

**Financiamiento
para el
Desarrollo
Mundial
2009**

Panorama General

CASI DOS AÑOS DESPUÉS DE QUE LOS PROBLEMAS en el mercado hipotecario estadounidense pusieran en movimiento la mayor crisis financiera desde la Gran Depresión, los mercados financieros mundiales permanecen inestables y las perspectivas de los flujos de capital para el mundo en desarrollo son oscuras. La intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008 alteró notablemente el panorama económico mundial. Para 2009 se espera una contracción de 2.9 por ciento en la producción mundial, la primera desde la Segunda Guerra Mundial. Es probable que el comercio internacional experimente la caída más abrupta desde entonces. El desempleo, que ya está disparándose en los países industriales, seguirá un camino semejante en las economías dependientes del petróleo de Asia oriental, ya que los países de ingreso alto aún no se recuperan del deterioro sin precedentes del mercado accionario, y los inversionistas mundiales se retiran de los mercados emergentes.

Las implicaciones de estos reveladores acontecimientos para los flujos de inversión de los países en desarrollo ya han sido drásticas: el total de los flujos de capital privado en 2008 cayó a 707 mil millones de dólares (4.4 por ciento del PIB total de los países en desarrollo), revirtiendo la fuerte oleada ascendente que comenzó en 2003 y que alcanzó un pico de 1.2 billones de dólares en 2007 (8.6 por ciento del PIB). Para 2008, el escenario más probable es que a medida que los mercados bursátiles mundiales recobren el ímpetu y los mercados crediticios se restablezcan, los flujos netos de capital privado de los países en desarrollo permanecerán apenas positivos. Pero caerán a 363 mil millones de dólares, aproximadamente el nivel de 2004 y una reducción de 5 puntos porcentuales del PIB de 2007. La magnitud de la reducción es preocupante por sus consecuencias macroeconómicas y por la vulnerabilidad ante futuras crisis, en particular en países donde los bancos y las empresas tienen altos niveles de deuda externa. La mayor parte de la deuda externa de 1.2 billones de dólares contraída por los bancos y empresas de los mercados emergentes entre 2003 y 2007 está ahora venciendo, colocando presión en las finanzas de los deudores al mismo tiempo que el costo promedio del crédito externo ha aumentado a 11.7 por ciento, comparado con 6.4 por ciento en los años previos a la crisis, cuando se contrató la deuda.

Si bien las respuestas normativas extraordinarias de los gobiernos alrededor del mundo han ayudado a salvar del colapso sistémico al sistema financiero mundial, hasta ahora no han cerrado la curva negativa de retroalimentación entre la inestabilidad financiera y la recesión económica. La frágil confianza de los consumidores y un apetito mucho menor por el riesgo entre los inversionistas de los países desarrollados han contribuido todos a un desplome en la demanda agregada mundial. De manera simultánea, el descenso económico que se profundiza ha provocado que los bancos mundiales de primera línea reduzcan los préstamos internos e internacionales, exacerbando así la escasez crediticia. El crédito bancario real en Estados Unidos y Europa, así como los panoramas de las intenciones bancarias y términos de crédito, apuntan a una desaceleración en la provisión de crédito bancario a los sectores corporativos y de los consumidores. En meses recientes, esa desaceleración se ha convertido en una reducción. Igualmente, los activos extranjeros sobre los residentes en los países en desarrollo en los principales bancos internacionales que reportan al Banco de Pagos Internacionales disminuyeron en 200 mil millones de dólares entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008 (de 4.3 a 4.1 billones de dólares).

Para romper el ciclo y reactivar el préstamo y el crecimiento se requieren medidas políticas audaces, junto con una coordinación internacional sustancial. A este respecto, el anuncio conjunto de los mandatarios del Grupo de los Veinte (G-20) en su cumbre de

Londres de abril de 2009 fue alentador. Los mandatarios prometieron fortalecer la capacidad de las instituciones financieras internacionales para otorgar créditos a las economías emergentes que enfrenten déficits en su balanza de pagos o riesgos elevados por la moratoria y el refinanciamiento de deuda.

