

INTRODUCCIÓN

En comparación con la edición de abril pasado de *Perspectivas de la economía mundial*, la recuperación económica es ahora mucho más incierta. La economía mundial está afectada por la confluencia de dos sucesos desfavorables. El primero es una recuperación mucho más lenta de las economías avanzadas desde el comienzo del año, un hecho que en gran medida no llegamos a percibir mientras ocurría. El segundo es una marcada agudización de la incertidumbre fiscal y financiera, que ha sido particularmente pronunciada desde agosto. Cada uno de estos sucesos es preocupante; su combinación y sus interacciones lo son aún más. Se necesitan con urgencia políticas enérgicas para mejorar las perspectivas y reducir los riesgos.

El crecimiento, que había sido vigoroso en 2010, disminuyó en 2011. En un principio, la desaceleración no causó demasiada preocupación. Habíamos proyectado cierta desaceleración, debido a la conclusión del ciclo de inventarios y la consolidación fiscal. Hechos aislados como el terremoto y el tsunami de Japón y los shocks a la oferta de petróleo ofrecían explicaciones plausibles de la profundización de la desaceleración. Y los datos iniciales sobre Estados Unidos subestimaron la magnitud de la desaceleración misma. Ahora, con cifras concretas, está claro que estaba ocurriendo algo más.

Lo que estaba ocurriendo era el estancamiento de dos reequilibramientos que, como hemos argumentado en numerosas ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial*, son necesarios para lograr “un crecimiento vigoroso, equilibrado y sostenible”.

Tomemos primero el reequilibramiento interno: lo que se necesita es pasar del estímulo fiscal a la demanda privada. La consolidación fiscal está ocurriendo efectivamente en la mayoría de las economías avanzadas (aunque no en Japón). Pero la demanda privada no está tomando el relevo. Las razones son variadas, dependiendo del país. Pero la escasez de crédito bancario, el legado del auge inmobiliario y el elevado apalancamiento de

muchos hogares están frenando la recuperación más de lo previsto.

Consideremos a continuación el reequilibramiento externo: las economías avanzadas con déficits en cuenta corriente, y sobre todo Estados Unidos, necesitan compensar la baja demanda interna con un aumento de la demanda externa. Esto implica simétricamente un alejamiento de la demanda externa a favor de la demanda interna en las economías de mercados emergentes con superávits en cuenta corriente, especialmente China. Este reequilibramiento no está ocurriendo. Aunque los desequilibrios disminuyeron durante la crisis, eso se debió más a una fuerte disminución del producto de las economías avanzadas en relación con las de mercados emergentes que a un ajuste estructural de estas economías. De cara al futuro, proyectamos una ampliación de los desequilibrios, no una disminución.

Pasemos ahora al segundo suceso desfavorable: la agudización de la incertidumbre fiscal y financiera. Está claro que los mercados ahora dudan más de la capacidad de muchos países para estabilizar la deuda pública. Durante algún tiempo, esa preocupación estuvo limitada mayormente a unos pocos países pequeños de la periferia europea. A medida que transcurrió el tiempo y que las perspectivas de crecimiento se empañaron, las preocupaciones se han extendido a más países europeos y a otros países fuera de Europa, desde Japón hasta Estados Unidos. Las preocupaciones en torno a los entes soberanos se han traducido en preocupaciones en torno a los bancos que han adquirido estos bonos soberanos, principalmente en Europa. Estas preocupaciones han conducido a un congelamiento parcial de los flujos financieros, y los bancos mantienen elevados niveles de liquidez y han restringido el otorgamiento de crédito. El temor a lo desconocido es agudo. Los precios de las acciones han caído. Esto afectará negativamente al gasto en los meses venideros. De hecho, las cifras de agosto indican que eso ya está ocurriendo.

El bajo crecimiento subyacente y las vinculaciones fiscales y financieras bien pueden entrar en un círculo vicioso, y ahí es donde radican los riesgos. Un bajo crecimiento hace más difícil lograr la sostenibilidad de la deuda y lleva a los mercados a preocuparse aún más por la estabilidad fiscal. Un bajo crecimiento también conduce a más préstamos en mora y debilita a los bancos. Una consolidación fiscal concentrada en las etapas iniciales puede, a su vez, conducir a un crecimiento aún más bajo. La debilidad de los bancos y la escasez del crédito bancario pueden producir el mismo efecto. Los bancos débiles y la posible necesidad de capitalización generan más preocupación en torno a la estabilidad fiscal. Los riesgos a la baja son muy reales.

Hasta ahora me he centrado en las economías avanzadas. La razón es que, por el momento, las economías de mercados emergentes en gran medida han sido inmunes a estos sucesos desfavorables. Han tenido que lidiar con flujos de capital volátiles, pero en general han continuado sustentando un crecimiento elevado. De hecho, algunas están cercanas a una situación de sobrecalentamiento, aunque las perspectivas son, nuevamente, más inciertas para muchas otras. En los escenarios de riesgo, bien pueden encontrarse expuestas a condiciones de exportación más desfavorables y a flujos de capital aún más volátiles. El bajo nivel de las exportaciones y posiblemente la caída de los precios de las materias primas también plantearán retos para los países de bajo ingreso.

En vista de la debilidad de las proyecciones de referencia y de los elevados riesgos a la baja, es esencial adoptar políticas enérgicas, basadas en tres pilares.

El primer pilar es la política fiscal. La consolidación fiscal no puede ser demasiado rápida o destruirá el crecimiento. No puede ser demasiado lenta o destruirá la credibilidad. La velocidad debe depender de las circunstancias de cada país, pero la clave sigue siendo una consolidación a mediano plazo creíble. Algunos países necesitan una ayuda

externa sustancial para lograrlo. Más allá de la política fiscal, también es esencial adoptar medidas encaminadas a apuntalar la demanda interna, que van desde mantener tasas de interés bajas hasta incrementar el crédito bancario y poner en marcha programas de resolución de los préstamos para la vivienda.

El segundo pilar son las medidas financieras. La incertidumbre fiscal no se desvanecerá de la noche a la mañana. E incluso con los supuestos más optimistas, el crecimiento de las economías avanzadas seguirá siendo bajo durante algún tiempo. En el ínterin, es necesario fortalecer a los bancos, no solo para aumentar el crédito bancario y el crecimiento de base, sino también para alejar el riesgo de que se formen círculos viciosos, lo cual es más importante. Para una serie de bancos, especialmente en Europa, esto probablemente requiera reservas de capital adicionales, ya sea de fuentes privadas o públicas.

El tercer pilar es el reequilibramiento externo. No parece probable que, aun con las medidas de política enumeradas arriba, la demanda interna de Estados Unidos y otras economías golpeadas por la crisis pueda asegurar por sí sola un crecimiento suficiente. Por lo tanto, las exportaciones de Estados Unidos y de las economías golpeadas por la crisis deben aumentar y, en consecuencia, las exportaciones netas del resto del mundo deben disminuir. Una serie de economías asiáticas, particularmente China, tienen grandes superávits en cuenta corriente y han anunciado planes para reequilibrar la demanda, de modo que la demanda interna reemplace a la externa. Estos planes no pueden ponerse en práctica de la noche a la mañana. Pero deben ponerse en práctica con la mayor celeridad posible. Únicamente con este reequilibramiento mundial podemos albergar la esperanza de un crecimiento más vigoroso en las economías avanzadas y, por implicación, en el resto del mundo.

Olivier Blanchard
Consejero Económico

La economía mundial se encuentra en una nueva fase peligrosa. La actividad mundial es ahora más débil y desigual; últimamente la confianza se ha deteriorado de manera drástica y los riesgos a la baja se están agudizando. Contra un telón de fondo de fragilidades estructurales no resueltas, la economía internacional se vio afectada este año por una ola de shocks. Japón sufrió el devastador terremoto y tsunami de la costa del Pacífico, y estallaron disturbios en algunos países productores de petróleo. Al mismo tiempo, en la economía estadounidense la transición de la demanda pública a la demanda privada se paralizó; la zona del euro sufrió graves trastornos financieros; los mercados mundiales experimentaron una venta masiva de activos riesgosos, y se observan crecientes indicios de efectos de derrame hacia la economía real. Los problemas estructurales que afrontan las economías avanzadas golpeadas por la crisis han resultado ser inesperadamente difíciles de corregir, y el proceso de elaborar y ejecutar reformas, aún más complicado. Por ende, las perspectivas para estas economías apuntan a una expansión ininterrumpida, pero débil y con sobresaltos. La incertidumbre en torno a las perspectivas de las economías de mercados emergentes se ha agudizado nuevamente, aunque se prevé que el crecimiento siga siendo más bien vigoroso, sobre todo en las economías que pueden contrarrestar el efecto del debilitamiento de la demanda extranjera en el producto con un menor endurecimiento de sus políticas.

Según las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, el crecimiento mundial se moderará a alrededor de 4% hasta fines de 2012, en comparación con más de 5% en 2010. El PIB real de las economías avanzadas crecerá, según lo previsto, a un ritmo anémico de alrededor de 1½% en 2011 y 2% en 2012, ayudado por el desvanecimiento paulatino de las fuerzas pasajeras que han frenado la actividad durante gran parte del segundo trimestre de 2011. Sin embargo, esto supone que las autoridades europeas contendrán la crisis de la

periferia de la zona del euro, que las autoridades estadounidenses encontrarán un equilibrio prudente entre el respaldo de la economía y la consolidación fiscal a mediano plazo, y que la volatilidad de los mercados financieros mundiales no recrudescerá. Además, ahora se proyecta que se hará una pausa en el retorno del estímulo monetario en las economías avanzadas. De acuerdo con este escenario, las incipientes limitaciones de la capacidad y la adopción de políticas restrictivas, que en gran medida ya han ocurrido, reducirían las tasas de crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo a alrededor de 6% en 2012, una cifra aun así muy sólida.

Los riesgos se inclinan claramente a la baja, y dos de ellos requieren especial atención de las autoridades:

- El primero es que las autoridades pierdan el control de la crisis de la zona del euro, pese a las firmes políticas de respuesta acordadas en la cumbre de la Unión Europea del 21 de julio de 2011. Las autoridades deben ratificar con rapidez los compromisos asumidos en la cumbre de julio y, entre tanto, el Banco Central Europeo (BCE) debe continuar interviniendo enérgicamente para mantener condiciones ordenadas en los mercados de deuda soberana. Los dirigentes deben atenerse a sus compromisos de hacer todo lo necesario para mantener la confianza en las políticas nacionales y en el euro. Además, en vista de la decreciente presión inflacionaria y de la agudización de las tensiones financieras y soberanas, el BCE debería bajar la tasa de política monetaria si persisten los riesgos a la baja para el crecimiento y la inflación.
- El segundo es que la actividad en Estados Unidos, que ya se está enfriando, sufra nuevos golpes; por ejemplo, como consecuencia de un impasse político en torno a la consolidación fiscal, la debilidad del mercado inmobiliario, el rápido aumento de las tasas de ahorro de los hogares o el deterioro de las condiciones financieras. Las profundas divisiones políticas significan que el curso de la política estadounidense es sumamente

incierto. Existe el grave riesgo de que aplicando recortes fiscales apresurados se debiliten más las perspectivas sin brindar las reformas necesarias a largo plazo para reducir la deuda a niveles más sostenibles. La evolución del mercado inmobiliario ha sido decepcionante, y aún no se perfila el fin del exceso de oferta ni de la caída de los precios, y los precios de las acciones han experimentado correcciones drásticas. Estos u otros sucesos podrían llevar a los hogares a acelerar el desapalancamiento, incrementando aún más sus tasas de ahorro. En vista de los crecientes riesgos a la baja para la actividad estadounidense, la Reserva Federal debe mantenerse preparada para brindar más respaldo no convencional, y la consolidación fiscal podría diferirse más a etapas posteriores a condición de que se adopten medidas a mediano plazo creíbles.

Cualquiera de estas posibilidades tendría graves repercusiones para el crecimiento mundial. La agudización de la tensión podría socavar las instituciones y los mercados financieros de las economías avanzadas, que continúan siendo inusitadamente vulnerables. Los precios de las materias primas y los flujos de capital y de comercio internacionales probablemente sufrirían una caída abrupta, arrastrando consigo el crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo. La magnitud del perjuicio que eso podría causar al crecimiento mundial queda ilustrada con más detalle en un escenario a la baja: la zona del euro y Estados Unidos podrían volver a caer en una recesión, y la actividad de 2012 podría estar alrededor de 3 puntos porcentuales por debajo de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. El daño para otras economías también sería significativo.

Los riesgos propios de las economías emergentes y en desarrollo parecen menos graves. Los indicios de sobrecalentamiento aún merecen cuidadosa atención, sobre todo por parte de las autoridades monetarias y de supervisión prudencial. Los riesgos vinculados a los precios de las materias primas y los disturbios sociopolíticos en algunas partes del mundo continúan preponderando.

El carácter desigual de la expansión y los numerosos riesgos que rodean a la actividad son síntomas de una economía mundial que continúa luchando por lograr los dos reequilibramientos

identificados en ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial*. Primero, la demanda privada debe ocupar el lugar de la demanda pública. En este ámbito, muchas economías han realizado un avance considerable, pero las grandes economías avanzadas siguen estando rezagadas. Segundo, las economías con grandes superávits externos deben apoyarse cada vez más en la demanda interna, y las que tienen grandes déficits deben hacer lo contrario. Este reequilibramiento se encuentra apenas a mitad de camino¹. Las principales economías avanzadas y de mercados emergentes necesitan afianzar sus políticas para promover el reequilibramiento y protegerse de los numerosos riesgos a la baja. Las políticas deben estar calibradas para reflejar un entorno mundial transformado, que incluye un menor producto potencial en muchas economías avanzadas y economías de mercados emergentes golpeadas por la crisis, una vulnerabilidad inusitada de los sectores financieros, elevados niveles de deuda y déficits públicos y mayor diferenciación del riesgo de crédito soberano entre las economías avanzadas, y una mayor fortaleza y resistencia económica en muchas economías emergentes.

Reequilibramiento entre la demanda pública y la demanda privada: Las autoridades de las economías golpeadas por la crisis deben resistir la tentación de recurrir principalmente a una política monetaria acomodaticia para reparar los balances y acelerar el saneamiento y la reforma del sector financiero. La política fiscal debe navegar entre el peligro de perder la credibilidad y el de socavar la recuperación. El ajuste fiscal ya se encuentra en marcha, y el avance ha sido significativo en numerosas economías. Es crítico reforzar los planes fiscales a mediano plazo y poner en práctica las reformas de los programas de prestaciones sociales para dejar aseguradas la credibilidad y la sostenibilidad fiscal, y para crear el margen de política económica necesario para respaldar la reparación de los balances, el crecimiento y la creación de puestos de trabajo. El afianzamiento de

¹Véanse Blanchard, Oliver, y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2011, "(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?", IMF Staff Discussion Note No. 11/03 (Washington: Fondo Monetario Internacional); y Lane, Philip, y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2011, "External Adjustment and the Global Crisis", IMF Working Paper No. 11/197 (Washington: Fondo Monetario Internacional), donde se analiza más a fondo este reto.

las perspectivas del sector real a corto plazo, a su vez, imprimiría mayor credibilidad a los planes de ajuste a mediano plazo. Si el entorno macroeconómico se deteriorara sustancialmente, los países con un margen de maniobra más amplio en el ámbito de la política fiscal deberían permitir el pleno funcionamiento de los estabilizadores automáticos y podrían optar por un ajuste más concentrado en etapas posteriores.

- En la zona del euro, es necesario quebrar el círculo vicioso entre las instituciones financieras y los entes soberanos débiles. Se debe solicitar a las instituciones financieras frágiles que capten más capital, preferentemente a través de soluciones privadas. Si estas no existen, tendrán que aceptar infusiones de capital público o respaldo del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), o someterse a su reestructuración o cierre. Los planes de consolidación fiscal a mediano plazo son debidamente ambiciosos. En las economías de la periferia, una tarea importante será encontrar el equilibrio justo entre la consolidación fiscal y la reforma estructural, por un lado, y el respaldo externo por el otro, de modo que el ajuste en estas economías sea sustentable.
- En Estados Unidos, las prioridades de política incluyen elaborar un plan de consolidación fiscal a mediano plazo que imprima a la deuda pública una trayectoria sostenible y poner en práctica políticas que sustenten la recuperación, entre otras formas facilitando el ajuste de los mercados inmobiliarios y de trabajo. La ley de empleo estadounidense brindaría a la economía un necesario respaldo a corto plazo, pero debe ir acompañada de un plan fiscal a mediano plazo sólido que incremente el ingreso público y contenga el crecimiento de los programas de prestaciones sociales.
- En Japón, el gobierno debería emprender medidas más ambiciosas para hacer frente al nivel muy elevado de deuda pública y, al mismo tiempo, atender las necesidades inmediatas de reconstrucción y desarrollo en las zonas afectadas por el terremoto y el tsunami.

En todas estas economías, un avance importante con respecto a la reforma de los programas de prestaciones sociales y la reforma tributaria ampliaría el margen para adaptar el ritmo de la consoli-

dación fiscal a corto plazo en función del vigor de la demanda interna, y limitar así un nuevo debilitamiento de la recuperación.

Reequilibramiento entre la demanda externa y la demanda interna: Avanzar en este flanco es ahora aún más importante para sustentar el crecimiento mundial. Algunas economías de mercados emergentes están contribuyendo con más demanda interna de lo conveniente (por ejemplo, varias economías de América Latina); otras no están contribuyendo lo suficiente (por ejemplo, economías emergentes clave de Asia). El primer grupo necesita contener la fuerte demanda interna reduciendo considerablemente los déficits fiscales estructurales y, en algunos casos, retirando aún más el estímulo monetario. El segundo grupo necesita una apreciación cambiaria significativa, junto con reformas estructurales para recortar los elevados superávits de ahorro en relación con la inversión. Esas políticas contribuirían a fortalecer su capacidad de resistencia a los shocks originados en las economías avanzadas, así como su potencial de crecimiento a mediano plazo.

La Gran Recesión amplificó una serie de problemas del sector real, sobre todo en las economías avanzadas. Estados Unidos podría encontrarse frente a una recuperación muy lenta del empleo. Aunque el desempleo no ha alcanzado los elevados niveles registrados después de la Segunda Guerra Mundial, las pérdidas de empleo durante la crisis no tuvieron precedentes y se sumaron a la deslucida evolución del empleo durante la década anterior. Desde comienzos de los años ochenta, los hogares no han estado tan preocupados por las perspectivas de sus ingresos como lo están ahora. Las prioridades incluyen facilitar el ajuste en el mercado de la vivienda y afianzar políticas activas en el mercado laboral. Sin embargo, en muchos sentidos el problema es tan grande que justifica un cambio drástico de política macroeconómica: una profunda reforma de los programas de prestaciones sociales y del sistema tributario con miras a ampliar el margen para que la política fiscal pueda sustentar la recuperación a corto plazo. En la zona del euro, haciendo abstracción de los grandes problemas que plantea la turbulencia financiera, la situación es más variada. Los hogares en general parecen estar menos preocupados que en Estados Unidos, y la destrucción de puestos de trabajo ha sido mucho menos grave, excepto en las economías

de la periferia golpeadas por la crisis. El principal reto estructural radica en que las economías de la periferia adopten reformas que les permitan recuperar y mantener con más facilidad la competitividad.

En el resto del mundo, existe una amplia variedad de retos estructurales. La gran afluencia de capitales en algunas economías de mercados emergentes pone de relieve la necesidad de mejorar su capacidad de absorción abriendo aún más los mercados de productos y servicios al capital extranjero y fortaleciendo los marcos de estabilidad financiera. Además, los elevados precios de los alimentos subrayan la necesidad de que muchas economías emergentes y en desarrollo tiendan redes de protección social bien focalizadas.

En vista del lento avance del reequilibramiento de la demanda mundial, los elevados precios de las materias primas y las modestas perspectivas de crecimiento de las economías avanzadas, las tasas de interés a largo plazo de entes soberanos clave probablemente se mantengan bajas. Esto puede promover la toma de riesgos en otras economías; los episodios anteriores de reciclaje masivo de dinero rara vez han estado exentos de accidentes financieros. De hecho, en algunas economías avanzadas y en una serie de economías de mercados emergentes se observan síntomas de una toma excesiva de riesgos: gran expansión crediticia, auges inmobiliarios y abundante afluencia de inversiones en los mercados financieros. En términos más generales, la crisis financiera puso en primer plano la extraordinaria vulnerabilidad del sistema financiero mundial a trastornos de los mercados de financiamiento mayorista. A nivel nacional, los bancos centrales han respondido instituyendo mecanismos temporales que inyectan liquidez si el financiamiento mayorista presenta riesgos de paralizarse. Sin embargo, no existen mecanismos de ese tipo a nivel internacional. En general, la última crisis financiera ilustra la necesidad urgente de incrementar la magnitud y el alcance de los mecanismos internacionales de distribución de riesgos, que se han quedado muy rezagados en relación con el tamaño de los mercados financieros internacionales.

Para que el comercio internacional continúe respaldando la recuperación mundial, las autoridades deben seguir resistiendo las presiones proteccionistas. Como la prolongada Ronda de Doha de la Organización Mundial del Comercio (OMC) se encuentra en una coyuntura crucial, los dirigentes políticos deben dar muestra de la voluntad y de la atención a alto nivel necesarias para elaborar un plan creíble que haga avanzar las negociaciones, entre otras formas comunicándole enérgicamente al público cuáles serían los beneficios. El fracaso de dicha ronda podría conducir a la fragmentación del sistema comercial internacional y al debilitamiento de la OMC y del multilateralismo.

A menos que se afiancen las políticas, sobre todo en las economías avanzadas, no se perfila más que una recuperación débil y con sobresaltos. Mediante políticas de respuesta más firmes y concertadas se podrían obtener grandes beneficios. Como lo explica el informe del FMI sobre el Programa de Evaluación Mutua del G-20, emprender programas de consolidación fiscal a mediano plazo propicios para el crecimiento en las economías avanzadas, aplicar políticas para reequilibrar la demanda en las economías de mercados emergentes con superávits y llevar a cabo reformas estructurales para impulsar el crecimiento potencial en todo el mundo podría estimular considerablemente el PIB mundial ². Más importante quizá sea que, sumadas a medidas encaminadas a facilitar el ajuste de los balances de los hogares y los bancos, esas políticas evitarían una década perdida de crecimiento en las economías avanzadas, que sería muy perjudicial para todos. Sin embargo, para lograrlo, las autoridades deberán hacer frente a difíciles retos de economía política en sus países y recobrar el vivo espíritu de colaboración que imperó en lo más álgido de la crisis.

²Véase Grupo de los Veinte, 2010, "G20 Mutual Assessment Process—Alternative Policy Scenarios", informe preparado por el personal técnico del Fondo Monetario Internacional para el Proceso de Evolución Mutua del G-20, Cumbre de Toronto del G-20, Toronto, Canadá, 26–27 de junio (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf.

DISTRIBUCIÓN PRELIMINAR
Septiembre de 2011

Capítulo 1

Perspectivas de la economía mundial

Se presenta la traducción preliminar del capítulo 1 de
Perspectivas de la economía mundial (septiembre de 2011).

La traducción definitiva al español de la totalidad
del informe se publicará próximamente.



Desaceleración de la actividad mundial

La actividad se ha debilitado significativamente (gráfico 1.1), tras una serie de trimestres en que el crecimiento ha sido más o menos acorde con las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. La desaceleración es producto de hechos tanto previstos como imprevistos. Nunca se esperó que persistiera el fuerte repunte cíclico de la producción industrial y del comercio mundial registrado en 2010. Sin embargo, en las economías avanzadas golpeadas por la crisis, especialmente Estados Unidos, la transición de la demanda pública a la demanda privada está tardando más de lo previsto. Además, los problemas de la deuda soberana y del sector bancario en la zona del euro han resultado mucho más tenaces de lo previsto. Asimismo, los trastornos provocados por el terremoto y el tsunami de la costa del Pacífico de Japón, así como la propagación de los disturbios en la región de Oriente Medio y Norte de África (OMNA) y la consecuente escalada de los precios del petróleo, fueron grandes sorpresas.

Los shocks que sufrieron Japón y la oferta de petróleo han producido un efecto temporal en el crecimiento mundial, que está comenzando a desvanecerse. Varios factores llevan a pensar que pueden haber reducido el producto de las economías avanzadas $\frac{1}{2}$ punto porcentual, mayormente en el segundo trimestre de 2011.

