantiosas reservas internacionales, podrán usar una parte para suavizar el ajuste cambiario. Inclusive en algunos casos podrían proveer sustitutos del crédito en moneda extranjera.

Se requiere, finalmente, evitar a toda costa políticas comerciales proteccionistas.

Consideraciones finales

Dada la severidad de la crisis financiera, es inevitable una prolongación de la recesión de las economías industrializadas en 2009. Como ella estuvo precedida por una deflación de los activos y un endurecimiento del crédito, su duración y su costo serán mayores que en otros episodios.

En escenarios optimistas el descenso en los ingresos por exportaciones y la escasez de financiación externa reducirán fuertemente el crecimiento de las economías emergentes, pero sin llevarlas a una recesión.

Aún cuando la expansión del producto y el comercio mundiales se resentirán apreciablemente, es posible evitar la recesión mundial mediante una combinación apropiada de un generoso estímulo fiscal con una política monetaria laxa.

Considerando que en las economías avanzadas se agota el espacio para reducir las tasas de interés y como, además, en las economías emergentes y en desarrollo ese espacio es más estrecho, el sostenimiento de la demanda recaerá principalmente en la política fiscal.

En escenarios más pesimistas, si el estímulo fiscal es insuficiente o tardío, o si el relajamiento de la política monetaria no estabiliza pronto los mercados financieros ni restablece la confianza, inevitablemente la recesión tendrá escala global.

El impacto de la crisis en cada economía dependerá de la situación de sus hogares, empresas e intermediarios financieros; de sus balances macroeconómicos; de sus necesidades de financiación externa y del espacio que tenga cada una para adoptar estímulos fiscales y relajar su política monetaria.

La regulación financiera deberá enfocarse a prevenir el riesgo sistémico -sin obstaculizar la innovación ni incrementar la represión- y garantizar el libre desenvolvimiento de la iniciativa privada.

Referencias bibliográficas:

- Blanchard, Olivier. 2008. Cracks in the System.
Claessens, S - Cose, A - Terrones, M. 2008. When Crises Collide.
FMI. 2008 a. World Economic Outlook. October 2008.
FMI 2008 b. World Economic Outlook Update. November 2008.
Lombardi, I – Ziemba, R. 2008. Vulnerabilities of Ecuador and Venezuela to Cheaper Oil Crises.
Rebucci, A. 2008. Should Emerging Markets Tighten the Belt?
UNCTAD. 2008. World Economic Situation and Prospects 2009.
World Bank. 2008. Global Economic Prospects 2009.