Otro foco de la respuesta normativa internacional ha sido abordar los varios fracasos regulatorios, los defectos de la administración bancaria y los desequilibrios macroeconómicos que contribuyeron a la crisis. Créditos incobrables y malas decisiones de inversión provinieron de la regulación poco rigurosa así como del exceso de confianza y euforia asociadas con las tasas de interés real y la amplia liquidez. Por lo tanto, las nuevas medidas que abrazan todas las instituciones financieras sistémicamente importantes (incluidos los fondos de inversión), que fortalecen las normas contables internacionales para mejorar la transparencia y la valoración de activos, y que refuerzan al Consejo de Estabilidad Financiera son deseables y oportunas, incluso si no puede garantizarse su éxito inmediato.

Al describir el siguiente rumbo, los políticos de los países desarrollados y en desarrollo deben dar prioridad a cuatro tareas: dar seguimiento a la promesa del G-7 de restaurar el crédito interno y el flujo de capital internacional, abordando las necesidades financieras externas de los deudores soberanos y corporativos de los mercados emergentes, reafirmar los compromisos previos de la agenda de asistencia y los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM), y, finalmente, relajar la alta participación de los gobiernos en el sistema bancario y reestablecer la sostenibilidad fiscal.

El rápido progreso en estos frentes hará más fácil que los países de ingreso bajo hagan frente a la crisis. Ya ante una severa tensión, los países de ingreso bajo afrontan perspectivas económicas cada vez más graves si en 2010 no se revierte el drástico deterioro en sus flujos de capital por exportaciones, remesas e inversión extranjera directa (IED). Como están las cosas, la cantidad disponible de asistencia para el desarrollo para los países de ingreso bajo no cubrirá totalmente sus necesidades financieras externas en 2009, ya que el panorama de los países donadores para incrementar la ayuda de manera significativa es desolador, debido a las intensas presiones fiscales que enfrentan debido a la crisis.

La recesión mundial se ha profundizado

Los fuertes vínculos entre el comercio mundial de bienes duraderos, de capital y de alta tecnología y el densamente entrelazado gasto de inversión que apoya la actividad económica tanto en países de ingreso alto como en desarrollo, puede detectarse en el círculo vicioso que hoy día opera entre los sectores financiero y real de la economía mundial. La dificultad de obtener capital, junto con la incertidumbre sobre la demanda futura, ha demorado las inversiones y causado un colapso en la demanda de bienes duraderos, provocando una pronunciada contracción en la producción y el comercio mundial de productos manufacturados. La producción industrial mundial se redujo en un 5 por ciento sin precedentes en el cuarto trimestre de 2008 (o 21 por ciento en una tasa anualizada). La producción continuó reduciéndose en el primer trimestre de 2009, reduciendo el nivel de la producción industrial en países de ingreso alto en 17.6 por ciento en marzo de 2009, en comparación con el nivel del año pasado y en los países en desarrollo en 2.4 por ciento en comparación con marzo de 2008. El colapso en la producción industrial es realmente mundial, los principales productores de bienes de capital de países avanzados han sido duramente golpeados: Japón (34 por ciento, interanual) en marzo de 2009; Alemania (22 por ciento), y la República de Corea (12 por ciento).

Se prevé que el crecimiento del PIB en los países en desarrollo se ralentice marcadamente pero se mantendrá positivo en 2009, moviéndose de 5.9 por ciento en 2008 a 1.2 por ciento. Sin embargo, los países en desarrollo en conjunto superarán por un margen considerable a los países de ingreso alto, cuyo PIB agregado se proyecta que caerá 4.5 por ciento en 2009. Es probable que dos regiones en desarrollo, Europa y Asia central y América Latina y el Caribe, terminen 2009 con crecimiento negativo. Además, al excluir a China e India, se proyecta que el PIB en los demás países en desarrollo caerá 1.6 por ciento o 0.6 por ciento en términos per cápita, un verdadero revés para la reducción de la pobreza. El colapso simultáneo en el crecimiento tanto de los países de ingreso alto como en desarrollo no puede explicarse únicamente por los vínculos comerciales, ya que las economías internas de un gran número de países en desarrollo se han visto afectadas directamente por la crisis financiera. La reversión de los flujos de capital, el colapso en los mercados bursátiles y el deterioro general de las condiciones financieras ha detenido el crecimiento en la inversión en los países en desarrollo. En muchos de estos países, la inversión ha caído de manera pronunciada.