- Según algunas estimaciones, el número de automóviles fabricados en el mundo entero puede haberse reducido hasta 30% en los dos meses siguientes al terremoto y al tsunami japonés debido a trastornos de la cadena de suministro. En el caso de Estados Unidos, algunas estimaciones consideran que las pérdidas fueron del orden de 1 punto porcentual del PIB en el segundo semestre de 2011¹; otras muestran efectos más pequeños de alrededor de $\frac{1}{2}$ punto porcentual del PIB².

¹Véase Macroeconomic Advisers (2011). Según los planes anunciados por los fabricantes, argumentan que el creciente ensamblaje de automotores podría añadir $\frac{1}{4}$ puntos porcentuales al PIB en el tercer trimestre.

²Véase FMI (2011).

- Durante el segundo trimestre de 2011, los precios del petróleo superaron en más de 25% durante un breve período los niveles registrados en enero de 2011. Es difícil determinar en qué medida los precios se vieron empujados por el aumento de la demanda o la caída de la oferta (por ejemplo, de Libia). Suponiendo que una parte significativa de ese aumento fuera producto de la caída de la oferta, puede haber reducido el producto de las economías avanzadas en $\frac{1}{4}$ a $\frac{1}{2}$ medio punto porcentual del PIB.

Al mismo tiempo, el desempeño de las economías emergentes y en desarrollo fue más o menos acorde a las proyecciones, con considerables variaciones entre las distintas regiones. La actividad comenzó a repuntar con bastante vigor en las economías de Europa central y oriental y en los países de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) golpeados por la crisis; en el caso de estos últimos gracias a los elevados precios de las materias primas. El fuerte aumento de los precios de las materias primas también se tradujo en elevadas tasas de crecimiento en América Latina. En las economías en desarrollo de Asia, la actividad sufrió una modesta desaceleración como consecuencia de los trastornos en la cadena de suministro mundial y de los recortes de inventarios ante una demanda más incierta en las economías avanzadas. África subsahariana continuó expandiéndose con fuerza. Por el contrario, la actividad económica de la región de OMNA sufrió las consecuencias del conflicto sociopolítico, aunque la abundancia de ingresos públicos estimuló las economías de los exportadores de petróleo. El resultado neto de la evolución variada de las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes fue una actividad mundial inesperadamente débil durante el segundo trimestre (gráfico 1.1, panel inferior).

Renovada inestabilidad financiera

En los últimos tiempos, la volatilidad financiera se agudizó nuevamente y de manera drástica, alimentada por inquietudes en torno a la situación de la zona del

Cuadro 1.1. Panorama de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	Interanual						T4 a T4		
	2009	2010	Proyecciones		Diferencia con las proyecciones de junio de 2011		Estimaciones 2010	Proyecciones	
			2011	2012	2011	2012		2011	2012
Producto mundial¹	-0,7	5,1	4,0	4,0	-0,3	-0,5	4,8	3,6	4,1
Economías avanzadas	-3,7	3,1	1,6	1,9	-0,6	-0,7	2,9	1,4	2,2
Estados Unidos	-3,5	3,0	1,5	1,8	-1,0	-0,9	3,1	1,1	2,0
Zona del euro	-4,3	1,8	1,6	1,1	-0,4	-0,6	2,0	1,1	1,6
Alemania	-5,1	3,6	2,7	1,3	-0,5	-0,7	3,8	1,6	2,0
Francia	-2,6	1,4	1,7	1,4	-0,4	-0,5	1,4	1,4	1,7
Italia	-5,2	1,3	0,6	0,3	-0,4	-1,0	1,5	0,4	0,4
España	-3,7	-0,1	0,8	1,1	0,0	-0,5	0,6	0,7	1,7
Japón	-6,3	4,0	-0,5	2,3	0,2	-0,6	2,5	0,5	2,0
Reino Unido	-4,9	1,4	1,1	1,6	-0,4	-0,7	1,5	1,5	1,7
Canadá	-2,8	3,2	2,1	1,9	-0,8	-0,7	3,3	1,4	2,5
Otras economías avanzadas ²	-1,1	5,8	3,6	3,7	-0,4	-0,1	4,8	3,8	3,9
Economías asiáticas recientemente industrializadas	-0,7	8,4	4,7	4,5	-0,4	0,0	6,0	5,2	4,7
Economías de mercados emergentes y en desarrollo³	2,8	7,3	6,4	6,1	-0,2	-0,3	7,4	6,4	6,4
África subsahariana	2,8	5,4	5,2	5,8	-0,3	-0,1	...	...	...
América Latina y el Caribe	-1,7	6,1	4,5	4,0	-0,1	-0,1	5,4	4,1	3,9
Brasil	-0,6	7,5	3,8	3,6	-0,3	0,0	5,0	3,8	3,8
México	-6,2	5,4	3,8	3,6	-0,9	-0,4	4,2	3,7	3,2
Comunidad de Estados Independientes	-6,4	4,6	4,6	4,4	-0,5	-0,3	4,6	3,8	3,9
Rusia	-7,8	4,0	4,3	4,1	-0,5	-0,4	4,4	4,0	3,6
Excluido Rusia	-3,0	6,0	5,3	5,1	-0,3	0,0	...	...	...
Economías en desarrollo de Asia	7,2	9,5	8,2	8,0	-0,2	-0,4	9,0	8,1	8,1
China	9,2	10,3	9,5	9,0	-0,1	-0,5	9,8	9,3	9,1
India	6,8	10,1	7,8	7,5	-0,4	-0,3	9,2	7,0	7,5
ASEAN-5 ⁵	1,7	6,9	5,3	5,6	-0,1	-0,1	6,0	5,4	5,6
Europa central y oriental	-3,6	4,5	4,3	2,7	-1,0	-0,5	5,3	2,9	2,7
Oriente Medio y Norte de África	2,6	4,4	4,0	3,6	-0,2	-0,8	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>									
Unión Europea	-4,2	1,8	1,7	1,4	-0,3	-0,7	2,1	1,3	1,9
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	-2,3	4,0	3,0	3,2	-0,4	-0,5	...	...	...
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	-10,7	12,8	7,5	5,8	-0,7	-0,9	...	...	...
Importaciones									
Economías avanzadas	-12,4	11,7	5,9	4,0	-0,1	-1,1	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	-8,0	14,9	11,1	8,1	-1,0	-0,9	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	-11,9	12,3	6,2	5,2	-0,6	-0,9	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	-7,7	13,6	9,4	7,8	-1,8	-0,5	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)									
Petróleo ⁵	-36,3	27,9	30,6	-3,1	-3,9	-2,1	...	...	...
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	-15,7	26,3	21,2	-4,7	-0,4	-1,4	...	...	...
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	0,1	1,6	2,6	1,4	0,0	-0,3	1,6	2,5	1,3
Economías emergentes y en desarrollo ³	5,2	6,1	7,5	5,9	0,6	0,3	6,2	6,9	5,1
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)⁶									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	1,1	0,5	0,4	0,5	-0,2	-0,3	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	1,2	0,8	1,3	1,2	-0,4	-1,4	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0,7	0,4	0,5	0,3	0,0	0,1	...	...	...

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 18 de julio y el 15 de agosto de 2011. En los casos en que las economías no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de la economía. Los datos trimestrales agregados se han ajustado estacionalmente.

¹Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan el 90% de las ponderaciones mundiales ajustadas según la paridad del poder adquisitivo.

²Excluido el G7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido) y los países de la zona del euro.

³Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan aproximadamente el 80% de las economías emergentes y en desarrollo.

⁴Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

⁵Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue \$79,03 el barril en 2010; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es \$103,20 en 2011 y \$100,00 en 2012.

⁶Tasa a seis meses para Estados Unidos y Japón, y a tres meses para la zona del euro.

euro y a la fortaleza de la actividad mundial, y sobre todo la de Estados Unidos. La indecisión en la adopción de las políticas ha exacerbado la incertidumbre y agudizado las tensiones financieras, propagándose a la economía real. En la edición de septiembre de 2011 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report, GFSR*) se observa que en el segundo trimestre de 2011 surgieron nuevamente dudas sobre las perspectivas de solución a los problemas de la zona del euro, y que esas dudas se han intensificado desde entonces, a pesar de las medidas decisivas acordadas en la cumbre de la Unión Europea del 21 de julio de 2011. Es preocupante comprobar que los inversionistas han empujado significativamente al alza las primas de riesgo soberano de España, Italia, Bélgica y —en mucho menor medida— Francia (gráfico 1.2, paneles superiores), y que Chipre se ha visto sometido a considerable presión. Las tensiones se han hecho sentir nuevamente en los mercados interbancarios, y algunos bancos parecen seguir teniendo dificultades para obtener financiamiento (gráfico 1.2, panel central derecho). Como los indicios de debilidad se acumulan en economías avanzadas críticas —y sobre todo con las malas noticias del último par de meses sobre la economía estadounidense—, los mercados de acciones han experimentado fuertes caídas y la volatilidad de los precios de las acciones ha aumentado (gráfico 1.3, paneles superiores); asimismo, han subido los precios del oro y los bonos soberanos fuertes. Todos estos son indicios de que los inversionistas son mucho más cautelosos en cuanto a las perspectivas de las grandes economías avanzadas.

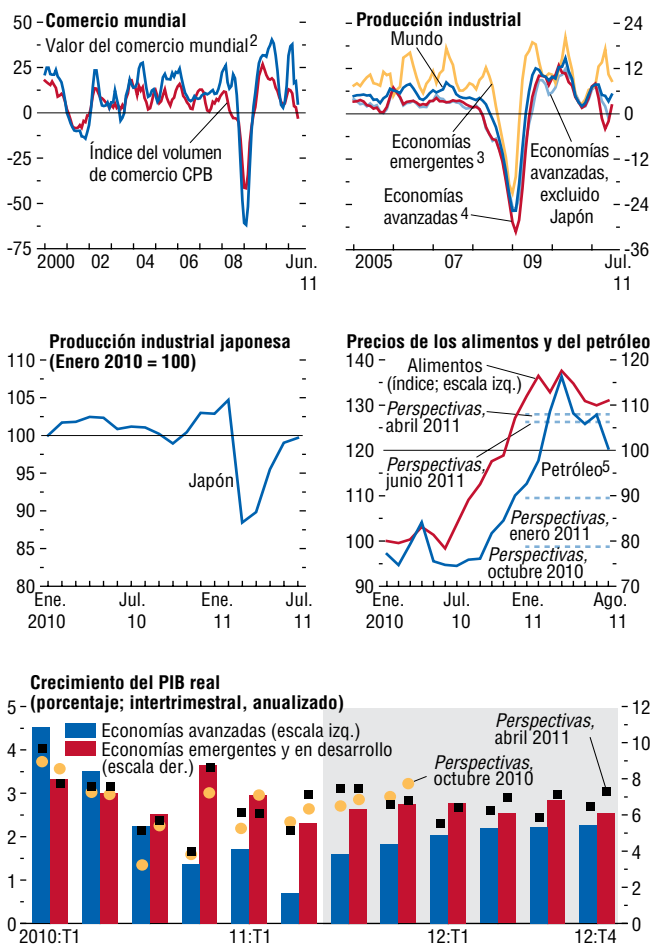
Una expansión más desigual

Es preocupante observar que distintos indicadores de la confianza de los consumidores y de las empresas de las economías avanzadas han sufrido fuertes retrocesos, en lugar de afianzarse como se hubiera podido esperar ante la presencia de shocks mayormente transitorios que se están desvaneciendo. Por lo tanto, el diagrama de evolución del crecimiento del FMI (gráfico 1.4, panel superior) apunta a un bajo crecimiento a corto plazo. Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* parten del supuesto de que las autoridades se ciñen a sus compromisos y que los trastornos financieros no escapan

Gráfico 1.1. Indicadores mundiales¹

(Variación porcentual anualizada del promedio trimestral móvil con respecto al promedio trimestral móvil anterior, salvo indicación en contrario)

El comercio internacional y la producción industrial perdieron ímpetu durante el segundo trimestre de 2011, en parte debido a que un terremoto y un tsunami en Japón trastornaron las cadenas de suministro mundiales y a que los elevados precios del petróleo enfriaron el consumo de las economías avanzadas. En consecuencia, el crecimiento mundial se debilitó más de lo esperado, principalmente en las economías avanzadas.



Fuentes: Oficina de Análisis Económico; Tesoro estadounidense; Banco Central Europeo; Haver Analytics; Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos, para el índice del volumen de comercio CPB, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹No todas las economías están incluidas en los agregados regionales. Para algunas economías, los datos mensuales se interpolan a partir de series trimestrales.

²En DEG.

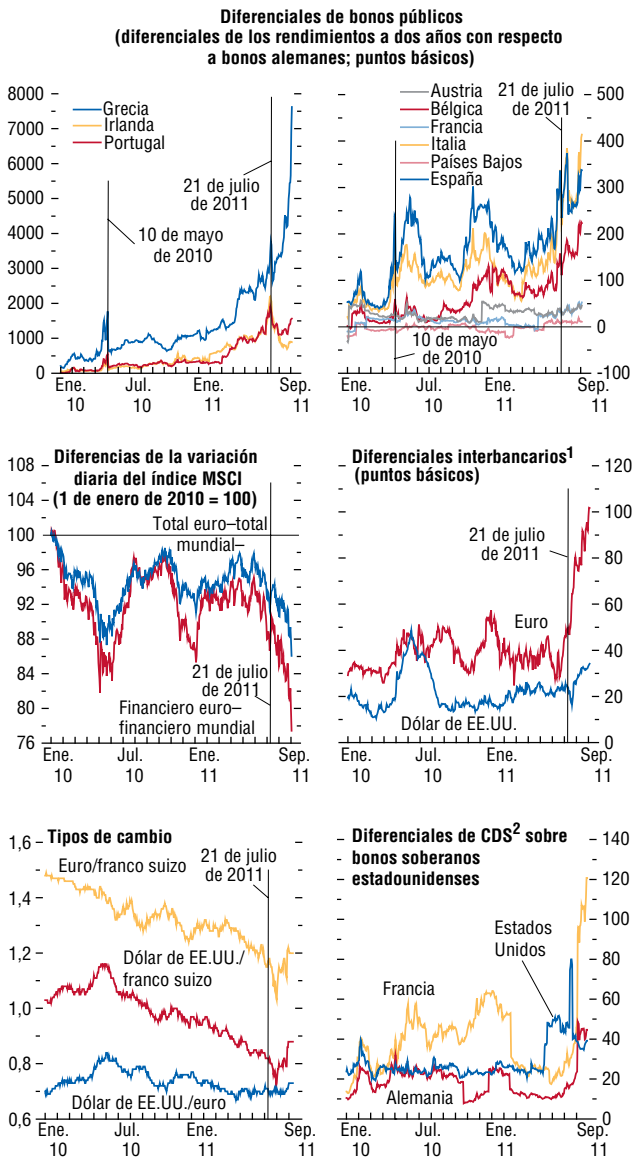
³Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

⁴Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Reino Unido, República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y zona del euro.

⁵Dólares de EE.UU. el barril; escala derecha; promedio simple de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate.

Gráfico 1.2. Tensiones financieras en Europa y Estados Unidos

La crisis de la zona del euro se ha profundizado y se ha ampliado. Los diferenciales de los bonos soberanos de las economías de la periferia han tocado nuevos máximos. Simultáneamente, los diferenciales de varias otras economías también se han ampliado en distinta medida. Los precios de las acciones han experimentado fuertes correcciones a la baja debido a inquietudes en torno a la debilidad de la actividad y los sectores financieros de las economías avanzadas. Las tensiones han vuelto a surgir en los mercados interbancarios. Al mismo tiempo, los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor (CDS, por su sigla en inglés) aplicados a los bonos del gobierno estadounidense han aumentado. Esto contrasta con la disminución de las tasas de los bonos estadounidenses. Tanto el euro como el dólar de EE.UU. se depreciaron respecto del franco suizo hasta hace poco.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Tasa interbancaria ofrecida en Londres a tres meses, menos tasa de letras públicas a tres meses.
²CDS=*swap* de incumplimiento del deudor.

a su control, lo cual permite que la confianza regrese a medida que se estabilizan las condiciones. La reanudación de una actividad más vigorosa en las economías avanzadas se verá entonces postergada, más que impedida, por la turbulencia. Por consiguiente, las proyecciones apuntan a un pequeño repunte de la actividad de las economías avanzadas y a un crecimiento sólido de las economías emergentes y en desarrollo durante 2011–12 (gráfico 1.5; cuadro 1.1). Se prevé que el crecimiento mundial ronde 4%. El crecimiento del PIB real de las grandes economías avanzadas —Estados Unidos, la zona del euro y Japón— aumentará moderadamente, según las proyecciones, de alrededor de ¾% en el primer semestre de 2011 a alrededor de 1½% en 2012, a medida que se desvanezcan los efectos de los disturbios pasajeros y que lentamente vuelvan a ponerse en marcha los motores fundamentales de la expansión. La actividad será más robusta en otras economías avanzadas, sobre todo las que tienen estrechos vínculos con las economías emergentes de Asia. Según las proyecciones, en las economías emergentes y en desarrollo, las limitaciones de la capacidad, la adopción de políticas restrictivas y la desaceleración de la demanda externa reducirían el crecimiento de los distintos países en diferente medida. En consecuencia, el crecimiento de estas economías disminuiría de alrededor de 7% en el primer semestre de 2011 a alrededor de 6% en 2012. A corto plazo, los riesgos se inclinan principalmente a la baja.

Se prevé el regreso de algunas fuerzas expansivas

Los factores que más alimentarán el fortalecimiento de la actividad a corto plazo son el repunte de la actividad en Japón, la caída de los precios del petróleo y de los alimentos (apéndice 1.1), y el sólido aumento de la demanda en economías de mercados emergentes clave.

- Los informes provenientes de Japón confirman una rápida recuperación tanto del producto como del gasto interno. La producción industrial está creciendo con rapidez, la confianza de las empresas está mejorando drásticamente, y el gasto de los hogares se está recuperando con celeridad. Aunque la escasez de electricidad probablemente repercuta

negativamente en la producción durante el tercer trimestre y aunque el programa de reconstrucción del gobierno podría sufrir nuevas demoras, parece encontrarse en marcha una recuperación a corto plazo en forma de V.

- Los precios del petróleo han regresado a los niveles en los que se encontraban cuando comenzaron los disturbios en la región de OMNA (apéndice 1.1). Terminaron el segundo trimestre en torno a \$105 el barril, tras tocar un máximo de alrededor de \$120 el barril a fines de abril, en parte gracias al aumento de la oferta de los demás miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y a la decisión de los miembros de la Agencia Internacional de Energía (AIE) de liberar reservas de emergencia estratégicas de petróleo crudo y refinado. El índice de precios de los metales básicos elaborado por el FMI disminuyó alrededor de 9% respecto del máximo del primer trimestre, registrado en febrero. Sin embargo, el descenso de los precios de los alimentos ha sido mucho más limitado, en torno al 4%, principalmente porque se prevé ahora que los cultivos alimentarios se ubiquen por debajo de las estimaciones previas.

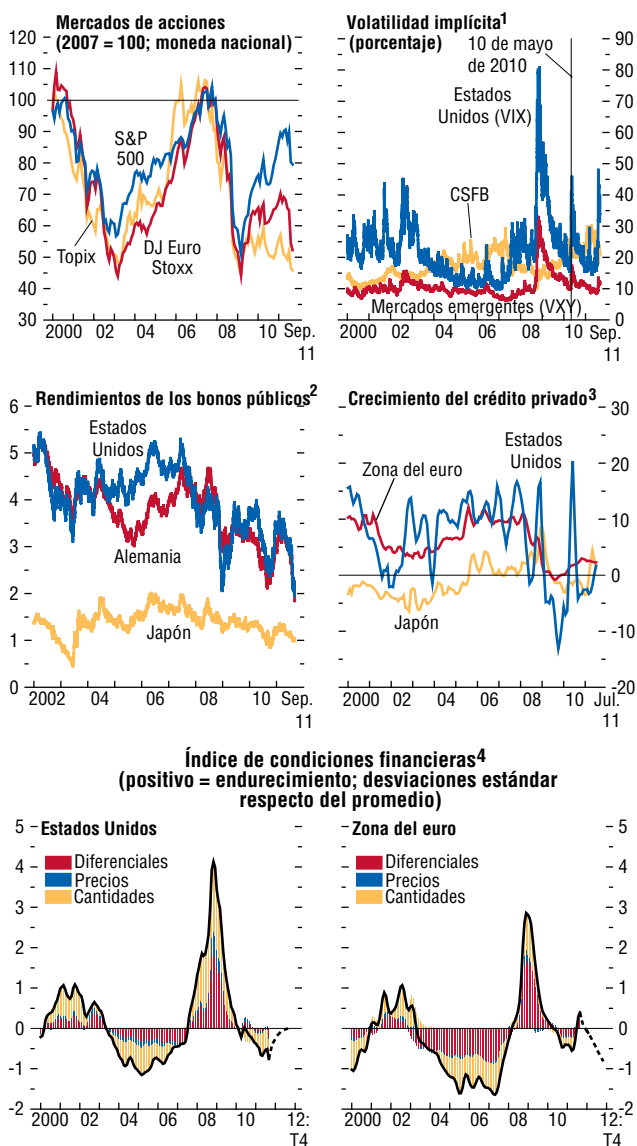
Es probable que la actividad reciba un respaldo mayor de otras fuentes. El ritmo de reducción de los inventarios debería desacelerarse a medida que se normalicen las cadenas mundiales de suministro (gráfico 1.6, panel central derecho). La inversión en maquinaria y equipos se ha expandido a un ritmo bastante vigoroso tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes (gráfico 1.6, panel inferior derecho), y continuará así según las proyecciones, dado que la rentabilidad empresarial es sólida y los balances empresariales son relativamente saludables.

Pero se prevé que el consumo de las grandes economías avanzadas quede rezagado

En las economías de mercados emergentes, el consumo es sólido desde hace tiempo, y está alimentado por la rápida expansión del empleo y de los ingresos. Sin embargo, es probable que continúe siendo anémico en las economías avanzadas por las siguientes razones principales:

Gráfico 1.3. Evolución reciente de los mercados financieros

Los mercados accionarios han retrocedido y la volatilidad ha estado en aumento. Los inversionistas se han volcado a los bonos públicos de países que consideran refugios seguros. Hay indicios de que el crédito estaba tocando fondo hasta hace poco. Los índices de condiciones financieras se han endurecido últimamente, pero las proyecciones suponen una mejora paulatina.



Fuentes: Bank of America/Merrill Lynch; Banco de Japón; Bloomberg Financial Markets; Banco Central Europeo; Reserva Federal; Haver Analytics; Thomson Datastream, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹VIX = Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago; VXY = índice de volatilidad de los mercados emergentes elaborado por JPMorgan; CSFB = barómetro del temor elaborado por Credit Suisse.

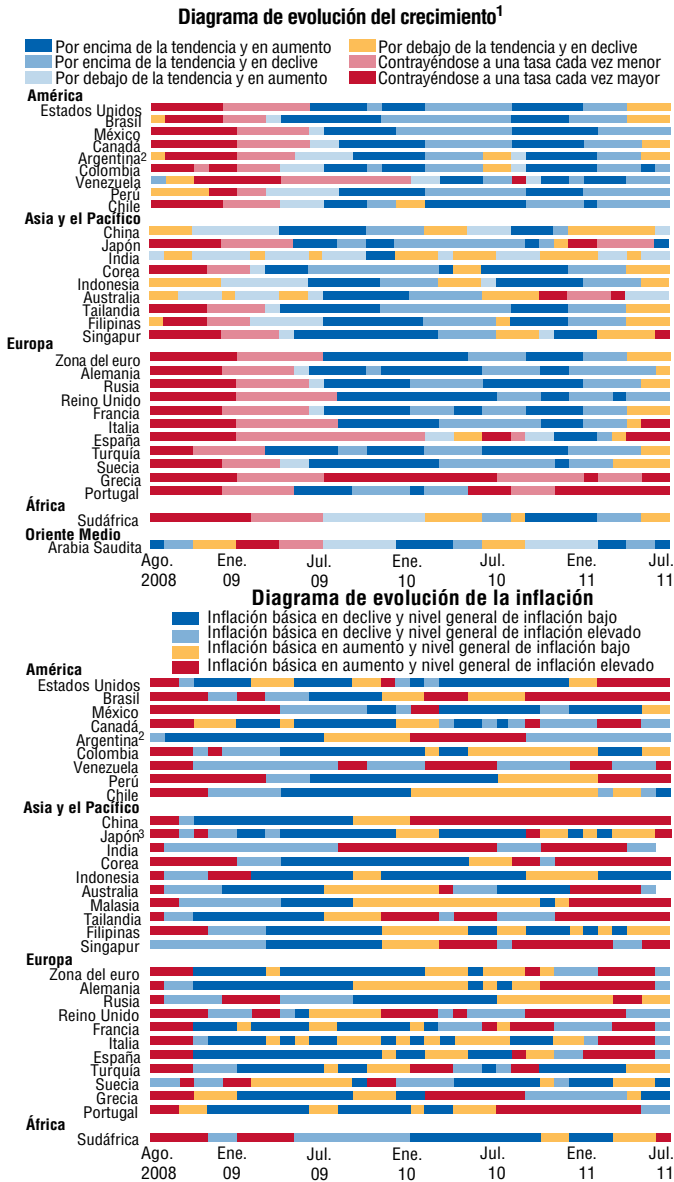
²Bonos públicos a 10 años.

³Variación porcentual anualizada del promedio trimestral móvil con respecto al promedio trimestral móvil anterior. Después de enero de 2009, se utilizan préstamos ajustados según ventas y titulación en la zona del euro. El fuerte aumento registrado en Estados Unidos a fines de 2010 se debe a los activos sobre tarjetas de crédito titulados de propiedad de los bancos, que se incorporaron a los balances en 2010.

⁴Los datos históricos son mensuales, y los pronósticos (líneas punteadas) son trimestrales.

Gráfico 1.4. Perspectivas de la actividad a corto plazo

El diagrama de evolución del crecimiento elaborado por el personal técnico del FMI apunta a una moderación del crecimiento a muy corto plazo, en tanto que el diagrama de evolución de la inflación sugiere una presión aún elevada sobre los precios en varias economías de mercados emergentes. Esto es producto tanto de los elevados precios de las materias primas como de la creciente inflación básica.



Fuentes: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ El diagrama de evolución del crecimiento se describe en Matheson (2011). Dentro de las regiones, los países se clasifican por el tamaño de su economía.

² Las cifras se basan en los datos oficiales del PBI y del índice de precios al consumidor (IPC-GBA). Las autoridades se han comprometido a mejorar la calidad de los datos oficiales sobre el PBI y el IPC-GBA de Argentina, de modo tal que la provisión de dichos datos se torne consistente con el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el Convenio Constitutivo del FMI. Hasta tanto mejore la calidad de los datos reportados, el personal del FMI utilizará también otros indicadores alternativos de crecimiento del PBI e inflación para el seguimiento macroeconómico, entre los cuales se incluyen estimaciones de analistas privados, que han mostrado desde 2008 un crecimiento que, en promedio, es significativamente más bajo que el crecimiento del PBI oficial; y datos elaborados por oficinas estadísticas provinciales y estimaciones de analistas privados, que han mostrado desde 2007 una tasa de inflación considerablemente más alta que la inflación oficial.

³ Este método mide la presión inflacionaria en relación con las tendencias históricas. En Japón, la inflación es más alta que las tendencias recientes pero aún es muy baja.

- Es probable que el desempleo se mantenga elevado durante algún tiempo. El empleo bien podría dar muestras de más debilidad durante gran parte del tercer trimestre, aun si los indicadores de empleo de las encuestas que integran el índice de gerentes de compras (PMI, por sus siglas en inglés) hasta el momento han mostrado más capacidad de resistencia que los índices de producción (gráfico 1.6, paneles superiores). No parecen inminentes ni una aceleración significativa ni una fuerte caída del empleo.
- Las utilidades empresariales han subido gracias al nivel deprimido de los salarios y a los bajos costos de financiamiento, pero esto no está beneficiando directamente a los hogares con una elevada propensión al consumo. Las inquietudes en torno a las perspectivas del ingreso son particularmente acuciantes en Estados Unidos, donde una pérdida de puestos de trabajo extraordinariamente profunda se ha sumado a una disminución tendencial continua del ritmo de creación de empleo (como se explica más adelante). Entretanto, la proporción de utilidades empresariales dentro del ingreso ha vuelto a ubicarse en torno a 10%, un porcentaje cercano a los elevados niveles registrados antes de la crisis. Del análisis del empleo y del producto sectorial se desprende una conclusión parecida en cuanto a puestos de trabajo e ingresos (recuadro 1.1).
- Los precios de la vivienda no dan indicios de estabilización en las economías críticas golpeadas por la crisis, como Estados Unidos y España (gráfico 1.7, panel inferior izquierdo). La gran cantidad de propiedades no vendidas con hipotecas que superan el valor del capital invertido continúa representando un importante riesgo a la baja para el consumo en Estados Unidos. Los precios de la vivienda están subiendo nuevamente en otras economías avanzadas como Alemania y Francia, y se mantienen elevados en Canadá. Sin embargo, en todos lados, los hogares han sufrido recientemente pérdidas significativas de su patrimonio bursátil.

La volatilidad financiera podría frenar la actividad

Como se explica en la edición de septiembre de 2011 del informe *GFRS*, los riesgos para la estabilidad financiera nuevamente han recrudecido de

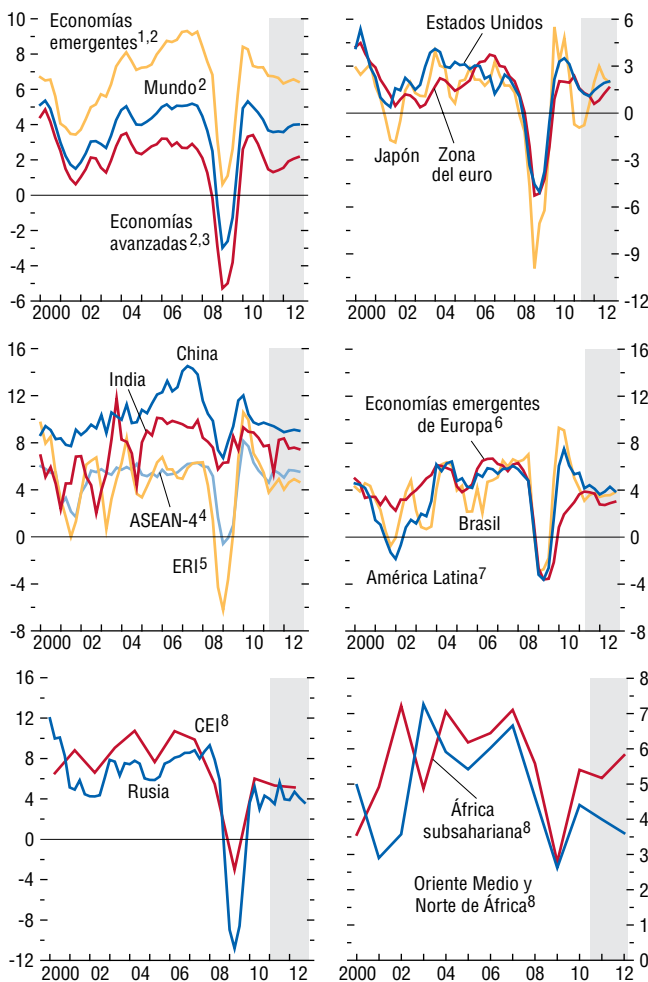
manera drástica. Los índices de condiciones financieras elaborados por el personal técnico del FMI, que tienen en cuenta la evolución de los precios de las acciones y los bonos, los diferenciales y el volumen de crédito bancario en Estados Unidos y la zona del euro, se han endurecido notablemente en los últimos tiempos (véase el gráfico 1.3, panel inferior), principalmente como consecuencia de la caída de los precios de las acciones y el estrechamiento de los diferenciales. La evolución de los mercados financieros —y su efecto en el sector real de las economías avanzadas— aún no es clara. Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* parten del supuesto de que el último episodio de volatilidad no conducirá a fuertes aumentos de las tasas de ahorro y que postergará, pero no impedirá, la normalización de las condiciones crediticias. Los diferenciales de crédito a las empresas en los mercados de capital y de los entes soberanos de mercados emergentes aún son relativamente bajos. Las proyecciones del personal técnico del FMI suponen que los bancos podrían prescindir de un endurecimiento fuerte y sostenido de las condiciones crediticias, en algunos casos gracias al respaldo de liquidez brindado por los bancos centrales. Sin embargo, el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento amenaza los balances públicos y privados y complica significativamente el reto de hacer frente a una fuerte carga de la deuda.

Las condiciones financieras continúan siendo propicias para el crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo, a pesar del aumento de la volatilidad (gráfico 1.8). En la mayoría de estas economías, el crédito bancario se mantiene sólido (gráfico 1.9, paneles superiores). La búsqueda de rentabilidad está estimulando las entradas de capital e incrementando una liquidez interna de por sí abundante. Pero esos flujos son volátiles (gráfico 1.8, paneles inferiores). Según las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, los flujos netos de capital privado hacia la mayoría de las regiones aumentarán más, suponiendo que las autoridades de las economías avanzadas impidan que ocurra un ciclo de deterioro de las perspectivas de los entes soberanos y del sector privado. El efecto del crecimiento vigoroso y del endurecimiento de las condiciones monetarias en las economías de mercados emergentes neutralizaría entonces el efecto de

Gráfico 1.5. Perspectivas mundiales

(PIB real; variación porcentual trimestral respecto de un año antes, salvo indicación en contrario)

De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento mundial recuperará cierto ímpetu durante el segundo semestre de 2011. El crecimiento del PIB real en las grandes economías avanzadas regresaría paulatinamente a un nivel del orden del 2%. La actividad de las economías emergentes y en desarrollo se desaceleraría debido a las limitaciones de la capacidad y a la adopción de políticas restrictivas, y se asentaría en torno a una tasa aun así elevada de alrededor de 6% en 2012. La expectativa es que el crecimiento se mantenga muy elevado en las economías emergentes de Asia, sobre todo en China e India, seguidas de África subsahariana

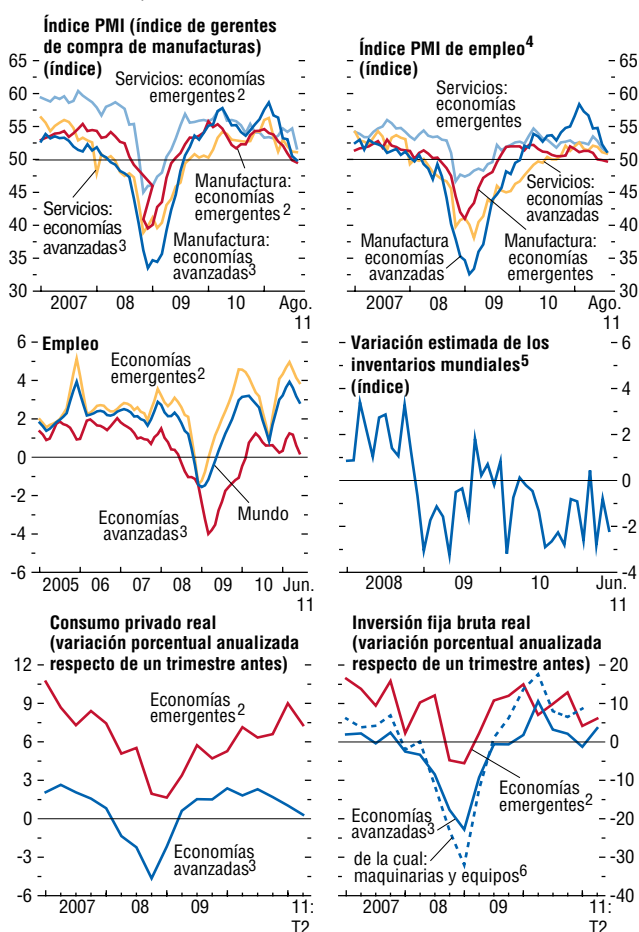


Fuentes: Haver Analytics y base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.
 1 China, India, Rusia, Sudáfrica, Turquía y las economías enumeradas en las notas 4, 6 y 7.
 2 Incluye solamente las economías que declaran datos trimestrales.
 3 Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, República Checa, Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza y zona del euro.
 4 Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.
 5 Las economías recientemente industrializadas (ERI) de Asia comprenden Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.
 6 Bulgaria, Hungría, Letonia, Lituania y Polonia.
 7 Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
 8 CEI = Comunidad de Estados Independientes. Variación porcentual anual respecto de un año antes. Los datos de OMNA excluyen a Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

Gráfico 1.6. Indicadores de crecimiento corrientes y anticipados¹

(Variación porcentual anualizada del promedio trimestral móvil con respecto al promedio trimestral móvil anterior, salvo indicación en contrario)

Los indicadores del índice PMI en el sector de manufacturas y el sector de servicios aún están por encima de 50, y por consiguiente apuntan a una expansión ininterrumpida a corto plazo, pero a un ritmo más lento que en 2010. Los indicadores también sugieren que no se esperan recortes de las nóminas. Los datos sobre ventas minoristas y producción industrial llevan a pensar que hasta el momento no se ha producido una reconstitución sustancial de los inventarios. Una vez que vuelva a disminuir la incertidumbre en torno a las perspectivas, la aceleración de la constitución de inventarios podría proporcionar más respaldo. El consumo privado ha sido sólido en las economías emergentes y anémico en las avanzadas. La inversión ha crecido con bastante fuerza, excepto en el sector de la construcción de las economías avanzadas.



Fuentes: Haver Analytics NTC Economics, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹No todas las economías están incluidas en los agregados regionales. Para algunas economías, los datos mensuales se interpolan a partir de series trimestrales.

²Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

³Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Reino Unido, República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y zona del euro.

⁴Agregados en base a los datos disponibles del índice PMI de empleo en el sector de servicios y del índice PMI de empleo en el sector de manufacturas de las economías avanzadas y emergentes.

⁵Sobre la base de desviaciones respecto de la relación (de cointegración) estimada entre la producción industrial y las ventas minoristas a escala mundial.

⁶Promedios ponderados según la paridad del poder adquisitivo de los productos metálicos y maquinarias en la zona del euro; plantas y equipo en Japón; plantas y maquinaria en el Reino Unido, y equipo y programas informáticos en Estados Unidos.

una mayor aversión al riesgo entre los inversionistas. Sin embargo, como se señala en el informe *GFRS*, en vista de la agudización de los riesgos mundiales a la baja, los mercados emergentes también podrían exponerse a una fuerte reducción de la demanda, un vuelco de los flujos de capital y un aumento de los costos de financiamiento que podrían repercutir en la solidez financiera de los bancos nacionales.

La política monetaria continuará respaldando la actividad

La política monetaria continúa siendo sumamente acomodaticia en muchas economías avanzadas (gráfico 1.10, paneles superiores), a pesar de la finalización de la segunda ronda de expansión cuantitativa en Estados Unidos y del aumento de las tasas en una serie de economías avanzadas, incluida la zona del euro. Los trastornos financieros ya han afectado a la formulación de la política monetaria. Los bancos centrales de Japón y Suiza recientemente tomaron medidas para distender más las condiciones monetarias, en un contexto de creciente presión deflacionaria generada por la apreciación de las monedas. La Reserva Federal ha indicado que, conforme a sus proyecciones, las condiciones económicas exigirán tasas de política monetaria excepcionalmente bajas como mínimo hasta mediados de 2013. El Banco Central Europeo (BCE) ha ampliado sus operaciones de liquidez e intensificado el programa para mercados de valores. En términos más generales, los mercados han venido postergando hacia un futuro más distante las expectativas de aumentos de las tasas. Pese a la aplicación de una política monetaria más restrictiva por parte de muchos bancos centrales de economías de mercados emergentes y la adopción de otras medidas encaminadas a desacelerar la expansión del crédito, las tasas de interés reales siguen siendo bajas y el crédito está creciendo con fuerza en varias de estas economías (gráfico 1.10, paneles inferiores).

Pero la consolidación fiscal le restará ímpetu al crecimiento a corto plazo

La consolidación fiscal pesará cada vez más sobre la actividad (gráfico 1.11, panel central izquierdo). En las economías avanzadas, la política fiscal fue neutral en 2010; su distensión en Alemania, Canadá, Estados

Unidos y Japón se vio compensada en términos generales por la aplicación de una política más restrictiva en otros países. En muchas economías, hubo un avance significativo hacia el ajuste fiscal: se adoptó una política más restrictiva en el primer semestre de 2011, y ahora se estima que el ritmo de la consolidación será sensiblemente superior a las estimaciones anteriores. Concretamente, ahora se proyecta que el saldo fiscal estructural de Estados Unidos mejorará alrededor de ½% del PIB en 2011, lo cual implica un retiro del estímulo fiscal equivalente a 1 punto porcentual del PIB en comparación con la proyección de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. La orientación de la política fiscal será más restrictiva en 2012, más que nada como consecuencia de un endurecimiento en Estados Unidos, pero también de una sustancial consolidación en distintas economías de la zona del euro. El análisis del personal técnico del FMI sugiere que la transición de una política de estímulo fiscal a una política de consolidación fiscal le restará ímpetu a la actividad a corto plazo³.

Se prevé que las fuerzas expansivas neutralicen las fuerzas contractivas

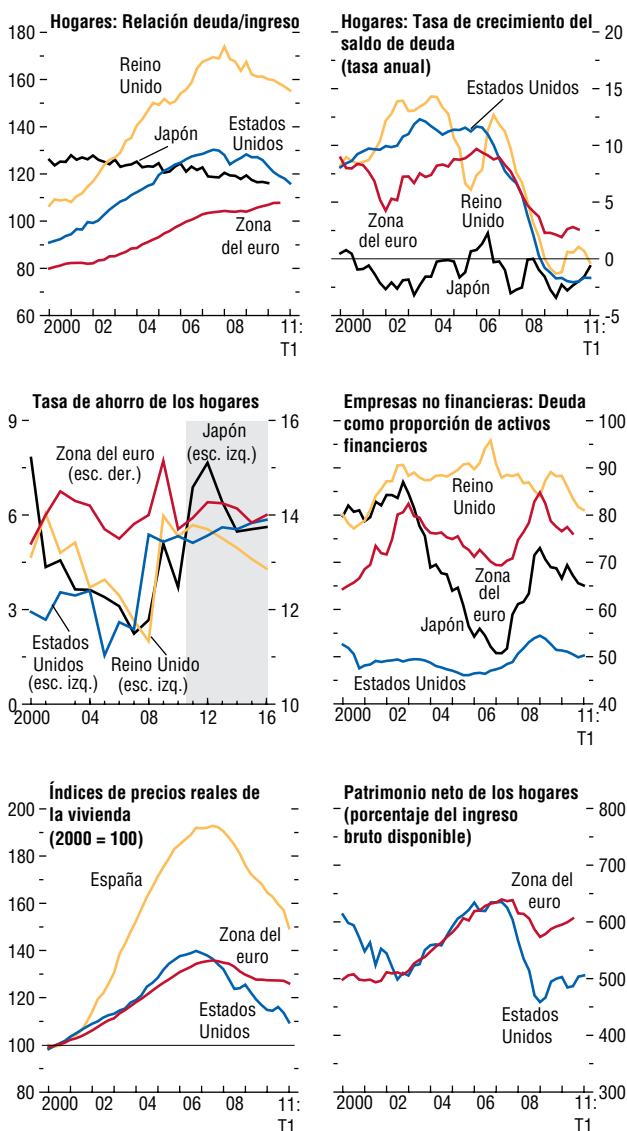
Globalmente, los datos apuntan a un crecimiento ininterrumpido y desigual. En comparación con la actualización de junio de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, la revisión más notable es la reducción del crecimiento del PIB real proyectado para Estados Unidos en 1 punto porcentual en 2011 y 2012. Otras revisiones correspondientes a las economías avanzadas son en general de ½ a 1 punto porcentual. Las correcciones a la baja para la mayoría de las economías emergentes y en desarrollo rondan ½ punto porcentual. El crecimiento seguirá siendo relativamente robusto en estas economías porque pueden contrarrestar una demanda externa más débil con la aplicación de políticas menos restrictivas. Las proyecciones de crecimiento de Europa central y oriental en 2011 se han reducido debido a que en Turquía se prevé un crecimiento menos vigoroso (aunque todavía intenso). Además, las perspectivas de la región de OMNA han sido revisadas nuevamente a la baja, en alrededor de ¾ de punto porcentual para 2012.

³Véase el capítulo 3 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 1.7. Balances y tasas de ahorro

(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

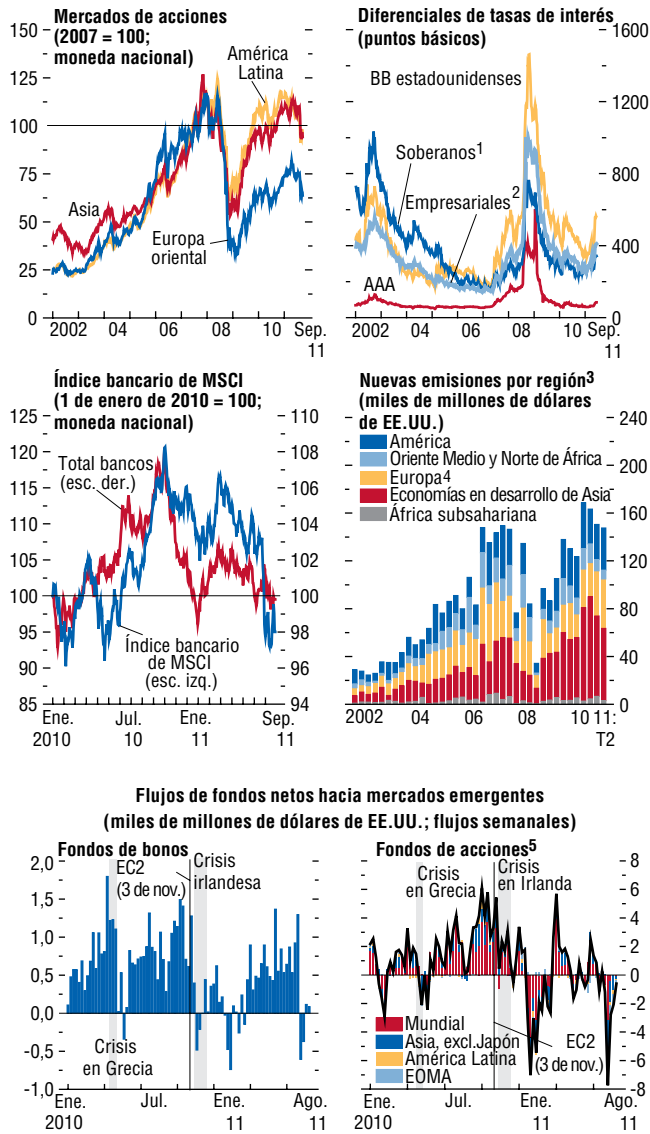
La acumulación de deuda por parte de los hogares se ha estado desacelerando, pero ahora hay indicios de que está tocando fondo. Aunque la deuda de los hogares continúa disminuyendo en Estados Unidos y Japón, su ritmo se está estabilizando o aminorando. De acuerdo con las proyecciones, las tasas de ahorro de los hogares se moverán lateralmente, lo cual implica que el crecimiento del ingreso disponible se traducirá por completo en un crecimiento del consumo. Aunque la recuperación de los mercados financieros desde 2009 ha incrementado la riqueza de los hogares, los precios de la vivienda continúan bajando en las economías golpeadas por la crisis.



Fuentes: Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 1.8. Condiciones en los mercados emergentes

Los precios de las acciones también han retrocedido en los mercados emergentes, pero en general no están muy por debajo de los niveles previos a la crisis. Los diferenciales de tasas de interés últimamente han registrado pequeños aumentos. Sin embargo, recientemente los flujos encauzados hacia acciones y bonos han experimentado un retroceso notable.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; EPFR Global, y cálculos del personal técnico del FMI.

- ¹Diferencial del índice EMBI Global de JPMorgan.
- ²Diferencial del índice CEMBI Broad de JPMorgan.
- ³Total de emisiones de acciones, préstamos sindicados y bonos internacionales.
- ⁴Europa central y oriental, y Comunidad de Estados Independientes.
- ⁵EOMA = Europa, Oriente Medio y África.
- ⁶EC2 = Segunda expansión cuantitativa.