Para los países en desarrollo que son grandes importadores de productos básicos, uno de los pocos resquicios de esperanza para la crisis financiera es que los precios de productos básicos han bajado aproximadamente 35 por ciento de sus niveles récord de mediados de 2008, limitando los déficits de cuenta corriente y ayudando a mitigar la inflación producida por los altos precios de los alimentos y los combustibles durante los años previos a la crisis financiera. Los bajos precios en los productos básicos también han tenido el efecto saludable de aliviar el impacto de la actual crisis sobre los pobres. Parece que los mercados de productos básicos han tocado fondo, que aún está cerca de 60 por ciento arriba de los niveles de precios de los últimos años de la década de 1990. En varios mercados, la producción de productos básicos se está reduciendo porque los costos marginales de explotación en los sitios menos ricos en recursos o más difíciles de alcanzar exceden ahora los precios corrientes.

Puesto que se prevé que la economía mundial empiece a expandirse otra vez en la segunda mitad de 2009, y que la recuperación sea mucho más controlada de lo que normalmente podría ser. Se pronostica que el PIB mundial aumente un moderado 2 por ciento en 2010 y 3.2 por ciento hacia 2011, en la medida en que la consolidación del sector bancario, los efectos negativos de la riqueza y la aversión al riesgo sigan pesando en la demanda durante el periodo en pronóstico. Entre los países en desarrollo, las tasas de crecimiento esperadas deberían ser más altas (dado a una más fuerte productividad subyacente y el crecimiento demográfico) pero seguir igualmente controladas a 4.4 por ciento y 5.7 por ciento, respectivamente, en 2010 y 2011. Dadas las pérdidas de producción ya absorbidas y porque el PIB sólo llega a su tasa de crecimiento potencial en 2011, se espera que la brecha de producción (la diferencia entre el PIB real y su potencial) y el desempleo permanezcan altos y que seguirán prevaleciendo las condiciones parecidas a una recesión.

Los flujos de capital privado se contraen a una tasa sin precedentes

Mientras el ciclo económico mundial siempre ha coloreado los activos de los mercados emergentes, la actual contracción ha sido sobre todo significativa en su impacto en la valoración de activos en los mercados bursátiles, y las condiciones de liquidez en los mercados primarios de bonos. Respecto a sus homólogos en mercados maduros, los emisores de bonos corporativos y soberanos en los mercados emergentes se han visto particularmente afectados por preocupaciones de liquidez y aversión al riesgo entre los inversionistas. Prácticamente no hubo ninguna emisión entre mediados de septiembre y

mediados de diciembre de 2008, como consecuencia del colapso de Lehman Brothers. Los mercados bursátiles locales, mientras tanto, experimentaron la peor reducción anual de la historia reciente, ya que el índice MSCI de acciones emergentes se hundió 55 por ciento durante el año, borrando unos 17 billones de dólares en la valoración de mercado. La huída de los inversionistas por el peligro percibido contribuyó a una fuerte caída en los flujos de capital a los países en desarrollo, tendencia que es muy posible que dure hasta finales de 2009.

Si bien en los países en desarrollo los diferenciales de tasas de interés no se han ensanchado tanto como en crisis pasadas, se espera que la reducción en los flujos de capital privado a los países en desarrollo bata un récord. Se prevé que la deuda privada neta y los flujos de capital se reduzcan de un nivel récord de 8.6 por ciento del PIB en 2007 a poco más de 2 por ciento en 2009, superando la caída entre el punto más alto y el más bajo durante la deuda de la crisis latinoamericana a principio de la década de 1980 (3.3 puntos porcentuales) y las crisis combinadas de Asia oriental y Rusia de finales de la década de 1990 (2.4 puntos porcentuales).