- Entre las economías avanzadas, el crecimiento del PIB real de Estados Unidos aumentará de manera muy gradual, según las proyecciones, de alrededor de 1% en el segundo trimestre de 2011 a alrededor de 2% en 2012. Los factores especiales que impulsaron la actividad de la zona del euro (especialmente en Alemania) durante el primer trimestre ya perdieron fuerza. Además, la contracción de la demanda externa y las tensiones generadas por los trastornos financieros repercutirán negativamente en la inversión y el consumo, con lo cual el crecimiento del PIB real se mantendrá en alrededor de ¼% durante el resto de 2011, antes de aumentar paulatinamente a alrededor de 1% en el curso de 2012. Esto supone que las políticas nacionales y de la zona del euro seguirán siendo suficientemente firmes como para mantener controlada la turbulencia financiera. La economía japonesa se expandirá con vigor, según lo proyectado, durante el segundo semestre de 2011 y, en menor medida, en el primer semestre de 2012, a medida que la economía se recupere del terremoto y el tsunami.
- El crecimiento del PIB real de las economías emergentes y en desarrollo durante el segundo semestre de 2011 rondará 6¼% según las proyecciones, en comparación con alrededor de 7% durante el primer semestre. Las economías emergentes de Asia continuarían creciendo con fuerza, alrededor de 8%, propulsadas por China e India. En América Latina, se prevé que el crecimiento se moderará a 4% en 2012, en comparación con alrededor de 6% en 2010, a medida que se desacelere la demanda externa y que la aplicación de políticas macroeconómicas más restrictivas comience a frenar la vigorosa demanda interna. Como el repunte de las regiones de Europa central y oriental y la CEI perderá algo de ímpetu en 2012, particularmente en Turquía, el crecimiento del PIB real de las economías emergentes y en desarrollo se ubicaría en torno a 6%.

Capacidad económica ociosa junto a indicios de sobrecalentamiento

La constante expansión de la economía mundial ha traído aparejada una creciente diversidad cíclica. El

panorama revela exceso de capacidad en las economías avanzadas e indicios de sobrecalentamiento en las economías emergentes y en desarrollo. Sin embargo, dentro de cada grupo existe una variedad significativa.

Pese a pérdidas permanentes del producto, en las economías avanzadas persisten las brechas del producto

Para fines del primer semestre de 2011, numerosas economías habían retomado niveles de producto cercanos a los registrados antes de la crisis (gráfico 1.12, panel superior izquierdo). A ese grupo pertenecen una serie de economías avanzadas y emergentes duramente golpeadas por la crisis (por ejemplo, las de Europa central y oriental y la CEI). Sin embargo, Italia y España continúan rezagadas, y el producto de Japón se vio gravemente trastornado por el terremoto y el tsunami. Otras economías avanzadas de Asia, por el contrario, ya dejaron muy atrás los niveles de producto previos a la crisis, al igual que muchas otras economías emergentes y en desarrollo.

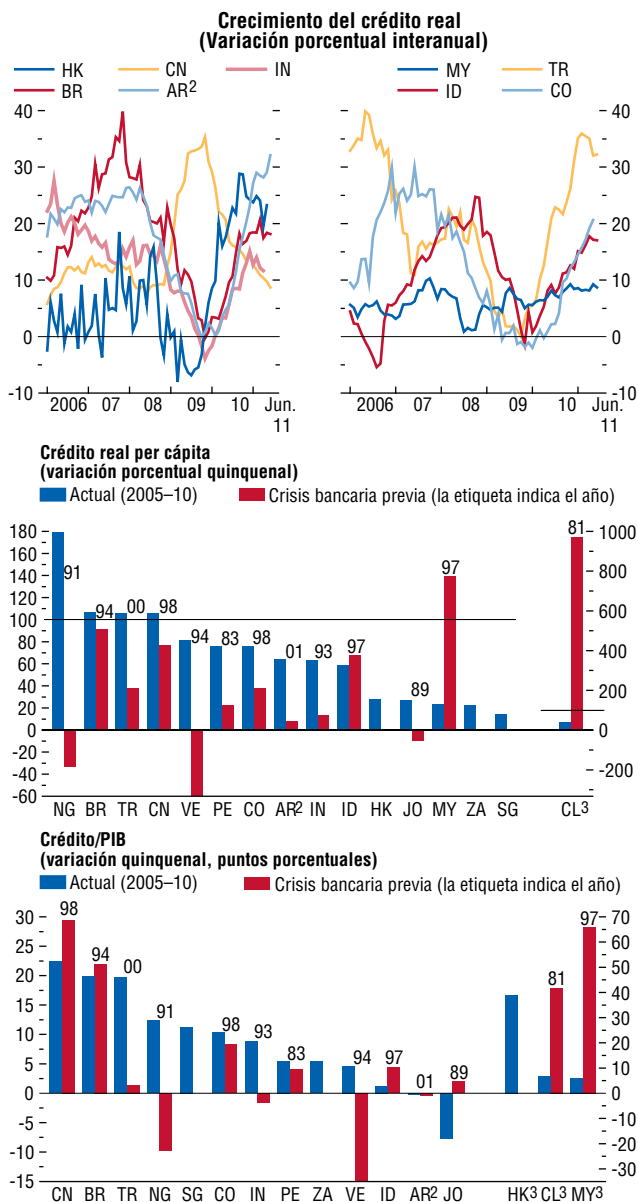
Aunque la recesión ha concluido, muchas economías continúan funcionando a niveles muy por debajo de las tendencias previas a la crisis (gráfico 1.12, panel superior derecho). Las pérdidas de producto en relación con la tendencia son mayores en las economías donde tuvo su epicentro la crisis, como Estados Unidos y el Reino Unido, y en muchas economías de Europa central y oriental y la CEI, especialmente Rusia. En estas economías, el producto está alrededor de 10% por debajo de las tendencias previas a la crisis. Las pérdidas también persisten en las economías con vínculos económicos muy estrechos con las economías golpeadas por la crisis, como Canadá y México, que mantienen estrechos lazos comerciales con Estados Unidos.

Las estimaciones y proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, sugieren que las pérdidas de producto relacionadas con la crisis serán duraderas, aunque las brechas del producto perduran (gráfico 1.12, panel inferior izquierdo)⁴. En Estados Unidos, la brecha estimada ronda 5½% del PIB potencial en 2011; la brecha está alrededor de 10% por debajo de las tendencias previas a la crisis. Con la excepción de Japón, las brechas del producto de otras grandes

⁴Esto coincide con los datos sobre las recuperaciones tras crisis financieras presentados en el capítulo 4 de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 1.9. Economías de mercados emergentes con una fuerte expansión crediticia¹

La expansión del crédito bancario es fuerte en una serie de economías de mercados emergentes. En términos per cápita, el crédito prácticamente se duplicó en términos reales durante 2005–10. También creció mucho más rápido que el PIB nominal en varias economías. Por una parte, esto indica una profundización financiera, que es algo positivo. Por otra parte, despierta inquietudes, porque las tasas de expansión son tan elevadas que probablemente ocurran a expensas de un deterioro de la calidad del crédito. Además, la fuerte expansión del crédito coincide con aumentos rápidos de los precios inmobiliarios en muchas economías emergentes. Estas condiciones recuerdan a las observadas durante la gestación de otras crisis bancarias.

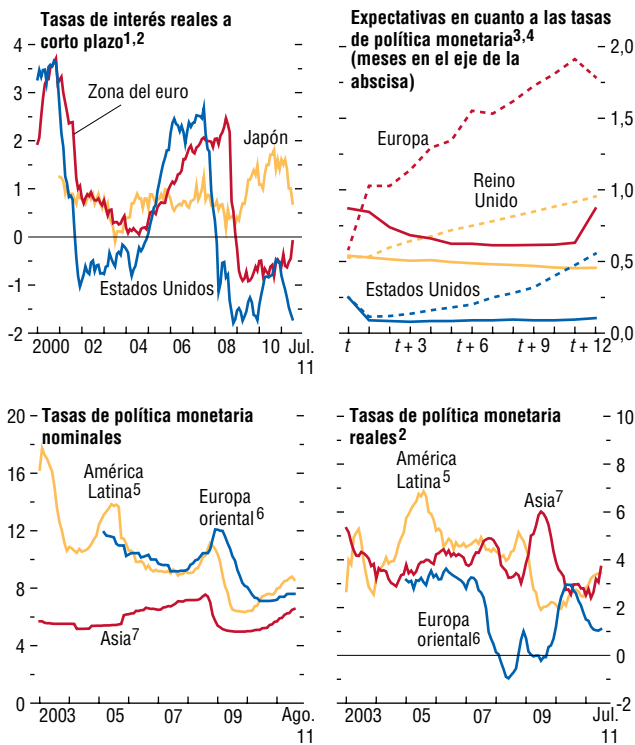


Fuente: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹AR: Argentina; BR: Brasil; CL: Chile; CN: China; CO: Colombia; HK: RAE de Hong Kong; ID: Indonesia; IN: India; JO: Jordania; MY: Malasia; NG: Nigeria; PE: Perú; SG: Singapur; TR: Turquía; VE: Venezuela; ZA: Sudáfrica. Las cifras muestran el crédito bancario al sector privado.
²En el caso de Argentina, los cálculos se basan en el producto bruto interno oficial y en los datos sobre el IPC.
³Escala derecha.

Gráfico 1.10. Medidas de política monetaria y liquidez en algunas economías avanzadas y de mercados emergentes

(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

Los aumentos de las tasas de política monetaria desde la crisis han sido limitados hasta el momento, excepto en América Latina, donde las limitaciones de capacidad de varios países parecen ser más restrictivas que en el resto del mundo. Sin embargo, las tasas de interés a corto plazo generalmente se mantienen bajas en términos reales, sustancialmente por debajo de los niveles previos a la crisis, con la excepción de Japón debido a la deflación. La expectativa para el próximo año es que las tasas de política monetaria se mantengan mayormente estables en las economías avanzadas.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Consensus Economics; Eurostat; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Letra del tesoro a tres meses.

²En relación con la inflación básica (salvo para Argentina y Colombia, donde se utiliza el nivel general de inflación porque no se dispone de datos sobre la inflación básica).

³Las expectativas se basan en la tasa de fondos federales (Estados Unidos), la tasa promedio interbancaria a un día en libras esterlinas (Reino Unido) y las tasas a término ofrecidas en el mercado interbancario en euros (Europa); datos actualizados al 7 de septiembre de 2011.

⁴Las líneas punteadas corresponden a la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*.

⁵Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

⁶Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumania y Rusia.

⁷China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.

economías avanzadas son mucho más bajas, y se ubican en general entre 2 y 3%. Los datos confirman que la mayor parte del producto perdido en la zona del euro y Estados Unidos durante la crisis no se recuperará (gráfico 1.13). Las economías de mercados emergentes duramente golpeadas por la crisis parecen estar sufriendo pérdidas de producto cualitativamente parecidas. Las tasas de desempleo son superiores a las tasas típicas registradas durante la expansión de 2002–08 solo en algunos países, como Estados Unidos y el Reino Unido (gráfico 1.12, panel inferior derecho).

La presión de la inflación subyacente se mantiene elevada en las economías emergentes y en desarrollo

El nivel general de inflación y la inflación básica han estado en aumento en muchas partes del mundo hasta hace poco. El diagrama de evolución de la inflación del FMI confirma que la presión inflacionaria es aún relativamente elevada, especialmente en las economías emergentes y en desarrollo (gráfico 1.4, panel inferior; y gráfico 1.14). En las grandes economías avanzadas, sin embargo, el nivel general de inflación y la inflación básica parecen estar perdiendo algo de ímpetu. Tres factores determinarán la trayectoria que seguirá la inflación durante el año próximo:

- **Precios de la energía y los alimentos:** Estos precios estaban atizando la inflación, pero hace poco retrocedieron. Concretamente, los precios de la energía ahora se encuentran muy por debajo de los máximos registrados en 2011. Los precios de los alimentos, que revisten particular importancia para la inflación de las economías emergentes y en desarrollo, han caído en mucho menor medida. Las proyecciones parten del supuesto de que los precios de la energía y los alimentos se estabilizarán en los niveles actuales. Sin embargo, las perspectivas son muy inciertas, y proyecciones anteriores basadas en los mercados de futuros no han resultado exactas. Los riesgos para los precios aún se inclinan al alza. Las economías emergentes y en desarrollo tienen más probabilidades de experimentar efectos de segunda ronda en los salarios generados por el alza de precios de los alimentos y la energía porque estos ocupan un porcentaje mayor dentro de las canastas de consumo (capítulo 3).

- *Brechas del producto*: En general, estas no son extraordinariamente grandes. Dos excepciones notables son Estados Unidos y Japón. Sin embargo, incluso en la zona del euro el crecimiento de los salarios bien puede mantenerse moderado durante algún tiempo porque el empleo se encuentra rezagado respecto de la expansión del producto. La tensión en el mercado laboral se observa con mayor evidencia en una serie de economías avanzadas más pequeñas y en muchas economías emergentes y en desarrollo.

- *Política monetaria y credibilidad de las autoridades*: La credibilidad de los bancos centrales está bien establecida en las economías avanzadas, pero no tanto en muchas economías emergentes y en desarrollo, y esto probablemente amplifique los efectos de segunda ronda de los aumentos de precios externos (capítulo 3). Anticipándose a esas presiones, muchos bancos centrales han comenzado a subir las tasas de interés de política monetaria hacia niveles menos acomodaticios.

Aunque se proyecta que el nivel general de inflación retrocederá a medida que se moderen los precios de los alimentos y la energía, la presión de la inflación subyacente bien podría agudizarse más, principalmente en las economías emergentes y en desarrollo. En las economías avanzadas, el nivel general de inflación rondará 2½% en 2011 según las proyecciones, pero disminuirá a cerca de 1½% en 2012, suponiendo que los precios de la energía y los alimentos evolucionen según las expectativas de los mercados. En las economías emergentes y en desarrollo, se prevé que el nivel general de inflación se ubique en torno a 6% en 2012, en comparación con más de 7½% en 2011, a medida que se estabilicen los precios de la energía y los alimentos pero las presiones de demanda hagan subir la inflación básica. La inflación se mantendría elevada durante 2011–12 en las regiones de la CEI, OMNA y África subsahariana, promediando 7%–10%. Dentro de estas tendencias generales, algunas economías están experimentando una inflación notablemente superior a otros países de su región (por ejemplo, Argentina, India, Paraguay, Venezuela, Vietnam).

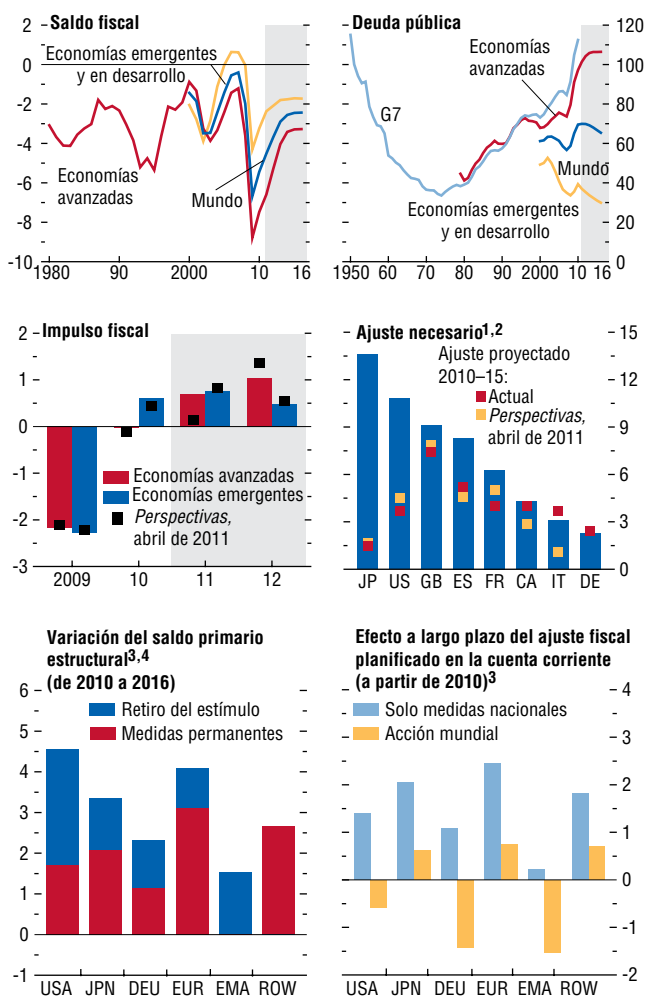
Los riesgos se inclinan claramente a la baja

Los riesgos a la baja para la actividad se han agudizado notablemente desde la actualización de junio de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 1.11. Saldos fiscales y deuda pública del gobierno general

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

Los déficits públicos y la deuda pública registraron un fuerte aumento durante la crisis, sobre todo en las economías avanzadas. Se necesitan profundos ajustes, sobre todo en Estados Unidos y Japón, para reducir la deuda a niveles prudentes. La política fiscal adoptará una orientación cada vez más contractiva en las economías avanzadas en 2012–13. Como las medidas permanentes de consolidación de Estados Unidos tienen menor alcance que las adoptadas por otros países, la política fiscal contribuirá poco a aliviar los desequilibrios mundiales en cuenta corriente. Sin embargo, las diferentes orientaciones de la política fiscal ayudarán a reducir los desequilibrios dentro de la zona del euro.



Fuentes: FMI, *Monitor Fiscal*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹CA: Canadá, DE: Alemania, ES: España, FR: Francia, GB: Reino Unido, IT: Italia, JP: Japón, US: Estados Unidos.

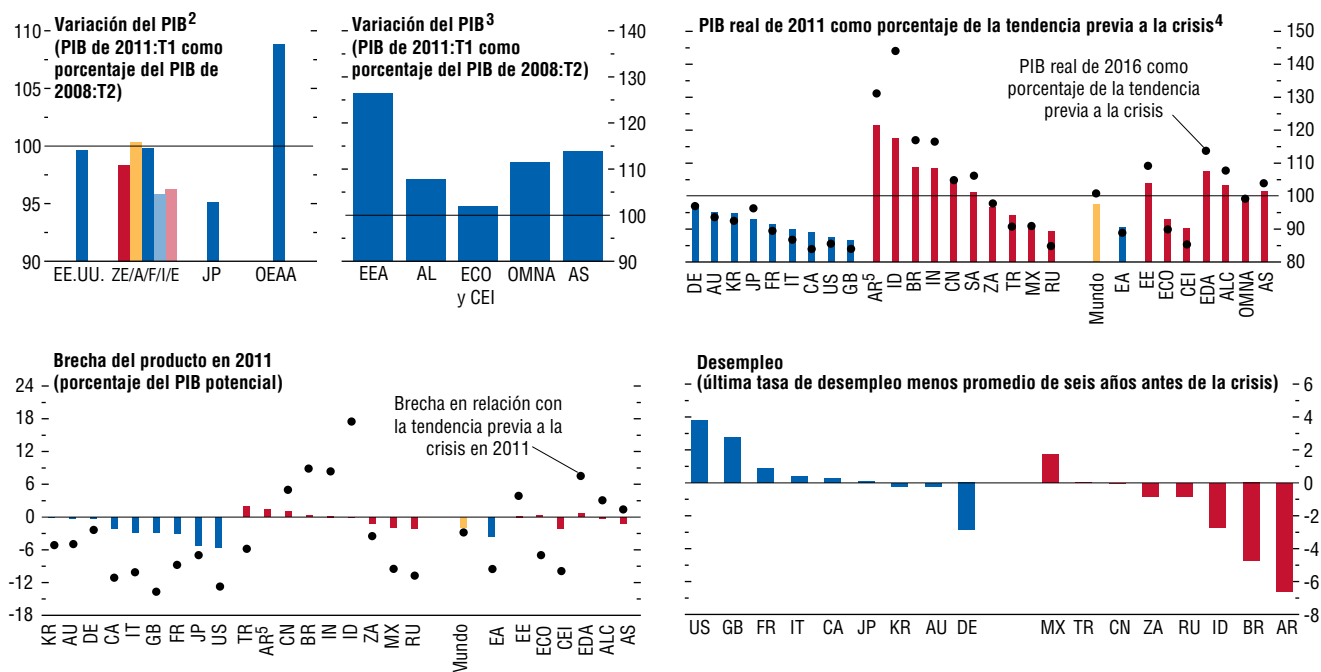
²Ajuste del saldo primario cíclicamente ajustado necesario para reducir el coeficiente de deuda a 60% del PIB en 2030. Para Canadá y Japón, el escenario supone metas de deuda neta (en el caso de Japón, una reducción de la deuda neta a 80% del PIB, lo cual corresponde a una meta de deuda bruta de alrededor de 200% del PIB).

³Efecto acumulativo como porcentaje del PIB durante 2010–16; DEU: Alemania; EMA: economías emergentes de Asia; EUR: zona del euro, excluido Alemania; JPN: Japón; ROW: resto del mundo; USA: Estados Unidos.

⁴Las medidas permanentes de Estados Unidos que muestra el gráfico son las planificadas en el proyecto de presupuesto presentado en febrero por el Presidente.

Gráfico 1.12. Condiciones cíclicas¹

El producto de las grandes economías avanzadas está nuevamente cerca de los niveles anteriores a la crisis o los supera, con algunas excepciones destacadas. En las economías emergentes y en desarrollo, ya está muy por encima de los niveles previos a la crisis, excepto en las economías de Europa central y oriental y la CEI, a las cuales la crisis financiera asestó un duro golpe. El producto de la mayoría de las economías avanzadas y de las economías de Europa oriental y central y la CEI aún se encuentra muy por debajo de las tendencias previas a la crisis. Sin embargo, no se prevé recuperar a mediano plazo gran parte de lo perdido en relación con las tendencias. Por lo tanto, las brechas del producto en general son mucho menores de lo que sugerirían las pérdidas en relación con las tendencias anteriores a la crisis. En consonancia con un panorama de brechas del producto en general limitadas, las tasas de desempleo en la mayor parte del mundo no son muy superiores a los promedios previos a la crisis, con las excepciones destacadas de Estados Unidos y el Reino Unido, que fueron el epicentro de la crisis.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹AR: Argentina; AE: economías avanzadas; AU: Australia; BR: Brasil; CA: Canadá; ECO: Europa central y oriental; CEI: Comunidad de Estados Independientes; CN: China; EDA: economías en desarrollo de Asia; DE: Alemania; EE: economías emergentes; FR: Francia; GB: Reino Unido; ID: Indonesia; IN: India; IT: Italia; JP: Japón; KR: Corea; ALC: América Latina y el Caribe; OMNA: Oriente Medio y Norte de África; MX: México; RU: Rusia; SA: Arabia Saudita; AS: África subsahariana; TR: Turquía; US: Estados Unidos; ZA: Sudáfrica.

²ZE/A/F/I/E: zona del euro/Alemania/Francia/Italia/España; OEEA: otras economías avanzadas de Asia.

³EEA: economías emergentes de Asia; AL: América Latina; ECO y CEI: Europa central y oriental y Comunidad de Estados Independientes; OMNA: Oriente Medio y Norte de África; AS: África subsahariana. Debido a limitaciones de los datos, se emplean datos anuales para Oriente Medio y Norte de África y África subsahariana.

⁴La tendencia previa a la crisis se obtuvo extrapolando el crecimiento del PIB real de 1996–2006.

⁵Las cifras se basan en los datos oficiales del PBI.

Cuatro tipos de riesgo merecen particular atención y giran en torno a 1) entes soberanos y bancos débiles en una serie de economías avanzadas, 2) políticas insuficientemente fuertes como para hacer frente al legado de la crisis en las grandes economías avanzadas, 3) vulnerabilidades en una serie de economías de mercados emergentes, y 4) volatilidad de precios de las materias primas y tensiones geopolíticas. Distintos indicadores de los mercados confirman la evaluación cualitativa de que los riesgos a la baja son mucho más elevados que en junio o en abril de 2011. Un escenario a la baja ilustra cómo podrían

volver a caer en recesión las grandes economías avanzadas y el daño que esto podría causar a las economías emergentes y en desarrollo.

Debilidad de los balances de los entes soberanos y del sector bancario

Los riesgos que rodean a los entes soberanos débiles y su interacción con sistemas bancarios frágiles y la economía real se analizan en profundidad en la edición de septiembre de 2011 del informe *GFSR*. Concretamente, los mercados continúan preocupados por

la zona del euro. Como la fragilidad de los balances y la sostenibilidad de la deuda se encuentran sumamente influenciados por las expectativas, los mercados de deuda pueden verse sujetos a equilibrios múltiples. Los entes soberanos vulnerables son propensos a una repentina pérdida de confianza de los inversionistas en la sostenibilidad de su deuda si los fundamentos económicos empeoran de manera drástica. Los bancos europeos están sumamente expuestos a economías que recientemente experimentaron fuertes aumentos de los diferenciales soberanos. En este sentido, una inquietud es que los bancos de la zona del euro tienen una capitalización relativamente baja y dependen en gran medida del financiamiento mayorista, que tiene propensión a congelarse durante las turbulencias financieras. Por lo tanto, los problemas de algunos entes soberanos podrían propagarse con rapidez a lo largo y a lo ancho de Europa. De ahí podrían pasar a Estados Unidos —a través de los activos europeos en manos de inversionistas institucionales estadounidenses— y al resto del mundo.