A diferencia de estas crisis pasadas, sin embargo, la reducción en la afluencia de capital ha golpeado a cada región en desarrollo. La más afectada es la emergente Europa y Asia central, que también percibió la expansión más importante de flujos entre 2002 y 2007. La afluencia neta de capital privado a la región fue de un estimado de 6.4 por ciento del PIB en 2008, por debajo de 15.1 por ciento en 2007. A diferencia de una cartera de inversión de acciones y bonos, las decisiones de IED se toman con horizontes de largo plazo en mente. Expresan la intención de construir instalaciones industriales productivas, explotar recursos naturales o diversificar bases de exportación. Así, los flujos de IED tienen menos probabilidades de ser liquidados o invertidos en tiempos de crisis. Impulsado por el fuerte ímpetu de la primera mitad del año, los flujos de IED a los países en desarrollo registraron un leve aumento en 2008, alcanzando 583 miles de millones de dólares, equivalentes a 3.5 del PIB agregado de los países en desarrollo. Casi todo el aumento ocurrió en los países de ingreso medio, sobre todo en la Federación de Rusia, India, Brasil y China. En contraste, los flujos de IED a los países de ingreso alto cayeron marcadamente —de 1.3 billones de dólares en 2007 a 827 billones de dólares en 2008—. La mayoría de las reducciones se concentraron en Europa; los flujos a Estados Unidos fueron ligeramente superiores en comparación con los de los años anteriores.

Las condiciones financieras se han deteriorado con rapidez

Es probable que en 2009 los países en desarrollo se enfrenten con un sombrío clima financiero externo. Se espera que los flujos de capital registren una fuerte reducción, muchos países tendrán dificultades para cubrir sus necesidades financieras externas, estimadas en 1 billón de dólares, 600 mil millones más que en 2003 a precios constantes de 2009. Es probable que la deuda privada y los flujos de capital no lleguen a, cubrir con un margen muy amplio, las necesidades financieras externas, calculadas en 352 mil millones de dólares. Los flujos de capital de fuentes oficiales junto con los giros de reservas extranjeras, ayudarán a llenar la brecha en algunos países. Pero donde los países no puedan asegurar el financiamiento externo adecuado, el proceso de ajuste externo será pronunciado —más que el proyectado para el mundo en desarrollo en conjunto, requiriendo una mayor reducción en la demanda interna y ejerciendo presión adicional en el tipo de cambio—. Varios países (Belarús, Georgia, Hungría, Islandia, Latvia, Pakistán, Rumania, Serbia y Ucrania) ya recibieron asistencia financiera de fuentes oficiales, principalmente del Fondo Monetario Internacional (FMI), con apoyo

adicional del Banco Mundial, los bancos de desarrollo regional y la Unión Europea (UE) para ayudar a aliviar las dificultades en la balanza de pagos. El acuerdo reciente del G-20 para aumentar la capacidad de préstamos del FMI y los bancos de desarrollo multilaterales ayudará tanto a los países emergentes de ingreso alto como de ingreso medio a cubrir sus necesidades financieras externas. Sin embargo, un poco de esa financiación podría ser puesta a disposición de los países de ingreso bajo, cuya capacidad de crédito es limitada. La capacidad de los países para cubrir sus necesidades financieras externas dependerá en gran medida del grado en el que las empresas puedan refinanciar su deuda vencida. Cerca de 700 corporaciones con base en países en desarrollo emitieron bonos internacionales durante los años del auge de 2002-07, y casi 3,000 tomaron préstamos en el mercado internacional de bancos de crédito. Esas corporaciones representan el grueso de la excepcional deuda externa a corto plazo y alrededor de tres cuartas partes de la deuda privada a mediano y largo plazos que vencerá en 2009. Hace dos décadas, las corporaciones sólo representaron cerca de 20 por ciento de la deuda privada vencida a medio y largo plazos.

Crear confianza y fortalecer la coordinación de políticas son cruciales para la recuperación y el crecimiento a largo plazo

Entre funcionarios de gobierno, las autoridades normativas y los observadores clave del mercado, los llamados para restaurar la confianza en el sistema financiero mundial se han convertido en un mantra internacional. Una rápida búsqueda en la web de los principales medios, por ejemplo, muestra que el número de entradas de “restauración de confianza” en octubre de 2008 era 624 por ciento mayor que el promedio para los primeros seis meses de 2008.

En términos generales, los gobiernos han avanzado conversaciones para una combinación intensa de acciones unilaterales y multilaterales, utilizando una amplia gama de política monetaria convencional y poco convencional, estímulo fiscal y programas de garantía del gobierno para apuntalar la industria bancaria. Esas acciones han logrado aliviar un poco las condiciones de liquidez en los mercados interbancarios mundiales, han apoyado la restricción de primas de riesgo y han apuntalado una eventual reactivación de los mercados bursátiles. Sin embargo, la agenda de procedimientos para la estabilización de los mercados financieros y para la recuperación económica es amplia y compleja, y subsisten los principales desafíos. En pocos años, varios temas globales seguirán siendo relevantes para las autoridades normativas.