Políticas de respuesta débiles frente a la crisis

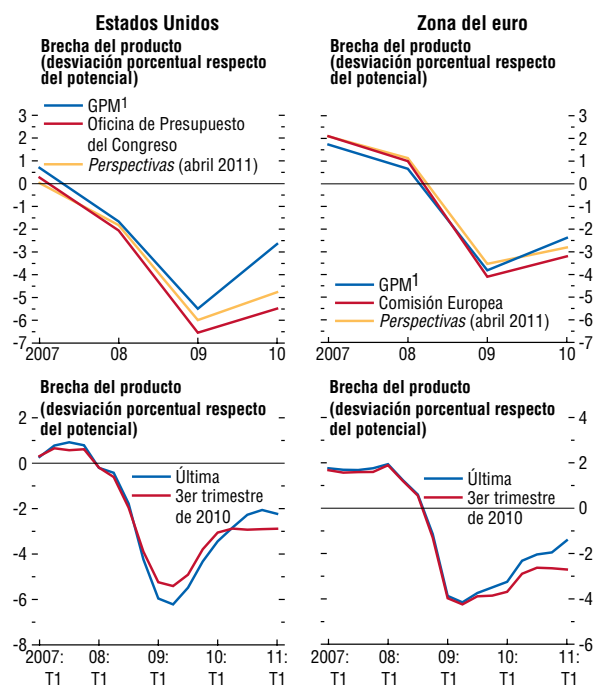
Existen otros riesgos en torno a la debilidad de las políticas de la zona del euro, Japón y Estados Unidos, que dan lugar a dos inquietudes, relacionadas con la posibilidad de que 1) los inversionistas se desprendan repentinamente la deuda pública de economías de importancia sistémica y 2) se produzca por la fuerza un ajuste fiscal, o se produzca una pérdida de confianza ante la percepción de una falta de margen de maniobra. En uno u otro caso, es probable que la confianza de los consumidores y de las empresas se resienta considerablemente, y que conduzca a aumentos fuertes de las tasas de ahorro que socaven la actividad.

Los inversionistas podrían desprenderse de la deuda pública de entes soberanos clave

Hasta el momento, hay pocos indicios de que los inversionistas estén abandonando la deuda soberana de Estados Unidos o de Japón, y hay pocas inversiones que puedan reemplazarla. Aunque los diferenciales de los *swaps* de riesgo soberano de incumplimiento del deudor (CDS, por sus siglas en inglés) aplicados a la deuda estadounidense han

Gráfico 1.13. Estimaciones de la brecha del producto según el Modelo de Proyección Mundial

La crisis financiera reciente ha tenido un impacto significativo en la capacidad productiva de las economías donde se localizó su epicentro: Estados Unidos y la zona del euro. Las estimaciones de esta variable no observable son críticas para las autoridades, ya que indican el grado de capacidad económica ociosa y, por consiguiente, la orientación adecuada de la política económica. Los paneles superiores muestran las últimas estimaciones de la brecha del producto basadas en la técnica de multivariantes del Modelo de Proyección Mundial (GPM, por sus siglas en inglés) en relación con las elaboradas por la Oficina de Presupuesto del Congreso, la Comisión Europea y las presentadas en la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, que también tienen en cuenta factores subjetivos. Nuevos datos y revisiones de los datos históricos han contribuido a las revisiones de nuestra estimación de la brecha del producto de Estados Unidos. La revisión de los datos históricos del PIB han llevado a corregir al alza la estimación del exceso de oferta en el punto más bajo de la recesión. Nuevos datos sobre la inflación y la utilización de la capacidad han llevado a corregir a la baja la estimación del exceso de oferta a finales del segundo trimestre de 2011, en comparación con nuestro pronóstico de hace un año. En el caso de la zona del euro, una aceleración del crecimiento mayor de la que se había pronosticado es la principal causa de revisión de nuestra estimación del exceso de oferta al final del segundo trimestre de 2011.

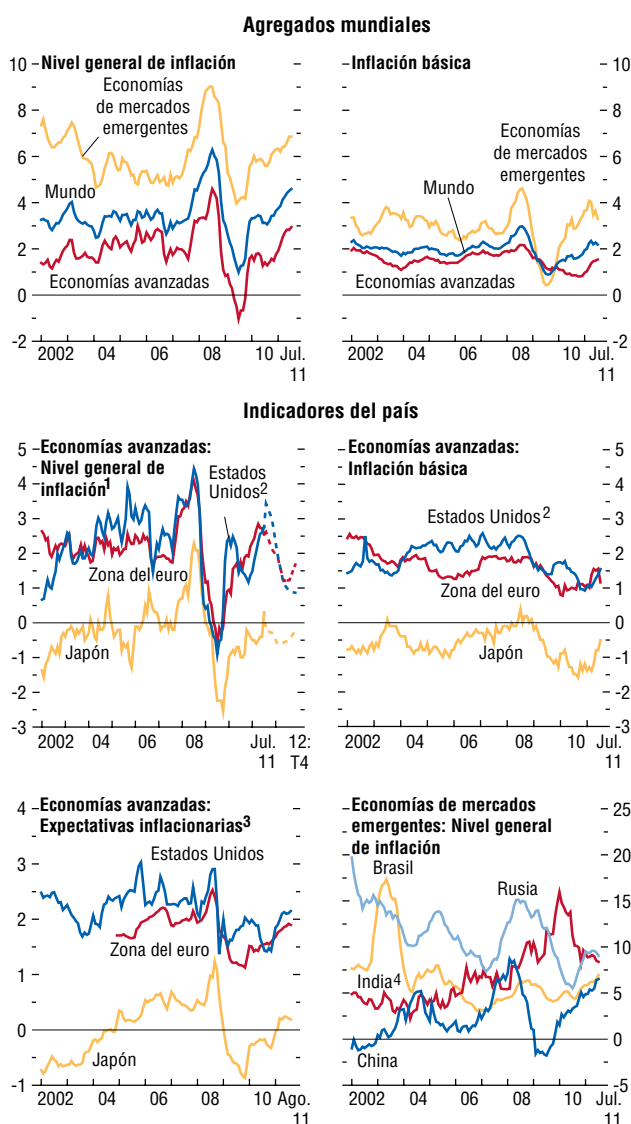


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 1GPM = Modelo de Proyección Mundial.

Gráfico 1.14. Inflación mundial

(Variación en 12 meses del índice de precios al consumidor, salvo indicación en contrario)

La inflación ha estado en alza, como consecuencia de una fuerte recuperación de los precios de las materias primas y de limitaciones de capacidad incipientes. Sin embargo, la inflación básica sigue siendo baja en las grandes economías avanzadas. En las economías de mercados emergentes, por el contrario, ha aumentado significativamente pero ahora se observan signos de que se está moderando. Como los precios de las materias primas se estabilizarán o descenderán, de acuerdo con las proyecciones, cabe esperar que el nivel general de inflación baje. En las economías de mercados emergentes, la presión de la inflación subyacente probablemente se mantenga en un nivel relativamente elevado debido al vigor de la actividad y al nivel relativamente bajo de desempleo.



Fuentes: Consensus Economics; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Los datos históricos son mensuales, y los pronósticos (líneas punteadas) son trimestrales.
²Deflactor del gasto de consumo personal.
³Consensus Forecasts a un año. Los valores de diciembre corresponden al promedio de los valores registrados entre noviembre y enero.
⁴Índice de precios al consumidor para trabajadores industriales.

aumentado últimamente, y la deuda del gobierno estadounidense sufrió una rebaja de la calificación crediticia, el impacto en las tasas de interés a largo plazo de la finalización de la segunda ronda de expansión cuantitativa que puso en marcha la Reserva Federal se ha visto compensado por inversiones en la compra de títulos del Tesoro. Las tasas de interés de la deuda pública japonesa siguen siendo muy bajas, a pesar de los shocks adversos que causaron en las finanzas públicas el terremoto y el tsunami. Sin embargo, sin una consolidación fiscal de mayor alcance, sigue siendo claramente posible que los rendimientos de los bonos públicos aumenten de manera repentina mientras se proyecte un aumento a mediano plazo de los coeficientes de deuda pública. Las tasas de interés a largo plazo de la deuda de Francia, Alemania y otras economías también son muy bajas. Sin embargo, esa situación podría cambiar si no se cumpliera con los compromisos a nivel nacional o de la zona del euro. Los riesgos podrían materializarse de distintas maneras:

- Los inversionistas podrían reorientar una proporción mayor de sus carteras hacia la deuda de empresas o de mercados emergentes: este sería el escenario menos problemático, ya que podría estimular la demanda, aunque no sin el riesgo de que surjan problemas relacionados con la capacidad de absorción.
- La prima por plazo podría aumentar a medida que los inversionistas se volcaran hacia la deuda pública a corto plazo: en consecuencia, la economía mundial sería más susceptible a shocks de financiamiento.
- Las tasas podrían subir a lo largo de la curva de rendimiento, con una depreciación del dólar de EE.UU. o del yen japonés (riesgo crediticio moderado): esto podría materializarse en el contexto de una rebaja más amplia de la calificación soberana que no descalificara a Estados Unidos como principal proveedor de activos de bajo riesgo o de una reducción acelerada de la preferencia por valores nacionales característica de los inversionistas japoneses.
- Un fuerte aumento del riesgo crediticio podría transformarse rápidamente en un shock de liquidez, a medida que los inversionistas mundiales se refugiaran en los metales preciosos y en el efectivo: esto podría ocurrir si se produjera un grave impasse político en lo que respecta al avance de la consolidación de Esta-

dos Unidos o si la crisis de la zona del euro empeorara drásticamente. Las repercusiones mundiales de tales shocks probablemente serían muy graves.

El ajuste fiscal apresurado y la falta de margen de acción de política económica podrían perjudicar el crecimiento

En las economías avanzadas de importancia sistémica, la actividad y la confianza siguen siendo frágiles, y el aumento repentino de las tasas de ahorro de los hogares continúa siendo una posibilidad definitiva. Si de un momento a otro se redoblara la consolidación fiscal a costas del ingreso disponible de particulares con una elevada propensión marginal al consumo, estas economías podrían volver a estancarse. Por ejemplo, si (contrariamente a los supuestos de *Perspectivas de la economía mundial*) no se prolongan en Estados Unidos la exoneración del impuesto sobre la nómina y la asistencia a los desempleados, el crecimiento estadounidense podría ser significativamente menor. Con el mismo criterio, si no se pusieran en práctica sólidos planes de consolidación a mediano plazo, los hogares y las empresas podrían contemplar las perspectivas futuras con creciente pesimismo e incrementar drásticamente sus tasas de ahorro. El resultado podría ser una década perdida para el crecimiento. Las inquietudes entre los hogares estadounidenses en cuanto a las perspectivas de ingreso podrían ser un síntoma de esos riesgos. Además, la edición de septiembre de 2011 del informe *GFRS* relaciona el último episodio de volatilidad financiera con las dudas de los mercados en torno a la capacidad de las autoridades para conseguir apoyo a favor del fortalecimiento de los balances del sector público y bancario y de reformas promotoras del crecimiento. Además, como lo señala la edición de septiembre de 2011 del informe *Monitor Fiscal*, aun con los planes actuales, la mayoría de las grandes economías avanzadas no lograrán un recorte profundo de la deuda pública a mediano plazo, lo cual limita radicalmente la capacidad de la política fiscal para estabilizar el producto y el empleo en el futuro.

Vulnerabilidades de las economías de mercados emergentes

Los riesgos de sobrecalentamiento se han diferenciado más desde la edición de abril de 2011 de *Pers-*

pectivas de la economía mundial. Estos riesgos tienen que ver principalmente con la rápida expansión del crédito y las vulnerabilidades financieras. En algunos casos, las vulnerabilidades externas han comenzado a pasar a primer plano.

El fuerte crecimiento de los precios de los activos y del crédito podrían socavar la estabilidad financiera

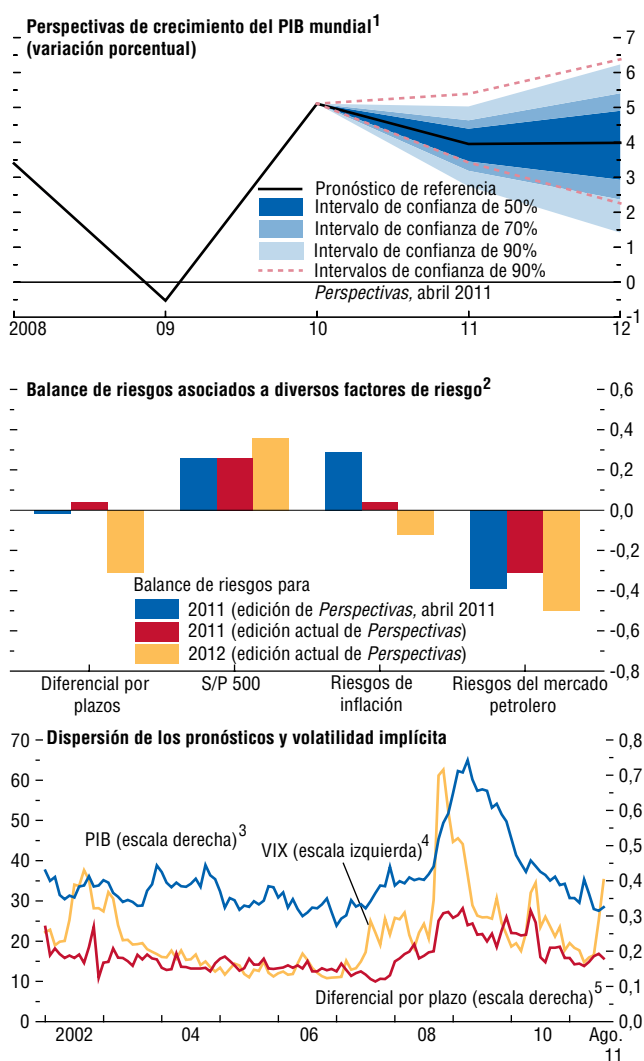
Una serie de grandes economías emergentes y en desarrollo, y de economías avanzadas unidas a ellas por vínculos muy estrechos, continúan experimentando un vigoroso crecimiento de los precios de los activos y del crédito (gráfico 1.9). La expansión del crédito ha sido elevada en Brasil, Colombia, la RAE de Hong Kong, India, Indonesia, Perú y Turquía. Sin embargo, en China, la expansión del crédito real ha seguido disminuyendo hasta situarse en una tasa anual de alrededor de 10%: las transacciones y los precios del mercado inmobiliario han caído tras llegar a niveles excepcionalmente altos, aunque la construcción no ha perdido ímpetu. Los precios continúan subiendo con rapidez en la RAE de Hong Kong, y también siguen en alza en Brasil y Singapur. En India e Indonesia, por el contrario, el encarecimiento de la vivienda ha sido más limitado porque el crédito está encauzado principalmente hacia la industria y la infraestructura. En todas estas economías habrá que vigilar los riesgos para la estabilidad financiera durante algún tiempo, dada la enorme expansión crediticia de los cinco últimos años (gráfico 1.9, paneles centrales e inferiores).

Las vulnerabilidades externas podrían ocasionar una desaceleración abrupta de la entrada de capitales

Hasta el momento, el fuerte aumento de los precios de los activos y del crédito en las economías emergentes y en desarrollo no ha conducido a una drástica aceleración de la demanda interna ni a una ampliación de los desequilibrios en cuenta corriente de efectos desestabilizadores. Sin embargo, están comenzando a acumularse vulnerabilidades, sobre todo en las economías donde el crédito está alimentado por la entrada de capitales (recuadro 1.2). Una de las principales razones de este aumento limitado de los déficits en cuenta corriente es la recuperación de los precios de las materias primas. De hecho,

Gráfico 1.15. Riesgos para las perspectivas mundiales

Los riesgos para las perspectivas siguen siendo grandes, y los riesgos a la baja predominan sobre los riesgos al alza. La probabilidad de un crecimiento mundial inferior al 2% es sensiblemente mayor que cuando se elaboraron las *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2011.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Mercado de Opciones de Chicago; Consensus Economics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno al pronóstico central de *Perspectivas de la economía mundial* con intervalos de confianza de 50%, 70% y 90%. Como se indica, el intervalo de confianza de 70% incluye el intervalo de 50%, y el intervalo de confianza de 90% incluye los intervalos de 50% y 70%. Véase más información en el apéndice 1.2 de la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*.

²El gráfico de barras muestra el coeficiente de sesgo expresado en unidades de las variables subyacentes. Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y los riesgos del mercado petrolero se registran con el signo opuesto, dado que representan riesgos a la baja para el crecimiento.

³La serie mide la dispersión de los pronósticos del PIB para las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido), Brasil, China, India y México.

⁴VIX: Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago.

⁵La serie mide la dispersión de los diferenciales por plazos implícitos en los pronósticos de las tasas de interés para Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido.

los superávit en cuenta corriente de las economías emergentes y en desarrollo han estado aumentando durante la recuperación, de 1½% del PIB en 2009 a 2½% en 2011. El grueso de ese aumento se registró en las economías de OMNA que exportan energía, seguidas de las economías de la CEI, y las economías de África subsahariana contribuyeron en pequeña medida. En cambio, los déficits han aumentado en las economías latinoamericanas, de ½% a 1½% del PIB. En el contexto de fuertes mejoras de los términos de intercambio durante el mismo período, este hecho es prueba de la intensidad de las presiones de demanda interna. Los déficits son demasiado bajos como para plantear inquietudes inmediatas en torno a la estabilidad, pero podrían escalar rápidamente si los precios de las materias primas disminuyeran de manera significativa, posiblemente planteando entonces el riesgo de una frenada brusca de la afluencia de capitales. Las economías de Europa central y oriental también han experimentado cierto aumento de los déficits en cuenta corriente a medida que la entrada de capitales, que se había interrumpido repentinamente, se reanudó poco a poco, lo cual constituye un cambio beneficioso. Sin embargo, en Turquía, el déficit ha alcanzado niveles desconcertantes y está financiado mayormente a corto plazo.

Los shocks de oferta en los mercados de materias primas podrían hacer mella en los ingresos reales de los hogares

Con un estrecho equilibrio entre la oferta y la demanda, los mercados de materias primas continúan siendo significativas fuentes de riesgo a la baja para la actividad mundial. Los trastornos de la oferta mundial de petróleo podrían afectar gravemente a la actividad de las economías avanzadas, reduciendo el crecimiento real del ingreso de los hogares que de por sí es anémico. El encarecimiento de los alimentos tendría el mismo efecto, con consecuencias particularmente perjudiciales para las economías en desarrollo. Sin embargo, la presión se ha aliviado en ambos flancos últimamente porque los precios se moderaron.

Según distintos indicadores cuantitativos, los riesgos se están agudizando (gráfico 1.15). El índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opcio-

nes de Chicago (VIX, por sus siglas en inglés) ha vuelto a alcanzar niveles muy elevados recientemente. En el curso del último año, el riesgo de una desaceleración mundial grave —es decir, de que el crecimiento mundial caiga por debajo de 2%— era inferior a 5%, según el gráfico de abanico elaborado por el personal técnico del FMI. Pero ahora, según la metodología tradicional del personal técnico del FMI, la probabilidad de un crecimiento inferior a 2% es sustancialmente mayor, de más de 10%. En cuanto a los cuatro factores de riesgo que sirven de base al gráfico de abanico calculado con la metodología tradicional, tres apuntan a riesgos a la baja para el crecimiento, y uno, a riesgos al alza para 2012 (gráfico 1.15, panel central):

- *Diferencial por plazos*: existe ahora un riesgo significativo de que la curva de rendimientos se aplane en 2012, lo cual indica riesgos a la baja para el crecimiento. Para 2011, los riesgos están más o menos equilibrados, como en la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*⁵.
- *Mercado del petróleo*: los riesgos vinculados al petróleo hasta 2012 inclusive continúan inclinándose al alza para los precios y, por lo tanto, a la baja para el crecimiento mundial, como en abril.
- *Inflación*: tras las significativas revisiones al alza de las proyecciones de inflación para 2011, los riesgos de inflación para el año se encuentran moderadamente a la baja, lo cual implica pequeños riesgos al alza para el crecimiento. Para 2012, existe ahora un riesgo a la baja para el crecimiento generado por el alza de la inflación, contrariamente a lo observado en la edición de abril de 2011⁶, quizá como consecuencia de las revisiones a la baja de las proyecciones de inflación.

⁵En este marco, el empinamiento de la curva de rentabilidad está asociado a perspectivas de mayor crecimiento. En términos generales, el diferencial por plazos representa la diferencia entre las tasas de interés a largo y a corto plazo, y se lo interpreta como un reflejo de las perspectivas de crecimiento. También puede reflejar los riesgos de cesación de pagos de entes soberanos. Los resultados están basados en el promedio simple de Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. Para más detalles sobre la construcción del gráfico de abanico, véase Elekdag y Kannan (2009).

⁶Una sorpresa al alza de la inflación justificaría tasas de interés más altas y, por lo tanto, implicaría un crecimiento más bajo. Los resultados están basados en las proyecciones de inflación preparadas por los mercados para las economías del G-7, además de Brasil, China, India, México y Rusia.

- *S&P 500*: este factor de riesgo aún apunta al alza para el producto tanto en 2011 como en 2012.

La expansión podría verse obstaculizada por nuevos shocks

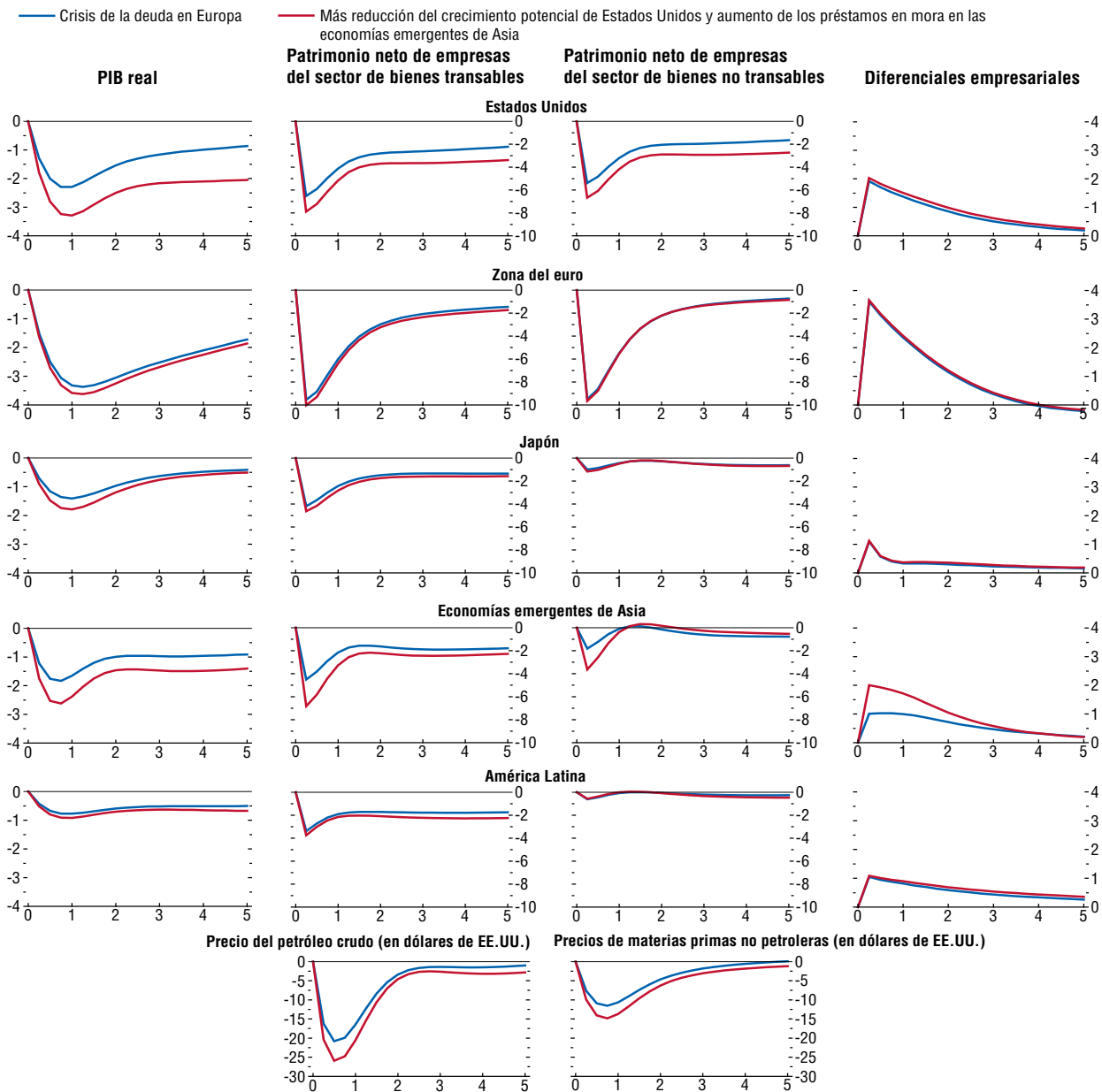
Un escenario a la baja muestra las repercusiones de una turbulencia financiera profunda en la zona del euro, sumada a una revisión a la baja de las expectativas de crecimiento a mediano plazo de Estados Unidos y tensiones financieras vinculadas al sector inmobiliario en las economías emergentes de Asia (gráfico 1.16). Este escenario supone que los bancos de la zona del euro necesitarían absorber repentinamente pérdidas valoradas a precios de mercado de tal magnitud que su capital disminuiría 10%, y que esto pondría en marcha una nueva ronda de desapalancamiento. Al mismo tiempo, los mercados revisarían a la baja las perspectivas de crecimiento a mediano plazo de Estados Unidos, y Asia experimentaría un aumento de las pérdidas relacionadas con el crédito inmobiliario. En este escenario, la aversión mundial al riesgo se incrementaría drásticamente, y las tasas de financiamiento para los bancos y las empresas no financieras se dispararían en distinta medida. Las economías de mercados emergentes se verían perjudicadas por la caída de los precios de las materias primas y por el vuelco repentino de los flujos de capital. Dado el escaso margen de maniobra de política monetaria y fiscal de que disponen las economías avanzadas para responder de manera vigorosa, ocurriría una desaceleración mundial grave que eliminaría gran parte de los avances logrados desde el final de la Gran Recesión. Estados Unidos y la zona del euro volverían a caer en una recesión, y el producto de 2012 se situaría más de 3% por debajo de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. En Japón, el producto se situaría alrededor de 1½% por debajo de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, y en las economías emergentes de Asia sería 2½% menor. América Latina se vería expuesta a primas de riesgo más elevadas y a precios más bajos para las materias primas, lo cual haría descender el producto casi 1% respecto de la línea de base.