La naturaleza global de la crisis financiera valora la coordinación de las políticas

Los profundos vínculos económicos internacionales entre los países que proporcionan los canales para las derramas negativas a través de las fronteras también aumentan el alcance para la coordinación de normativas beneficiosas. De hecho, si hay un amplio acuerdo entre los principales gobiernos sobre la dirección de las normativas, es más probable que se hagan los esfuerzos para estimular la demanda agregada a través de las políticas monetarias y fiscales expansionistas, para recapitalizar las instituciones financieras insolventes y restaurar el funcionamiento de los mercados de crédito a través de la provisión de liquidez, y con mayor probabilidad serán eficaces.

La buena voluntad de los gobiernos para coordinar sus políticas puede contribuir a reestablecer la confianza al excluir las políticas de pauperización de la crisis. El peligro de que intereses especiales utilicen la política comercial para proteger industrias privadas es sobre todo grave en una contracción. En cuanto a las políticas financieras, las medidas tomadas para recapitalizar los bancos comerciales con fondos públicos han

introducido presiones a los bancos para concentrar la actividad de préstamos en el mercado interno (la llamada “tendencia de inversión local” o “home bias” en las prácticas de préstamos), a expensas de los préstamos transfronterizos. En los años que condujeron a la crisis, un rasgo definitorio de las finanzas mundiales en los países en desarrollo fue la integración en aumento del sector de la vivienda en los mercados de capital. La creación excesiva de crédito, hecha posible mediante la tecnología de bursatilización de activos, colocó al consumidor bajo el yugo de la expansión y la rentabilidad de la banca, con ambas como motores del crecimiento económico. A medida que aumentó la propiedad de acciones y bonos por parte de los hogares, la riqueza y los ingresos de los hogares se vincularon tanto a los mercados de capital, forjando vínculos más estrechos entre la economía real y los mercados financieros, e incrementando la posibilidad de la intervención política cuando el problema aparece. En Estados Unidos, por ejemplo, casi la mitad de los hogares poseen en la actualidad acciones o bonos, superior a 39 por ciento de 1989.

Ya que la *coordinación de la política fiscal* es débil en tiempos normales —porque los países enfrentan normalmente desafíos y prioridades muy diferentes— se pide para hoy, pues todos los países están enfrentando la misma perspectiva de demanda mundial inadecuada. Estimular la demanda agregada mediante la expansión fiscal está en el interés de todo mundo en este momento, pero cada país estará poco dispuesto a emprenderla en la escala necesaria porque algunos de los efectos expansionistas se desbordarán a otros países, y porque cualquier país que actúa solo —incluso Estados Unidos— puede temer con razón que esos aumentos en la deuda pública provocarán que los inversionistas pierdan la confianza en su sostenibilidad fiscal y retiren el financiamiento. Estas dos acciones se verán disminuidas por un compromiso para coordinar una amplia expansión fiscal. Un compromiso internacional conjunto para mantener abiertos los mercados para bienes y servicios debe ser un rasgo central de las respuestas normativas de los gobiernos.

Debe descubrirse un equilibrio entre los mecanismos nacionales e internacionales para una regulación mejorada y la prevención de crisis

En el diseño e implementación de reformas para fortalecer los mercados financieros y los regímenes regulatorios, la primera línea de responsabilidad está con los reguladores nacionales, pero entre los reguladores la cooperación financiera internacional es un imperativo inevitable. Si bien los cambios en las regulaciones nacionales han empezado a mejorar la transparencia y frustrar los riesgos excesivos, los mercados financieros de hoy altamente integrados requieren la coordinación estrecha entre autoridades a fin de mantener la confianza del mercado y evitar el arbitraje regulatorio. Los desbordamientos internacionales de la crisis en el campo financiero proporcionan actualmente un poderoso incentivo para la armonización, porque las preocupaciones sobre la estabilidad pesan temporalmente más que el impulso de buscar ventajas para el “equipo de casa”. Debe recordarse, sin embargo, que en tiempos normales a menudo se resiste la cooperación regulatoria por las autoridades normativas ávidas de proteger o aumentar la ventaja competitiva de las empresas financieras basadas en sus países. El análisis realizado para este informe sugiere que no sólo los incentivos de coordinación, sino también las ganancias extraídas son mayores cuando existe un impacto sobre la confianza. Pero, la coordinación debe ser además de, no un sustituto para, la acción nacional. Ya que los reguladores nacionales tienen el mejor acceso a la información en sus instituciones locales, deben conservar la principal responsabilidad para asegurar la estabilidad de sus propios sistemas financieros, sin andar buscando una ventaja competitiva para las firmas locales.