En las economías avanzadas del G-7, por su lado, las caídas recientes de los precios de las acciones apuntan también a un deterioro de las perspectivas

Gráfico 1.16. Escenario a la baja de *Perspectivas de la economía mundial*

(Desviación respecto de la variable de control; años en el eje de la abscisa)

Este escenario a la baja emplea una versión de seis regiones del Modelo Económico Mundial (GEM, por sus siglas en inglés) calibrado para representar a Estados Unidos, Japón, la zona del euro, las economías emergentes de Asia, América Latina y el resto del mundo. El escenario presenta shocks originados en tres regiones: la zona del euro, Estados Unidos y las economías emergentes de Asia. En la zona del euro, el shock golpea los capitales bancarios, principalmente como consecuencia de la contabilización de pérdidas vinculadas a las tenencias de deuda pública, pero también como consecuencia de otras pérdidas vinculadas a préstamos causadas por las secuelas macroeconómicas. En Estados Unidos, el shock tiene dos componentes. El primero es una desaceleración del crecimiento del producto potencial y el segundo es el aumento resultante de las pérdidas crediticias (por ejemplo, en las carteras hipotecarias). En las economías emergentes de Asia, el shock se origina en las pérdidas crediticias, consecuencia de decisiones de préstamo desacertadas tomadas en el pasado. Además, se supone que las primas por riesgo empresarial en las economías emergentes de Asia, Japón y América Latina están correlacionadas con el aumento de las primas de riesgo en la zona del euro y Estados Unidos, más o menos de la misma manera que durante el colapso de Lehman Brothers. Como resultado del profundo shock al producto mundial, especialmente en la zona del euro y Estados Unidos, los precios de las materias primas se desmoronan, arrastrando consigo la actividad de los países exportadores de materias primas. Los gráficos muestran las implicaciones para el PIB, el patrimonio neto de las empresas (tanto en los sectores de bienes transables como no transables), la tasa de interés efectiva que deben pagar las empresas en las diversas regiones y los precios de las materias primas.



Fuente: Simulaciones del GEM.

de crecimiento. Como lo muestra el recuadro 1.3, hay ciertos indicios de que la caída de los precios de las acciones está vinculada a una mayor posibilidad de que ocurra una recesión nueva en una serie de economías. Concretamente, utilizando el comportamiento de los precios de las acciones durante el último trimestre, un modelo probabilístico simple de estas economías predice un aumento del riesgo de que ocurra una recesión nueva a partir del tercer trimestre de 2011 en Estados Unidos y, en menor medida, en Francia y el Reino Unido.

Retos de política económica

Debido a la diversidad cada vez mayor de las condiciones cíclicas y financieras, existe una creciente divergencia entre las políticas que se necesitan en cada país. En términos cualitativos, esas necesidades siguen siendo parecidas a las expuestas en recientes ediciones de *Perspectivas de la economía mundial*. Pero en ámbitos críticos, las dificultades son ahora mayores, y aun si las políticas han respondido, todavía queda más por hacer. Posiblemente esto revista máxima urgencia en la zona del euro. En el ínterin, el reequilibramiento de la demanda mundial, los mercados de materias primas y la reforma del sistema financiero plantean retos multilaterales.

Hacer frente a la crisis en la zona del euro

La crisis de la zona del euro continúa profundizándose. Las medidas aprobadas en la cumbre de la Unión Europea del 21 de julio de 2011 representan un avance significativo, pero es urgente redoblar los esfuerzos. Una vez implementadas, estas medidas implican que el financiamiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) podrá activarse también para la recompra de deuda o la recapitalización de los bancos, podrá utilizarse a título precautorio, y tendrá vencimientos mucho más largos y tasas de interés más bajas. Quedan por delante tres retos. El primero es adoptar rápidamente las decisiones de la cumbre a nivel nacional transmitiendo señales claras de que los miembros de la zona del euro continuarán haciendo todo lo necesario para mantener la confianza en el euro. Entre tanto, el BCE deberá continuar interviniendo enérgicamente (con las debidas salvaguardias soberanas) para respaldar

el funcionamiento ordenado de los mercados de deuda soberana. El segundo reto consiste en llevar adelante programas con las economías de la periferia que equilibren debidamente la consolidación fiscal y la reforma estructural por un lado, y el respaldo externo por el otro. El tercer desafío consiste en llevar a término sin demora las reformas de la estructura de gobierno de la Unión Europea. Probablemente sea necesario reforzarlas a mediano plazo para que la responsabilidad mancomunada de todos los miembros de la Unión Europea en cuanto a las políticas macroeconómicas nacionales sea proporcional al mayor grado de riesgo asumido.

Perspectivas nacionales de los retos de política económica

Retirar los frenos en las economías rezagadas

En muchas economías avanzadas, la prioridad sigue siendo sanear el sistema financiero y, a mediano plazo, reducir sustancialmente los elevados déficits públicos. Reparar los sistemas financieros mediante el fortalecimiento de los incentivos para constituir capitales, entre otras cosas mediante la intervención pública, es esencial para restablecer la confianza y permitir que las condiciones monetarias favorables repercutan en la actividad económica, eliminando así un obstáculo clave al crecimiento. Además, una serie de economías deben poner en marcha reformas estructurales que mejoren su desempeño macroeconómico. Es posible que esas reformas no estimulen el crecimiento a corto plazo, pero pueden ayudar a fortalecer la confianza y mejorar las perspectivas a mediano plazo.

Mantener las políticas monetarias acomodaticias

La política monetaria puede seguir siendo acomodaticia en muchas economías avanzadas. En vista de los riesgos crecientes para el crecimiento estadounidense, la Reserva Federal debe mantenerse preparada para desplegar nuevos estímulos económicos no convencionales, a condición de que las expectativas de inflación sigan siendo moderadas. Dada la decreciente presión inflacionaria y la agudización de las tensiones financieras y soberanas, el BCE debería bajar la tasa de política monetaria si persisten los riesgos a la baja para el crecimiento y la inflación.

Las políticas no convencionales deberían continuar hasta que se logre una reducción duradera de las tensiones financieras, incluida la resolución de la crisis de la deuda soberana. En Japón, las tasas pueden conservar los niveles actuales, y se podrían redoblar las medidas de respaldo no convencionales en forma de compras de activos privados para dejar atrás con más rapidez la deflación. Muchas otras economías avanzadas ya han adoptado políticas restrictivas en mayor medida, porque están experimentando una presión inflacionaria más fuerte. Quizá tengan que hacer más, pero pueden esperar mientras los riesgos a la baja son inusualmente agudos.

Consolidación y reformas fiscales sólidas

Dado que la actividad aún es débil en muchas economías avanzadas, los recortes inmediatos del gasto y los aumentos de impuestos idealmente deberían ser pequeños mientras se realizan profundas reformas de los programas de prestaciones estatales y los impuestos encaminadas a reducir los déficits futuros. Sin embargo, como ha resultado difícil lograr grandes avances en el recorte del gasto futuro, posponer la consolidación a corto plazo no es una alternativa para la mayoría de las economías avanzadas. Pero las economías con balances públicos relativamente sanos y planes a mediano plazo sólidos podrían disminuir el ritmo del ajuste a corto plazo, si existe la amenaza de que se materialicen los riesgos a la baja. En las economías en crisis, el ajuste paulatino no forma parte del panorama futuro. Análogamente, en las economías que los inversionistas consideran vulnerables, parece apropiado inclinarse hacia el lado de la consolidación. En todas las economías, el fortalecimiento de las reglas y las instituciones fiscales puede contribuir a recuperar la credibilidad. Las recomendaciones concretas se detallan en la edición de septiembre 2011 del informe *Monitor Fiscal*.

La prioridad fiscal fundamental para las grandes economías avanzadas —especialmente Estados Unidos y Japón— es poner en práctica una consolidación a mediano plazo creíble y bien estructurada que se centre en la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. Esto reviste importancia capital para recobrar el margen de maniobra de política económica.

- En Estados Unidos, la principal prioridad consiste en lanzar pronto un plan de reducción del

déficit a mediano plazo, incluida la reforma de los programas de prestaciones estatales y reformas tributarias que incrementen paulatinamente el ingreso público, a fin de estabilizar el coeficiente de endeudamiento para mediados de la década y luego reducirlo gradualmente de acuerdo con supuestos macroeconómicos realistas. Así sería posible dar a la política fiscal una orientación a corto plazo más a tono con el ciclo; por ejemplo, mediante la adopción de medidas focalizadas en el mercado laboral e inmobiliario, en los gobiernos estatales y locales, y en el gasto en infraestructura. En este sentido, la ley de empleo estadounidense le brindaría a la economía un necesario respaldo a corto plazo, pero debe ir acompañada de un plan fiscal a mediano plazo sólido que incremente el ingreso público y contenga el crecimiento de los programas de prestaciones estatales. Con una estrategia fiscal a mediano plazo menos ambiciosa, la consolidación fiscal debería comenzar en 2012, pero su ritmo debería reflejar la necesidad de sustentar una recuperación que es débil, y debería incluir la prórroga del seguro de desempleo y de la reducción de los impuestos sobre la nómina, con un retiro del estímulo fiscal de 1%–1½% del PIB.

- Análogamente, Japón necesita una estrategia fiscal de mayor alcance—un ajuste fiscal a 10 años, concentrado en los primeros años, equivalente a 10% del PIB— que reduzca decisivamente el coeficiente de deuda pública para mediados de la década. Dado el margen limitado para recortar el gasto, el ajuste fiscal tendrá que basarse principalmente en nuevas fuentes de ingreso, límites al crecimiento del gasto y la reforma de los programas de prestaciones estatales. Concretamente, la estrategia debe centrarse en un aumento gradual a 15% del impuesto sobre el consumo.
- Las grandes economías de la zona del euro han realizado un buen avance en la adopción y ejecución de sólidos planes de consolidación a mediano plazo. Se han comprometido a reducir los déficits por debajo del 3% del PIB para 2013 y a estabilizar el nivel de la deuda pública para 2015. Según las proyecciones macroeconómicas de *Perspectivas de la economía mundial*, España aún necesita identificar nuevas medidas para lograr sus objetivos, y Francia quizá deba hacer lo mismo

a partir de 2013, dadas las medidas adicionales de recorte del déficit anunciadas en agosto para 2011–12. En los últimos tiempos, Italia fortaleció mucho su plan fiscal a mediano plazo y, según las proyecciones actuales, en 2013 estará bastante cerca de un presupuesto equilibrado estructuralmente. El ajuste de Alemania durante 2011–16 (alrededor de ½% al año) es, como corresponde, más bajo que en el resto de la zona del euro; con los planes actuales, el gobierno general estaría casi equilibrado en 2014.

- Es importante señalar que en todas estas economías el ajuste tendrá que continuar durante algún tiempo para lograr superávits que contribuyan a recortar la elevada deuda pública antes de que se acelere el envejecimiento de la población. Esto será necesario también a fin de lograr un margen de maniobra fiscal suficiente para respaldar el saneamiento de los balances, así como el crecimiento y la creación de empleos.

Lograr un mayor saneamiento financiero

Como se explica en la edición de septiembre de 2011 del informe *GFSR*, el saneamiento del sector financiero es fundamental en dos dimensiones: inyectar nuevo capital y reestructurar los bancos débiles pero viables y cerrar otros, y reparar los mercados de financiamiento mayorista. El avance ha sido lento en ambos flancos, sobre todo en Europa. En general, los bancos europeos suelen tener una capitalización menos sólida y depender más del financiamiento mayorista que las instituciones de otras regiones. La tensión en los mercados interbancario y de financiamiento soberano pone de relieve la necesidad urgente de abordar el tema de los bancos insuficientemente capitalizados. Entre los síntomas de sus dificultades se observan la contracción de los depósitos o las “guerras de depósitos”, en las cuales los bancos compiten agresivamente elevando las tasas que pagan sobre los depósitos; la exclusión de los mercados mayoristas, la fuerte dependencia del financiamiento del BCE, la anémica expansión del crédito y las desfavorables condiciones de financiamiento. Las autoridades prudenciales ahora deben fomentar las inyecciones privadas de capital en los bancos (como se hizo en algunas cajas españolas) y promover la consolidación y la inversión transfron-

teriza (como se hizo recientemente en Irlanda). De lo contrario, deben justificar la infusión de fondos públicos en los bancos débiles, o bien su cierre. Asimismo, deben asegurarse de que estos bancos no “apuesten para resucitar” ofreciendo tasas de depósito muy elevadas o préstamos muy riesgosos. Dadas las incertidumbres que rodean a los balances, es necesario fijar requisitos de capital muy elevados y cumplirlos mucho antes de los plazos establecidos por Basilea III.

Facilitar un ajuste paulatino en los mercados inmobiliarios

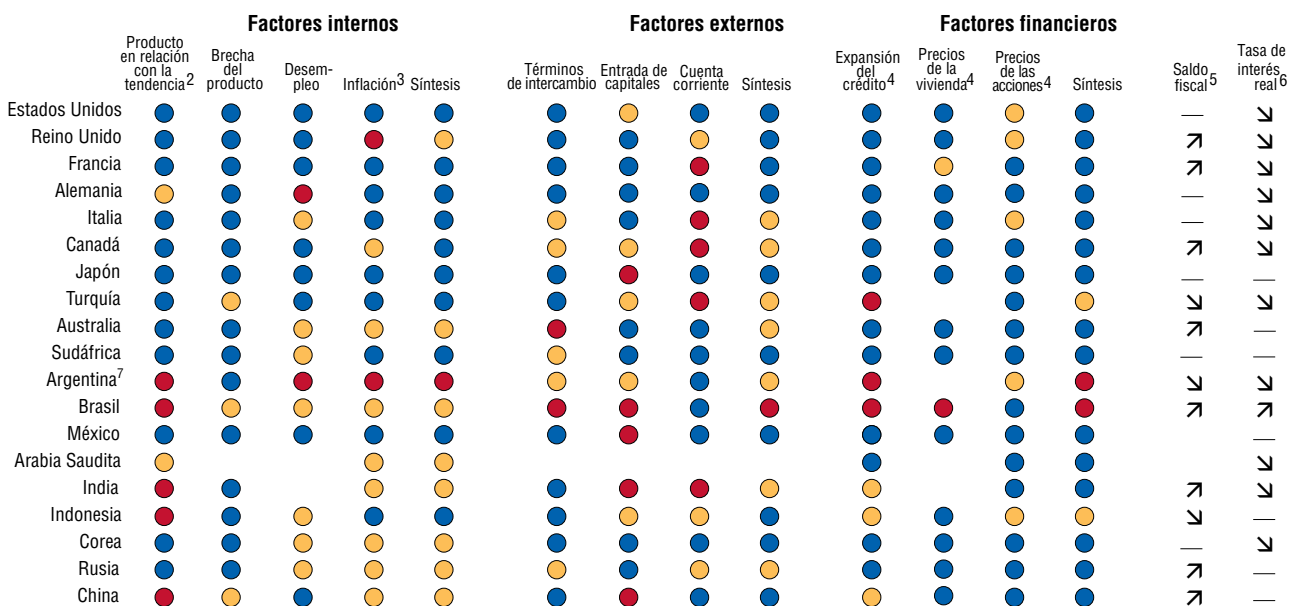
En Estados Unidos, la gran cantidad de hipotecas que superan el valor del capital invertido amenaza con crear una espiral descendente entre precios cada vez más bajos y ventas urgentes forzadas, lo cual perjudicaría más el consumo y la movilidad de la mano de obra. El reto para las autoridades consiste en facilitar un ajuste paulatino. La complejidad administrativa, las limitaciones de capacidad y los incentivos en conflicto entre los bancos, los administradores de los préstamos y los inversionistas en bonos hasta el momento han obstaculizado modificaciones de los créditos potencialmente eficientes que evitarían al menos algunas de las costosas ejecuciones hipotecarias. Sumados, estos factores pueden servir de justificación a nuevas medidas de política para mitigar las ventas urgentes forzadas; por ejemplo, permitiendo la modificación judicial de las hipotecas, expandiendo los programas estatales de asistencia a los propietarios de viviendas que han perdido el empleo, y alentando a las empresas hipotecarias semipúblicas a participar en las rebajas del principal de los préstamos.

Poner frenos en las economías en proceso de sobrecalentamiento

Desde la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, muchas economías emergentes y en desarrollo han subido las tasas de política monetaria o adoptado otras medidas para reducir el crecimiento del crédito. Con algunas excepciones, las señales de sobrecalentamiento están más bien en amarillo, no en rojo (gráfico 1.17). Las vulnerabilidades relacionadas con la fuerte

Gráfico 1.17. Indicadores de sobrecalentamiento de las economías del G-20¹

Entre las economías del G-20, una serie de economías de mercados emergentes están experimentando una actividad vigorosa, un bajo desempleo y una inflación relativamente elevada en comparación con los niveles previos a la crisis. Las estimaciones de las brechas del producto elaboradas por el FMI presentan un panorama más tranquilizador que el de otros indicadores del equilibrio interno. Los indicadores del equilibrio externo presentan señales encontradas: los términos de intercambio son muy favorables para algunas economías de mercados emergentes, lo cual limita el deterioro de los saldos en cuenta corriente resultante de la fuerte demanda interna. En otras economías, la demanda interna no se ubica muy por delante del producto. En algunas, los déficits en cuenta corriente han alcanzado niveles históricamente elevados. Los indicadores de la evolución financiera despiertan inquietud, principalmente debido a la fuerte expansión del crédito.



Fuentes: Oficina de Estadística de Australia; Banco de Pagos Internacionales; base de datos sobre China de CEIC; Global Property Guide; Haver Analytics; FMI, *Balance of Payments Statistics*; FMI, *International Financial Statistics*; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Para cada indicador, con las salvedades hechas a continuación, se asignan a las economías colores basados en los valores actualmente proyectados para 2011 en relación con el promedio anterior a la crisis (1997–2006). Un círculo azul indica una desviación estándar inferior a 0,5 por encima del promedio de 1997–2006; amarillo indica una desviación estándar superior o igual a 0,5 pero inferior a 1,5 por encima del promedio de 1997–2006; rojo indica una desviación estándar superior o igual a 1,5 por encima del promedio de 1997–2006. Cada indicador se califica como rojo = 2, amarillo = 1, y azul = 0; las calificaciones sintéticas se calculan como la suma de las calificaciones de los componentes seleccionados dividida por la máxima suma posible de dichas calificaciones. Los colores sintéticos son rojos si la calificación sintética es superior o igual a 0,66, amarillos si es igual o superior a 0,33 pero inferior a 0,66, y azules si es inferior a 0,33.

²El producto superior en más de 2,5% a la tendencia previa a la crisis está indicado en rojo. El producto inferior a la tendencia en menos de 2,5% está indicado en azul.

³En el caso de los siguientes países con metas de inflación, se utilizó la tasa de inflación fijada como meta en lugar del promedio de 1997–2006 para calcular el indicador de inflación: Australia, Brasil, Canadá, Corea, Indonesia, México, el Reino Unido, Sudáfrica y Turquía. En el caso de los países sin metas de inflación, se asigna el color rojo si la inflación es aproximadamente 10% o más, amarillo si la inflación es aproximadamente 5% a 9%, y azul si la inflación es inferior a 5%.

⁴Los indicadores de expansión del crédito, aumento de los precios de la vivienda y aumento de los precios de las acciones están calculados en relación con el promedio de 1997–2006 del crecimiento del producto.

⁵Las flechas en la columna del saldo fiscal representan la variación prevista del saldo estructural como porcentaje del PIB en el período 2010–11. Un aumento de más de 0,5% del PIB está indicado por una flecha ascendente; una disminución de más de 0,5% del PIB está indicada por una flecha descendente.

⁶Las tasas de interés de política monetaria reales inferiores a cero están identificadas por una flecha descendente; las tasas de interés reales por encima de 3% están identificadas por una flecha ascendente.

⁷Los indicadores se basan en los datos oficiales sobre el producto interno bruto oficial y el índice de precios al consumidor.

expansión del crédito, y en algunos casos con el vigor de la demanda interna, siguen siendo un motivo de preocupación.

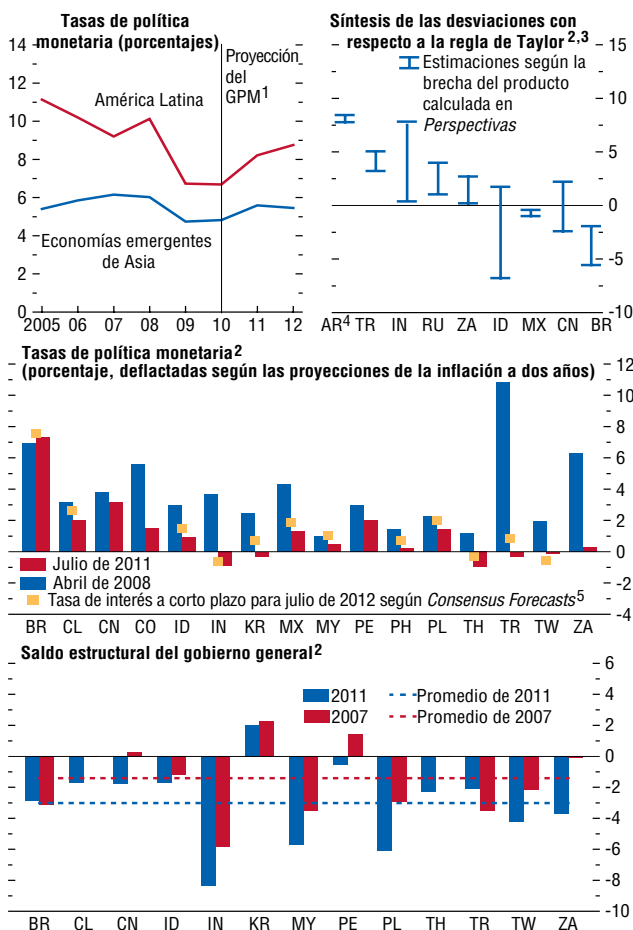
- En las economías con una fuerte entrada de capitales cuyos tipos de cambio se han apreciado, como las de América Latina, se necesita aplicar con urgencia una política fiscal más restrictiva para recortar los déficits que se expandieron durante la crisis y aliviar la carga del ajuste que recae en la política monetaria. No obstante, la contracción fiscal no parece estar tan justificada en las economías emergentes de Asia con elevados superávits externos y déficits fiscales relativamente bajos. En estos casos, la apreciación del tipo de cambio podría contribuir a contener la presión inflacionaria, en tanto que se podría desacelerar la consolidación fiscal para respaldar el consumo interno, en caso de que se materialicen los riesgos a la baja.
- En cuanto a la política monetaria, las tasas de interés reales siguen siendo bajas en comparación con los niveles vigentes antes de la crisis en una serie de economías, y se necesitará una política más restrictiva según las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. Sin embargo, la situación de cada país es diferente y algunos están en condiciones de hacer una pausa en el ciclo de aumentos de las tasas mientras la incertidumbre se mantenga excepcionalmente elevada.

Adoptar una orientación monetaria más restrictiva

El Modelo de Proyección Mundial (GPM, por sus siglas en inglés) del personal técnico del FMI apunta a una necesidad de aumentar las tasas de cero a 2 puntos porcentuales en promedio en América Latina y las economías emergentes de Asia (gráfico 1.18, panel superior izquierdo). Sin embargo, la situación varía sensiblemente entre un país y otro. Las reglas de Taylor simples, que están basadas en las proyecciones de la inflación de 2013 realizadas por el personal técnico del FMI y en sus estimaciones de la brecha del producto para 2011, sugieren que algunas economías del G-20 requerirían aumentos de tasas mayores que los estimados por el GPM (por ejemplo, Argentina, India, Rusia); otras necesitarían aumentos más pequeños o están en condiciones de postergar todo cambio en vista

Gráfico 1.18. Necesidades de política económica en las economías de mercados emergentes

Las estimaciones realizadas con el Modelo de Proyección Mundial (GPM, por sus siglas en inglés) apuntan a la necesidad de nuevas alzas de las tasas de política monetaria en América Latina y las economías emergentes de Asia. Estas estimaciones suponen que una serie de economías de mercados emergentes de Asia también adoptan otras medidas para endurecer las condiciones monetarias, tales como controles de la expansión crediticia. Las necesidades difieren entre una economía y otra. Las reglas de Taylor simples apuntan a una necesidad de fuerte endurecimiento en Argentina, India, Rusia y Turquía. En otras economías, quizá sea necesario un endurecimiento mucho menor o es posible hacer una pausa en el proceso de endurecimiento de dichas condiciones mientras se mantenga un alto grado de incertidumbre. Además, en la mayoría de las economías, se debería actuar para que los saldos fiscales estructurales regresen a los niveles imperantes antes de la crisis.



Fuente: Bloomberg Financial Markets; Consensus Economics; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹GPM = Modelo de Proyección Mundial.
²AR: Argentina; BR: Brasil; CL: Chile; CN: China; CO: Colombia; ID: Indonesia; IN: India; KR: Corea; MX: México; MY: Malasia; PE: Perú; PH: Filipinas; PL: Polonia; RU: Rusia; TH: Tailandia; TR: Turquía; TW: provincia china de Taiwan; ZA: Sudáfrica.
³Regla de Taylor en forma de $i = \text{infl} + r^* + 0,5(\text{infl} - \text{infl}^*) + 0,5(\text{ygap})$, donde i es la tasa de política monetaria (prescrita); infl es la inflación efectiva, la inflación básica y la inflación a dos años proyectada por *Perspectivas de la economía mundial*; r^* es la tasa real de equilibrio = 2; infl^* es 2% para las economías avanzadas y 4% para las economías emergentes; ygap es la brecha del producto (*Perspectivas de la economía mundial*) y el producto en relación a la tendencia previa a la crisis como porcentaje.
⁴Las cifras se basan en los datos oficiales sobre el PBI y el IPC. Se toma la tasa de los préstamos interbancarios a corto plazo como tasa de política monetaria.
⁵Julio de 2011; tasa interbancaria a un día en el caso de Turquía.

Gráfico 1.19. Evolución externa

(Índice, 2000 = 100; promedio móvil de tres meses, salvo indicación en contrario)

Los tipos de cambio efectivos reales de las grandes economías y regiones no han fluctuado mucho en los seis últimos meses; los desequilibrios mundiales en cuenta corriente parecen estar agudizándose nuevamente, y se mantiene un ritmo acelerado de acumulación de reservas internacionales. Sin embargo, algunas monedas están sometidas a más presión que otras.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Arabia Saudita, Bahrein, Djibouti, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República de Yemen, la República Islámica del Irán y Sudán.

²Botswana, Burkina Faso, Camerún, Chad, Côte d'Ivoire, Etiopía, Gabón, Ghana, Guinea, Guinea Ecuatorial, Kenya, Madagascar, Malí, Mauricio, Mozambique, Namibia, Níger, Nigeria, la República del Congo, Rwanda, Senegal, Sudáfrica, Tanzania, Uganda y Zambia.

³Asia excluida China.

⁴Bulgaria, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía y Turquía.

⁵Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

de la creciente incertidumbre⁷. Sin embargo, aun en las economías cuyas tasas de interés ya son relativamente elevadas, las autoridades monetarias deberán mantener la vigilancia.

- En las economías emergentes y en desarrollo donde la credibilidad de la política monetaria aún no está consolidada, el elevado nivel general de inflación podría alimentar una inflación salarial inesperadamente fuerte. De hecho, las reglas de Taylor simples que usan el nivel general de inflación corriente recomiendan un mayor endurecimiento que las que emplean las proyecciones de inflación del personal técnico del FMI. Los riesgos para los precios de las materias primas se inclinan al alza, y la inflación de precios de las materias primas bien podría resultar más persistente de lo esperado. Por lo tanto, las proyecciones de inflación para 2013 están sujetas a un riesgo al alza.
- Las estimaciones de la brecha del producto son conocidas por su falta de fiabilidad, ya sea para las economías avanzadas como para las economías emergentes y en desarrollo. Suelen sobreestimar la magnitud de la capacidad económica ociosa luego de períodos de fuerte crecimiento, como los que experimentaron últimamente muchas economías emergentes y en desarrollo. Al reemplazar las estimaciones de la brecha del producto del personal técnico del FMI con desviaciones del producto respecto de las tendencias imperantes antes de la crisis (1996–2006) revela la necesidad de políticas mucho más restrictivas, según las reglas de Taylor⁸.
- En una serie de economías emergentes y en desarrollo, la expansión del crédito y los precios de los activos aún son muy elevados. La mejor manera de hacer frente a los riesgos que generan para la estabilidad financiera es aplicando medidas prudenciales. Sin embargo, si esas medidas no

⁷Es importante señalar que las indicaciones cuantitativas de estas reglas simples no deben interpretarse literalmente porque no pueden hacerles justicia a factores específicos de cada país, como los diferentes objetivos de inflación.

⁸Tres excepciones a destacar son México, Rusia y Turquía. Sin embargo, se considera que México y Rusia han sufrido algunas pérdidas permanentes de producto en relación con las tendencias: México debido a su estrecha relación comercial con Estados Unidos, y Rusia debido a la turbulencia financiera. Las tendencias del producto previas a la crisis en Turquía en general no eran sostenibles.

resultan eficaces, quizá sea necesario aplicar una política monetaria más restrictiva de lo que justifican las perspectivas de inflación.

Aplicar una política fiscal más restrictiva

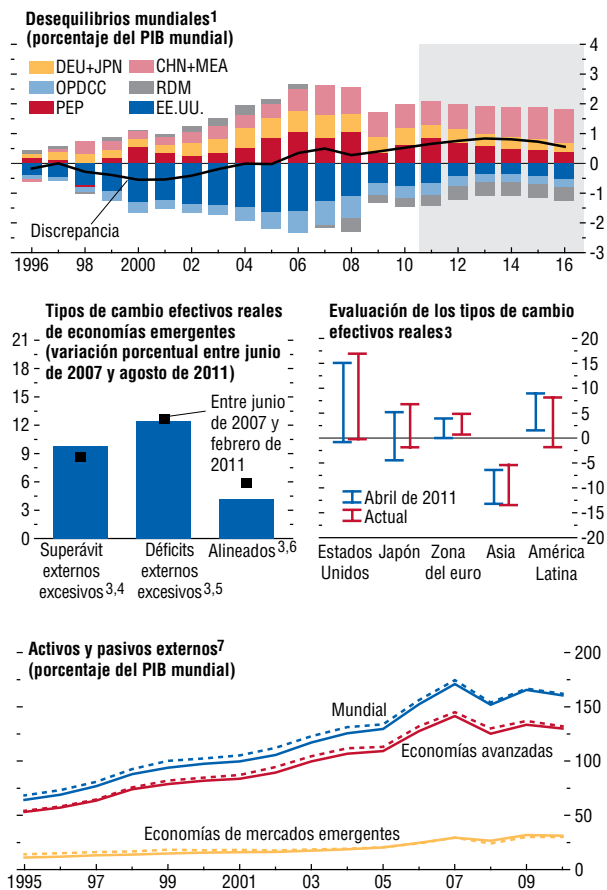
Como se señala en la edición de septiembre de 2011 del informe *Monitor Fiscal*, es necesario reducir los déficits públicos para reconstituir el margen de maniobra de política fiscal y, en algunos casos, aliviar la intensa presión de demanda interna. Los saldos fiscales de las economías emergentes y en desarrollo aún están alrededor de 2% del PIB por debajo de los niveles previos a la crisis y, según las proyecciones, continuarán así a mediano plazo (gráfico 1.11, panel superior izquierdo; gráfico 1.18, panel inferior). Entre las economías del G-20, el déficit estructural es muy elevado en India y apreciable en Sudáfrica. Reducir el déficit en estas economías y en otras (por ejemplo, Brasil, Polonia y Turquía) es una prioridad importante no solo para aliviar la presión alcista a la que están sometidos la inflación o el tipo de cambio real (y, por lo tanto, la carga para la política monetaria), sino también para reconstituir el margen de maniobra de política fiscal. La experiencia de las economías avanzadas muestra cuánto margen de maniobra se necesitará posiblemente si el ciclo crediticio da un vuelco repentino. En otras economías emergentes de Asia, los déficits y la deuda son menos preocupantes. En China, el aumento del gasto público ha contribuido a reequilibrar la economía impulsando la demanda interna, y se puede hacer más si se materializan los riesgos a la baja. Los déficits y la deuda son elevados en muchas economías de la región de OMNA. Si bien se ha incrementado el gasto para atender problemas sociales acuciantes, sobre todo los creados por los elevados precios de los alimentos, en última instancia habrá que atender estas necesidades ampliando la base tributaria o recortando el gasto de baja prioridad.

Ajustar los tipos de cambio efectivos reales

Los tipos de cambio continúan desalineados respecto de los fundamentos a mediano plazo, con muy pocos cambios en los seis últimos meses (gráfico 1.19; gráfico 1.20, panel central derecho). Además, la acumulación de reservas en las economías de

Gráfico 1.20. Desequilibrios mundiales

De acuerdo con las proyecciones, las economías emergentes de Asia originarán una proporción creciente de los desequilibrios mundiales en cuenta corriente a mediano plazo, en gran medida como consecuencia de un fuerte aumento del superávit de China. En relación con los niveles previos a la crisis, las monedas de los mercados emergentes se han apreciado, lo cual parece ser adecuado dado que sus perspectivas de crecimiento son relativamente más favorables. Sin embargo, la apreciación ha estado distribuida de manera desigual, lo cual ha empeorado los desequilibrios entre las economías de mercados emergentes. Los tipos de cambio efectivos reales del yen y del euro siguen estando más o menos en consonancia con los fundamentos; el dólar de EE.UU. es más bien fuerte en relación con los fundamentos de la economía, y las monedas asiáticas (con la excepción del yen) están subvaluadas (más que nada debido a las monedas de China y Corea).



Fuentes: Reserva Federal de Estados Unidos; y estimaciones del personal técnico del FMI.
 1CHN+MEA: China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia; DEU+JPN: Alemania y Japón; EE.UU.: Estados Unidos; OPDCC: Bulgaria, Croacia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, el Reino Unido, la República Checa, la República Eslovaca, Rumania y Turquía; PEP: países exportadores de petróleo; RDM: resto del mundo.

2Únicamente las economías emergentes del Grupo Consultivo sobre Tipos de cambio (CGER, por sus siglas en inglés).

3En base al CGER del personal técnico del FMI. Los países del CGER incluyen Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Corea, Estados Unidos, Hungría, India, Indonesia, Israel, Japón, Malasia, México, Pakistán, Polonia, el Reino Unido, la República Checa, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y la zona del euro. Véase un análisis detallado de la metodología para calcular la subvaluación y la sobrevaluación de los tipos de cambio en Lee et al. (2008).

4Estas economías representan 18,5% del PIB mundial.

5Estas economías representan 27,4% del PIB mundial.

6Estas economías representan 39,2% del PIB mundial.

7Las líneas enteras representan activos, y las punteadas, pasivos.

mercados emergentes ha continuado al mismo ritmo (gráfico 1.19, panel inferior derecho).

- El euro y el yen han experimentado cierta apreciación en términos efectivos reales desde la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, pero generalmente se mantienen acordes con los fundamentos a mediano plazo. Recientemente, las autoridades japonesas decidieron intervenir en el mercado de divisas para hacer frente a fluctuaciones excesivas y movimientos desordenados del mercado. Las autoridades suizas han adoptado un tipo de cambio mínimo como meta en respuesta a las fuertes presiones hacia la apreciación, dado que su moneda es un “refugio seguro”. El dólar de EE.UU. se ha debilitado en los últimos meses, pero se mantiene fuerte en relación con los fundamentos económicos; cierta depreciación adicional contribuiría al reequilibrio mundial y respaldaría la recuperación.
- No ha habido cambios significativos en las distintas monedas de las economías asiáticas con grandes superávits externos (por ejemplo, China), y la acumulación de reservas de divisas ha continuado. El renminbi aún parece estar sustancialmente subvaluado. El superávit en cuenta corriente de China probablemente volverá a expandirse. En Brasil y Sudáfrica, el grado de la sobrevaluación no ha variado demasiado.

En distintas economías, las necesidades de política económica internas y externas apuntan en la misma dirección. En las economías emergentes asiáticas con superávits, una mayor apreciación contribuiría a reducir tanto la inflación como los grandes superávits en cuenta corriente. En otras economías de mercados emergentes, sin embargo, la aplicación de una política monetaria más restrictiva podría exacerbar la presión a la sobrevaluación. Las economías con déficits fiscales y externos elevados deberían aliviar la presión de demanda interna adoptando una política fiscal más restrictiva. No está claro si eso diluirá significativamente la presión hacia la apreciación a la que se encuentran sometidos los tipos de cambio, pero al menos contribuirá a ampliar el margen de maniobra de política fiscal para mitigar las repercusiones de una frenada brusca de la afluencia de capitales. Algunos países han adoptado medidas encaminadas concretamente a gestionar la entrada

de capitales, tales como impuestos sobre determinados flujos, períodos de tenencia mínimos y encajes legales en determinadas monedas. La motivación detrás de estas medidas es la inquietud en torno a la competitividad de las exportaciones, la estabilidad financiera, los costos de esterilización y las limitaciones políticas que pesan sobre la política fiscal. Sin embargo, estas medidas no deben utilizarse en reemplazo de la aplicación de una política macroeconómica más restrictiva.

Poner en práctica reformas estructurales macrocríticas

Muchas economías tienen por delante retos estructurales y sociales. Las economías golpeadas por la crisis deben reorientar la mano de obra hacia otros sectores que no sean el sector de la construcción y otros sectores con problemas. Al mismo tiempo, se enfrentan a un crecimiento demográfico cada vez menor o a tasas de participación de la fuerza laboral cada vez más bajas, lo cual exacerba los problemas fiscales.

- En la periferia de la zona del euro, las reformas deben reducir la creciente brecha entre los trabajadores protegidos y desprotegidos, y mejorar al mismo tiempo las perspectivas de empleo de los jóvenes, entre otras formas mediante una educación y una capacitación profesional más sólidas. Además, las reformas deben intentar eliminar la rigidez de la determinación de los salarios, que ha causado pérdidas sostenidas de competitividad en vista del escaso crecimiento de la productividad. En un plano más general, la integración de los mercados de trabajo, bienes y servicios de la zona del euro debe continuar, y se deben eliminar los obstáculos a la libre circulación del capital accionario. El avance en estos ámbitos facilitaría la reestructuración financiera y la transferencia de conocimientos y tecnología, lo cual contribuiría a su vez a estimular la productividad.
- En Estados Unidos, las pérdidas excepcionalmente fuertes de empleos sufridas durante la crisis se suman a la deslucida generación de puestos de trabajo durante la década anterior. En consecuencia, numerosos hogares están mucho más preocupados por las perspectivas de ingresos que durante perío-

dos anteriores con tasas de desempleo igualmente elevadas (gráfico 1.21). Un desempleo persistentemente elevado (de una duración de seis meses o más en más de 40% de los casos) puede producir una pérdida permanente de aptitudes laborales. El avance de ese desempleo estructural se podría frenar mediante políticas laborales activas, así como con medidas encaminadas a agilizar el ajuste de los mercados inmobiliarios, ya que la debilidad de estos mercados puede interactuar negativamente con la asimetría entre la oferta y la demanda de mano de obra calificada y empujar al alza el desempleo. Sin embargo, en muchos sentidos el problema es tan grande que exige un cambio radical de política macroeconómica: una gran reforma de los programas de prestaciones estatales y el sistema tributario que permita aplicar una política fiscal menos restrictiva.

- En numerosas economías emergentes y en desarrollo, el avance de los precios de los alimentos y las materias primas ha exacerbado los problemas sociales causados por el subempleo o el elevado desempleo, especialmente entre los jóvenes. Es necesario reforzar las redes de protección social y mejorar el acceso y la calidad de la educación. En otras economías, las reformas regulatorias contribuirían a asegurar que la entrada de capitales reciba un destino productivo, y no se encauce hacia inversiones especulativas. En China, el fortalecimiento de la red de protección social y la reorientación del sector financiero hacia los hogares brindaría un respaldo muy necesario al reequilibramiento de la demanda mundial.

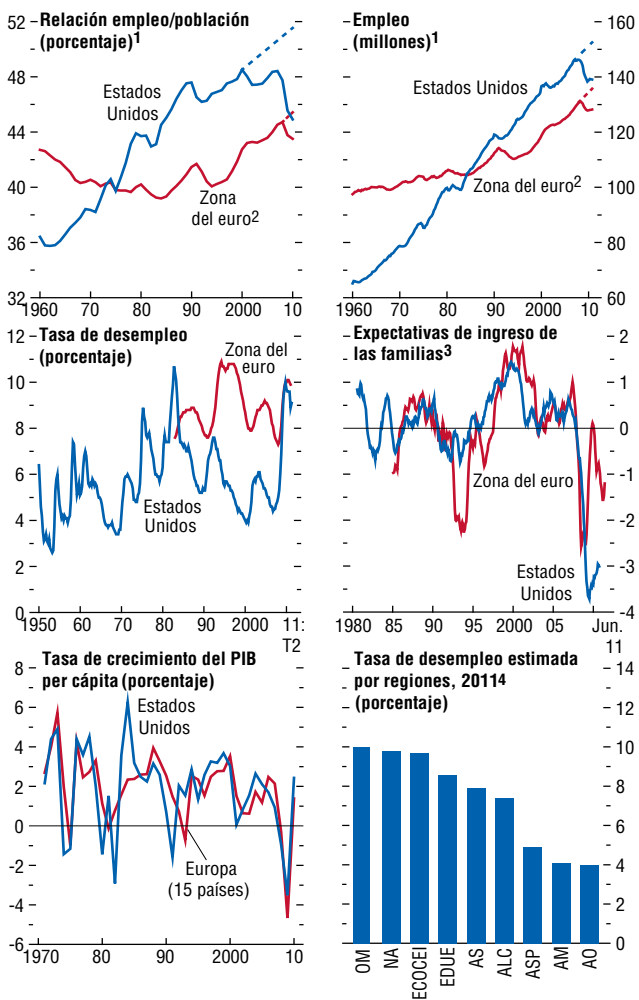
Perspectivas multilaterales de los retos de política económica

Los precios de los alimentos y del petróleo y los efectos de contagio

Los precios de los alimentos han subido por razones tanto temporales como más duraderas. Entre las razones temporales, que han comenzado a desaparecer con la nueva temporada de cultivo, se encuentran las malas cosechas debido a condiciones meteorológicas desfavorables y el bajo nivel de existencias. Entre las razones más duraderas cabe mencionar los altos precios de los combustibles fósiles, que están

Gráfico 1.21. Empleo y desempleo

Estados Unidos y la zona del euro enfrentan importantes retos en el ámbito laboral, pero sensiblemente diferentes. En Estados Unidos, la pérdida de puestos de trabajo en relación con las tendencias a largo plazo no tiene precedentes y ha sido mucho más profunda que en la zona del euro. Además, se ha sumado a un quiebre tendencial de la relación empleo/población que parece haber ocurrido durante la década previa a la crisis. Por el contrario, esa relación aumentó en la zona del euro durante el mismo período. En consecuencia, las expectativas de ingreso de las familias han disminuido a un bajo nivel sin precedentes en Estados Unidos, a diferencia de lo ocurrido en la zona del euro. Los retos que se perfilan en el mercado laboral son grandes no solo en las economías avanzadas sino también en una serie de economías emergentes y en desarrollo, sobre todo en Oriente Medio, Norte de África, y Europa central y oriental y la CEI.



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos; Comisión Europea; Haver Analytics; Organización Internacional del Trabajo; OCDE, *Economic Outlook*; Reuters, y cálculos del personal técnico del FMI.

1 La línea punteada indica tendencias.
 2 Los países de la zona del euro incluyen Alemania, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Italia, los Países Bajos y Portugal.
 3 Los datos sobre Estados Unidos corresponden a las encuestas de consumidores realizadas por Reuters y la Universidad de Michigan, y representan la diferencia entre el porcentaje de personas que piensan que el ingreso familiar subirá y las que piensan que bajará. Los datos sobre la Unión Europea están tomados del índice de la situación financiera familiar basado en las encuestas de empresas y consumidores de la Comisión Europea. Ambas series están suavizadas y armonizadas.
 4 ECOC: Europa central y oriental (no UE) y Comunidad de Estados Independientes; EDUE: economías desarrolladas y Unión Europea; AO: Asia oriental; ALC: América Latina y el Caribe; OM: Oriente Medio; NA: Norte de África; AM: Asia meridional; ASP: Asia sudoriental y el Pacífico; AS: África subsahariana.

encareciendo los fertilizantes. A mediano plazo, cabe prever que los elevados precios de los alimentos incrementarán significativamente la producción agrícola. En cuanto al petróleo, las perspectivas a mediano plazo parecen más problemáticas. Por una parte, las proyecciones apuntan a que el aumento de la oferta se modere hasta llegar a un 1,3% anual en 2011–15, frente a 1,8% en 1981–2005, según las estimaciones de la AIE. Esto se debe al efecto de la maduración de los yacimientos y a un largo período de menor exploración⁹. Por otra parte, a los precios actuales y en base a las proyecciones de crecimiento de *Perspectivas de la economía mundial*, la demanda podría expandirse a un ritmo anual que podría ir de 1,3% a 3,0%, según se utilicen estimaciones de la elasticidad a corto o a largo plazo¹⁰. No está claro en qué medida los precios de los futuros reflejan esta situación. Por lo tanto, es probable que las tensiones continúen siendo elevadas en los mercados de petróleo, a pesar de que ha recommenzado la producción en Libia. A mediano plazo, una expansión más rápida de lo esperado de la producción de Iraq parece ser el único factor a la baja importante para el precio del petróleo, más allá de una contracción del crecimiento mundial. A largo plazo, entran en juego otros factores a la baja, como una innovación tecnológica que reduzca los costos de producción de otras fuentes de energía o que haga disminuir el consumo energético.

El alto nivel actual y la volatilidad de los precios de las materias primas podrían crear problemas para las condiciones macroeconómicas mundiales, la desigualdad del ingreso y la seguridad alimentaria. En cuanto a esta última, las intervenciones directas encaminadas a limitar las fluctuaciones de precios, tales como las restricciones a la inversión financiera o las restricciones comerciales, pueden resultar tentadoras, pero esas medidas corrigen los síntomas, no las causas, y suelen ser ineficaces o directamente

perjudiciales a más largo plazo. Lo que tendrían que hacer las autoridades es concentrarse en proteger a los pobres a través de redes de protección social focalizadas. Con el tiempo, las medidas que fortalecen la eficacia de las señales de precios y mejoran la determinación de precios pueden infundir estabilidad en los mercados. En ese sentido, es necesario llevar adelante iniciativas que mejoren la recopilación de información sobre los mercados de combustibles y alimentos.