En el mediano plazo, los gobiernos deben reestablecer la sostenibilidad fiscal

Las medidas recientes, tomadas por bancos centrales en la Zona euro, Japón, el Reino Unido y Estados Unidos para comprar deuda privada y deuda pública como una vía para descongelar los mercados crediticios han conducido a una expansión significativa de los balances generales y de la base monetaria en esos países, proceso que ha reemplazado, en gran medida, la acumulación de reservas en divisas extranjeras por otros bancos centrales como el principal motor de la liquidez mundial.

Los niveles en aumento de la deuda pública y la expansión desenfrenada de los balances generales de los bancos centrales impondrán riesgos considerables a la estabilidad económica una vez que la recuperación se ponga en curso. Los principales países industriales empezaron la crisis con moderados coeficientes de deuda/PIB. Sin embargo, las cantidades sin precedentes gastadas para rescatar a las empresas financieras ya han inflado considerablemente esos coeficientes, y los gobiernos han tomado pasivos contingentes en relación a varias garantías financieras, cuyos efectos potenciales en la deuda pública son desconocidos. Los estímulos fiscales discrecionales, así como la operación de estabilizadores automáticos, incrementarán más los coeficientes de deuda, quizás duplicándolos en algunos países si la contracción se vuelve tan severa como ahora se prevé. Los compromisos de los gobiernos tendrán que financiarse, si no a través de impuestos, sí a través de la emisión de obligaciones de deuda. A medida que se incluyan las implicaciones fiscales de tales compromisos, las expectativas del tipo de cambio se ajustarán hacia arriba, aumentando el costo del capital para todos los prestatarios, incluidos aquellos en los países en desarrollo.

El daño a los países de ingreso bajo debido a la crisis debe mitigarse

Con tanto en juego, se necesita con urgencia que la comunidad financiera internacional eche una dura mirada a los cambios recientes, valore las vulnerabilidades y riesgos que son los productos involuntarios de las actuales intervenciones políticas y variaciones del mercado, y evalúe los efectos probables de aquellas intervenciones y variaciones en el desarrollo financiero. Es probable que la mayoría de los recursos disponibles que proporcionarán el FMI y otras instituciones financieras internacionales se brinden a los mercados emergentes de ingreso alto que probablemente serán capaces de reembolsar los préstamos que reciban.

En este clima, los países de ingreso alto que ya se encuentran bajo tensiones merecen especial atención. Incluso en los buenos tiempos, han tenido poco o ningún acceso al capital extranjero privado. Una combinación de errores de políticas y de mercado ha restringido su participación a proyectos ocasionales de financiamiento, en gran medida en industrias extractivas, y al mercado de préstamos a corto plazo, sobre todo préstamos bancarios para el financiamiento comercial.

Ese hecho aleccionador debe reforzarse la importancia del amplio acuerdo internacional para movilizar los recursos necesarios para alcanzar los ODM. Tras varias décadas de renegociación de la deuda a través de los mecanismos del Club de París, la serie de los programas oficiales de alivio de deuda que se inició bajo las medidas de Países Pobres Pesadamente Endeudados de 1996 y que culminó con el lanzamiento de la Iniciativa para el Alivio Multilateral de la Deuda de 2005, destaca como un ejercicio notable del multilateralismo y el sano sentido económico. Con menos recursos disponibles hoy en los países de ingreso bajo para atender la deuda externa, es sobre todo importante que el mundo deba avanzar en esos acuerdos, y ciertamente no echarse para atrás. Éstos son los temas y preocupaciones de la edición de este año de *Financiamiento para el desarrollo mundial*.