La influencia de factores financieros en los precios de las materias primas ha sido objeto de minuciosos estudios. Para algunos analistas, el bajo nivel de las tasas de política monetaria en las economías avanzadas y la búsqueda de rendimientos han encauzado grandes volúmenes de inversión hacia derivados sobre materias primas, generando inquietudes en torno a la posibilidad de desalineamientos de precios de las materias primas causados por operaciones especulativas; es decir, precios que no guardan relación con los fundamentos de la oferta y la demanda. Sin embargo, los datos recogidos hasta la fecha parecen demostrar que los efectos de la “financiarización” son limitados y mayormente pasajeros (recuadro 1.4). Concretamente, los principales efectos se han hecho sentir no en los niveles de precios de las materias primas ni en la volatilidad, sino en la valoración del riesgo en los mercados de materias primas. Como las materias primas se están transformando en una clase de activos de inversión, los mercados asignan con creciente frecuencia solo un valor sistémico, y no idiosincrático, a los riesgos de cada materia prima por separado. La situación podría cambiar si esa nueva clase de activos atrae una gran proporción de inversionistas inexperimentados, pero todo problema que pueda surgir tendrá que solucionarse como parte de las amplias iniciativas en marcha para mejorar los conocimientos y la protección de los inversionistas.

Contrariamente a lo que argumentan algunos, basar la política monetaria en los precios de las materias primas probablemente empeoraría la estabilidad económica, en lugar de mejorarla. Como explica el capítulo 3, fijar una meta concentrada en el nivel general de inflación probablemente produzca errores en la política económica, precisamente porque el nivel general de inflación está sujeto en parte a la volatilidad de los precios de las

⁹Véanse más detalles en el capítulo 2 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. La disminución de la exploración fue producto de una demanda relativamente baja durante la década de 1990 —cuando se desplomaron las economías de Europa central y oriental y la CEL, y las economías emergentes de Asia sufrieron una grave crisis financiera— y de las restricciones a la inversión petrolera.

¹⁰Véanse más detalles en el capítulo 3 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*.

materias primas. En cambio, los bancos centrales deberían mantener marcos de política económica que intenten estabilizar las tasas de aumento de precios al consumidor a mediano plazo, teniendo debidamente en cuenta el efecto rezagado de la política monetaria. Esto no implica necesariamente reemplazar una meta basada en el nivel general de inflación con una meta basada en la inflación básica (o, más precisamente, en la inflación del valor agregado). Si bien esa transición claramente es aconsejable por principio y en aras de la simplicidad, podría crear considerables retos técnicos y de comunicación. Más bien, los bancos centrales deberían explicar claramente qué expectativas deberían tener los agentes económicos (por ejemplo, estabilización de la inflación nacional en un plazo de un par de años) y qué expectativas deberían descartar (por ejemplo, una política monetaria que responda directamente a las variaciones de precios de las materias primas). Los bancos centrales deberían describir la trayectoria que seguirá el nivel general de inflación hasta llegar a la tasa deseada en los plazos contemplados. Si les preocupa que esa política haga subir la inflación a niveles inaceptables para la ciudadanía, pueden neutralizar el efecto de las tendencias a largo plazo del precio relativo del petróleo en el nivel general de inflación ajustando las metas operativas para la inflación básica. Si la estabilización de los precios de los combustibles o de los alimentos constituye un factor de gran importancia para la ciudadanía, los bancos centrales deben explicar que esto ocurrirá a expensas de una mayor inestabilidad del producto y del empleo.

Repercusiones de las bajas tasas de política monetaria de las economías avanzadas

La cuestión de las distorsiones ocasionadas por el bajo nivel de las tasas de interés de las economías avanzadas es compleja. El bajo nivel de las tasas de interés puede promover la toma de riesgos, postergar los ajustes necesarios de los balances y retrasar la consolidación fiscal. En épocas de recesión y turbulencia financiera, esas distorsiones son beneficiosas porque facilitan un ajuste paulatino. Sin embargo, a medida que la expansión económica se arraiga, las políticas deben centrarse cada vez

más en el fortalecimiento de las reservas de capital y en la consolidación fiscal. En ambos ámbitos, el avance ha sido en mayor o menor medida tímido en las grandes economías avanzadas. Aunque es difícil afirmarlo con certeza, es posible que las tasas de política monetaria de estas economías sean más bajas de lo necesario debido a la ausencia de sólidos capitales bancarios o de una consolidación fiscal que equilibre debidamente la consolidación a corto y a largo plazo (por ejemplo, haciendo hincapié en extensas reformas de los programas de prestaciones estatales). Además, como se explica en la edición de septiembre de 2011 del informe *GFSR*, los inversionistas parecen estar acrecentando su exposición al riesgo a través de productos como activos de mercados emergentes y bonos empresariales de alto rendimiento. El bajo nivel de las tasas de política monetaria quizás esté contribuyendo a esta mayor tolerancia del riesgo y, por lo tanto, podría complicar la tarea de las autoridades de algunas economías de mercados emergentes.

¿Son las repercusiones adversas del bajo nivel de las tasas de política monetaria tan grandes que perjudican al producto mundial? Todas las economías se beneficiarían probablemente si las economías avanzadas hubieran implementado políticas financieras y fiscales más sólidas. Dada la ausencia de esas políticas, ¿sería mejor para muchas economías emergentes y en desarrollo que las tasas de política monetaria fueran más altas y que la actividad de las economías avanzadas fuera proporcionalmente menor? No cabe duda de que varias economías de mercados emergentes han tenido dificultades para absorber la fuerte afluencia de capitales, lo cual lleva a pensar que la respuesta podría ser afirmativa. Pero también hay razones para llegar a la conclusión opuesta. Primero, la entrada de capitales no es excepcionalmente fuerte en la inmensa mayoría de las economías emergentes y en desarrollo (gráfico 1.8, paneles inferiores). Solo algunas economías están experimentando presiones suficientemente intensas como para mantener sobrevaluado el tipo de cambio (por ejemplo, Brasil y Sudáfrica). Segundo, la afluencia de capitales es en su gran mayoría una función de factores nacionales, y no de factores internacionales como las tasas de política monetaria de Estados Unidos o de la zona del

euro: el capítulo 4 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* sugiere que la proporción de factores nacionales que explican la variabilidad de la entrada neta de capitales en las economías de mercados emergentes rondó 70% durante la década de 2000. Tercero, la mayoría de los estudios teóricos y empíricos llevan a pensar que, siempre que la política monetaria logra estabilizar las condiciones macroeconómicas en las economías avanzadas, las repercusiones generales para las economías emergentes y en desarrollo no son perjudiciales¹¹. Cuarto, con la excepción de Japón, los principales exportadores netos de capital del mundo son desde hace muchos años economías de mercados emergentes.

La respuesta óptima frente a los retos que plantean para la estabilidad financiera las bajas tasas de interés radica en un sólido marco de regulación y supervisión. A cada país le conviene reforzar su propio marco de estabilidad financiera para controlar los incentivos que llevan a deudores y acreedores por igual a asumir riesgos excesivos, incluidos los generados por el bajo nivel de las tasas de política monetaria. Además, las autoridades podrían buscar maneras de acelerar la reestructuración de los balances, mejorando los marcos de insolvencia, creando instrumentos para el desapalancamiento (como programas de capitalización de la deuda de los hogares) y realizando intervenciones directas en instituciones subcapitalizadas. Las economías emergentes y en desarrollo con políticas macroeconómicas apropiadas que aún estén luchando con la afluencia de capitales especulativos podrían responder con medidas de supervisión, regulación y en otros ámbitos. Otras economías que están exportando grandes capitales se beneficiarían de políticas de reducción del ahorro interno que contribuirían así a resolver el problema de base de los desequilibrios de la demanda internacional¹².

¹¹Así lo resume el recuadro 1.3 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*

¹²Esta recomendación no se aplica necesariamente a las economías que están reinvertiendo el producto de las exportaciones de recursos naturales agotables.

Repercusiones del reequilibramiento de la demanda mundial

Las economías emergentes y en desarrollo están consideradas cada vez más como los motores del crecimiento mundial. Para evaluar su papel en el reequilibramiento de la demanda mundial, el consumo interno constituye un buen indicador del impacto mundial. El consumo tiene una ventaja respecto del PIB para esta finalidad, ya que este último incluye las exportaciones y por lo tanto puede sobreestimar la medida en que una determinada economía puede ser el cauce de las exportaciones de otras economías¹³. Para evaluar la contribución de cada economía al crecimiento del mercado mundial, es apropiado medir los agregados nacionales en una moneda común. Los niveles relativos de consumo, medidos en dólares de EE.UU. para simplificar, sugieren que el efecto del crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo en el reequilibramiento de la demanda mundial ha estado limitado por la baja proporción que ocupan dentro del consumo mundial (gráfico 1.22, panel inferior izquierdo). La contribución del consumo al crecimiento en las economías de mercados emergentes entre 2011 y 2016 es más pequeña que antes de la crisis; en el caso de China, es más o menos igual¹⁴. En resumidas cuentas, estas economías no compensan la menor contribución al consumo que realizan las economías avanzadas. Aunque el proceso de reequilibramiento puede haber comenzado, probablemente tardará mucho en llegar a su conclusión partiendo de la base de las políticas anunciadas.

Es poco probable que la actual política fiscal contribuya mucho al reequilibramiento de la demanda mundial. Según el capítulo 4, la falta de medidas de consolidación más permanentes en Estados Unidos, en comparación con los demás casos, significa que la política fiscal contribuirá

¹³El consumo medido en dólares de EE.UU. ofrece el contraste más marcado con el PIB medido a la paridad del poder adquisitivo. Cualitativamente, las conclusiones son bastante parecidas para la suma del consumo y la inversión, en contraposición al consumo por sí solo. Obsérvese que parte de la inversión está destinada a exportaciones.

¹⁴El consumo de China en 2009 tendría que haber sido alrededor de 17% mayor para compensar totalmente la menor contribución del consumo estadounidense en 2008–09 en comparación con 2005–07. Esto habría requerido una reducción de la relación ahorro/PIB de alrededor de 54% a 45%.

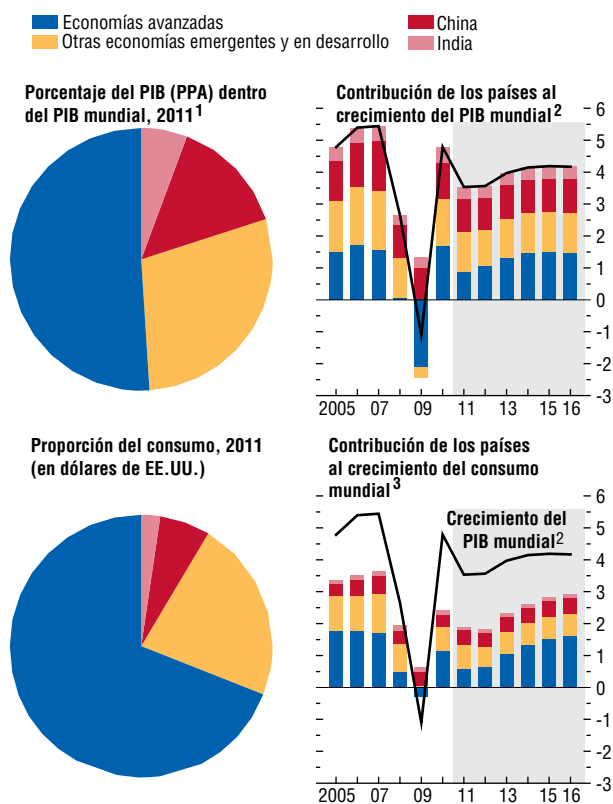
poco a reducir el déficit externo estadounidense (gráfico 1.11, paneles inferiores). Esto marca una diferencia con lo que cabe esperar en la zona del euro: las extensas medidas de consolidación de otras economías de la zona del euro en relación con las adoptadas por Alemania ayudarán a reducir los desequilibrios dentro de la región. Sin embargo, a menos que la demanda repunte en otro lado, una mayor consolidación en Estados Unidos implicaría una contracción de la actividad mundial. En suma, los retos que plantea el reequilibramiento de la demanda mundial no han cambiado demasiado: aún es necesaria una consolidación fiscal a mediano plazo más ambiciosa en Estados Unidos y un estímulo de la demanda interna en las grandes economías de mercados emergentes con superávits. Esto último sería más fácil de lograr con una apreciación de los tipos de cambio nominales, pero también exige medidas adicionales para reforzar la protección social y reformar la gestión de gobierno corporativo y los mercados financieros.

Vulnerabilidades del sistema financiero internacional e implicaciones para los efectos de contagio

Se están corrigiendo algunas vulnerabilidades del sistema financiero internacional, pero muchas otras siguen siendo motivo de preocupación. Estas cuestiones se examinan con más detalle en la edición de septiembre de 2011 del informe *GFSR*. La primera es el caso de las instituciones que se consideran demasiado importantes como para quebrar. Mediante exigencias prudenciales más estrictas para las instituciones financieras consideradas de importancia sistémica, como los “testamentos vitales”, se desalentaría el afán de algunas instituciones de crecer por el solo hecho de crecer, y se alentaría un comportamiento más prudente. El segundo factor de vulnerabilidad es el papel que desempeña el sistema bancario paralelo. Y el tercero son los retos que plantea el financiamiento mayorista en los mercados de dinero internacionales, que ha crecido con rapidez en las últimas décadas. La expectativa es que, exigiendo más capital y liquidez, incrementando la transparencia al pasar la operatoria extrabursátil a plazas formales, y mejorando los incentivos para que los ejecutivos inviertan fondos propios en las empresas que dirigen, sea más fácil reconstruir estos mercados e

Gráfico 1.22. Motores del crecimiento y reequilibramiento mundial

Las economías emergentes y en desarrollo originan alrededor de la mitad del producto mundial y dos terceras partes del crecimiento mundial en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA), en gran parte gracias a China e India. Sin embargo, para los efectos del reequilibramiento de la demanda, el indicador más relevante no está expresado en términos de la PPA, sino por ejemplo, en dólares de EE.UU. a valor constante. Además, para el reequilibramiento de la demanda, el consumo podría ser una variable mejor que el PIB, dado que está menos relacionado con las exportaciones. Como muestra el gráfico, en términos de dólares de EE.UU., las economías emergentes y en desarrollo originan un porcentaje mucho menor del consumo mundial y del crecimiento del consumo. Además, su contribución al crecimiento del consumo mundial disminuyó durante la crisis, y no se espera que supere los niveles previos a la crisis debido a fuertes pérdidas en las economías de Europa central y oriental y de la CEI y a escasos aumentos en otras regiones, incluida China.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Las zonas sombreadas indican proyecciones del personal técnico del FMI. Los agregados se calculan sobre la base de ponderaciones en función de la PPA.
²Sobre la base de ponderaciones de 2007 en función de la PPA.
³Sobre la base del PIB a tipos de cambio de mercado de 2007.

infundirles más estabilidad. Aún no está claro cuánto éxito tendrán estas medidas. La inestabilidad reiterada fue característica de los sistemas financieros hasta la creación de las garantías de depósitos, y probablemente sea una característica de los mercados de financiamiento mayorista. Durante la crisis financiera, los bancos centrales tuvieron que recurrir a mecanismos extraordinarios para inyectar liquidez en los mercados de financiamiento mayorista. A nivel internacional, esos mecanismos no existen.

Los retos que plantea el financiamiento mayorista tienen una importante dimensión internacional, y eso implica que los problemas de algunas regiones del mundo pueden repercutir rápidamente en otras regiones. Como consecuencia de esta dimensión internacional, también es muy difícil solucionar los problemas de base. En la década anterior a la crisis, las exposiciones transfronterizas se multiplicaron con gran rapidez entre las economías avanzadas (gráfico 1.20, panel inferior). Los grandes pasivos financieros internacionales netos a corto plazo desempeñan un papel importante en las crisis de deuda (recuadro 1.5), y son una característica distintiva de las economías que han sufrido tensiones financieras graves en la zona del euro. De hecho, la zona del euro bien puede servir como parámetro de referencia de los problemas que podrían surgir si la globalización financiera continuara a este ritmo. En un plano más general, una serie de economías avanzadas fundamentalmente sólidas han tenido que recurrir a las líneas de canje establecidas por la Reserva Federal cuando el financiamiento mayorista se paralizó. No está claro que esta sea una solución sostenible. Las tensiones que la crisis puso de manifiesto demuestran que existe una necesidad urgente de ampliar el tamaño y el alcance de los mecanismos internacionales de distribución de los riesgos, que han quedado muy a la zaga del crecimiento de los mercados financieros internacionales.

Reformar el sistema comercial mundial

El comercio internacional ha sido un importante motor de la recuperación mundial. El volumen de comercio internacional ha crecido 25% con respecto al mínimo a que había llevado a comienzos de 2009 como consecuencia de la crisis, y hace poco superó

los máximos que había alcanzado antes de la crisis. Para que el comercio internacional pueda continuar estimulando el crecimiento, es vital que las autoridades sigan manteniendo bajo control las presiones proteccionistas. Otro hecho de igual importancia, y una de las mejores maneras de realzar y garantizar la seguridad en las relaciones comerciales, así como de salvaguardar el espíritu multilateral de las negociaciones, sería llevar a término la prolongada Ronda de Doha de la Organización Mundial del Comercio (OMC). El fracaso de dicha ronda pondría en peligro acuerdos significativos concertados durante 10 años de negociaciones, que abarcan el acceso nuevo a grandes mercados, la reforma del comercio agrícola internacional y la reciente liberalización unilateral del comercio. Además, el fracaso podría precipitar acciones que fragmentarían el sistema de comercio internacional, con una mayor aceleración de acuerdos bilaterales preferenciales de comercio, lo cual debilitaría tanto la OMC como el multilateralismo en general. En el peor de los casos, podría resurgir un sistema de comercio como el que existía entre las grandes potencias del siglo XIX, y las economías más pobres ya no tendrían capacidad para negociar en igualdad de condiciones.

Las negociaciones de la Ronda de Doha se encuentran en una coyuntura crítica. En un intento por quebrar el impasse persistente en las negociaciones, este año la atención se centró en forjar un acuerdo sin tardanza sobre un programa parcial —que, como mínimo, ayude a los países más pobres o menos adelantados (PMA)— como anticipo de un programa más exhaustivo. Sin embargo, el ímpetu hacia el paquete “PMA plus” se ha paralizado, en gran medida debido a desacuerdos en torno a los elementos “plus” (o sea, los que no conciernen específicamente a los PMA) que correspondería incluir. Ahora es vital que los dirigentes políticos den muestra de la voluntad y de la atención a alto nivel necesarias para que las negociaciones puedan avanzar, entre otras formas demostrando flexibilidad y llegando a soluciones de compromiso. Asimismo, deben comunicarle enérgicamente al público cuáles son los beneficios de la Ronda de Doha, argumentando que la liberalización del comercio internacional no es una concesión, sino que estimula el crecimiento y promueve los más altos intereses de cada país.

Apéndice 1.1. Evolución y perspectivas del mercado de materias primas

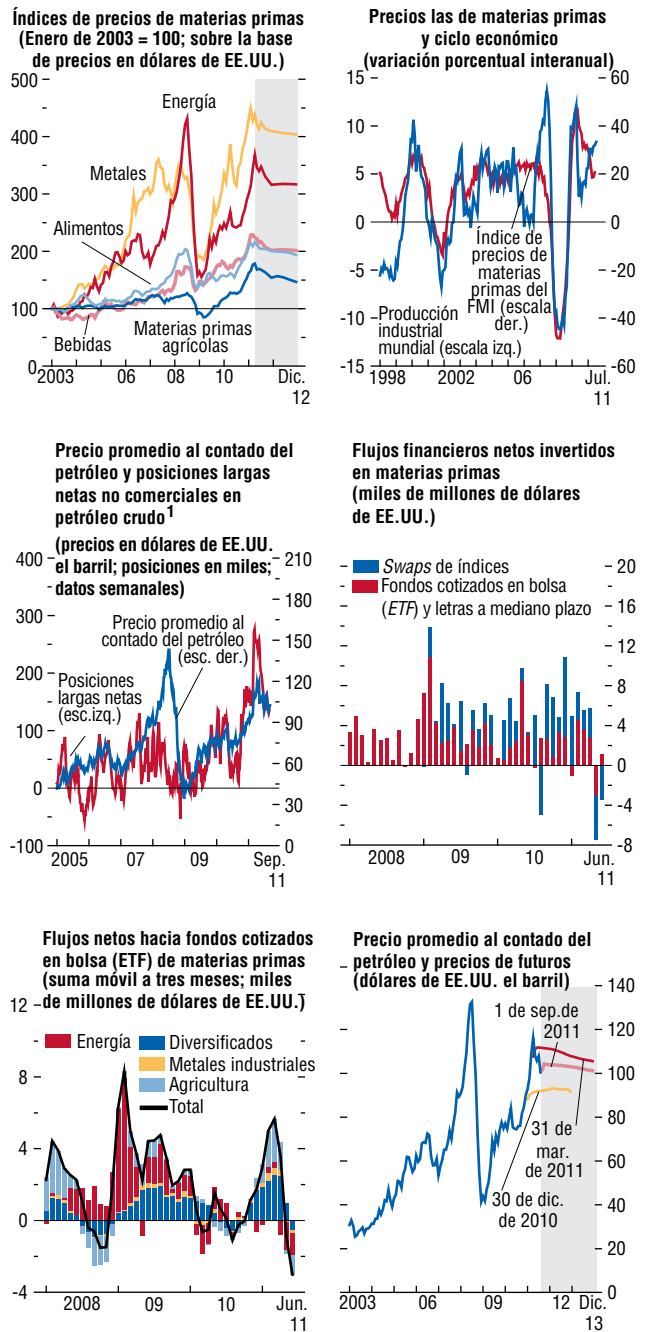
Los autores de este apéndice son Thomas Helbling, Shaun Roache, Joong Shik Kang, Marina Rousset y David Reichsfeld.

Panorama de la evolución reciente y perspectivas

Tras aumentar hasta abril inclusive, los precios de importantes materias primas retrocedieron abruptamente en dos olas, primero en mayo y junio de 2011, y luego en agosto. El índice global de precios de las materias primas del FMI disminuyó 5% entre abril y julio, y otro 5% en agosto. El índice permanece a niveles elevados, tanto en términos cíclicos como en una perspectiva a más largo plazo. En agosto, se encontraba alrededor de 9% por encima del nivel observado en diciembre de 2010, y apenas alrededor de 14% por debajo de su valor máximo más reciente, registrado en julio de 2008 (gráfico 1.23, panel superior derecho).

La caída general de los precios de las materias primas refleja en gran medida factores macroeconómicos y financieros comunes que han empañado las perspectivas a corto plazo de la economía mundial y la demanda de materias primas. Los datos nuevos sugieren una desaceleración de la actividad económica mundial inesperadamente fuerte en el segundo trimestre de 2011, y un deterioro paulatino de las perspectivas a corto plazo, como se detalla en el cuerpo del capítulo 1. De particular relevancia para los mercados internacionales de materias primas fueron las políticas con las que respondieron a la creciente inflación y a la escalada de los precios de la vivienda las economías de mercados emergentes, en particular en China, a la cual corresponde alrededor del 40% del consumo mundial de metales y 18% del consumo de energía. Las medidas de política adoptadas desde cuarto trimestre de 2010 han reducido la expansión crediticia y logrado estabilizar el crecimiento económico a un ritmo más sostenible. Contra ese telón de fondo, el crecimiento de las importaciones de muchas materias primas en China —considerado a menudo un parámetro de referencia de las condiciones de la demanda mundial de materias primas— se ha desacelerado, aliviando la presión sobre el equilibrio entre la oferta y la demanda de algunas materias primas importantes, sobre todo los metales base.

Gráfico 1.23. Precios de las materias primas



Fuentes: Barclays Capital; Bloomberg Financial Markets, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹El precio promedio al contado del petróleo denota un promedio igualmente ponderado de tres precios al contado de petróleo crudo: West Texas Intermediate, Dated Brent y Dubai Fateh.

La agudización de la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, como consecuencia de la renovada inquietud en torno a los riesgos de la deuda soberana en la periferia de la zona del euro y la consecuente apreciación del dólar de EE.UU., probablemente haya contribuido a la caída general de los precios de las materias primas. Como de costumbre, es difícil distinguir entre los efectos de estos factores financieros en los precios de las materias primas y los efectos relacionados con las perspectivas económicas mundiales, tanto porque todos estos factores están impulsados en parte por las mismas fuerzas básicas como porque la dirección de sus efectos en los precios es la misma. Sin embargo, el aumento de la aversión al riesgo puede tener efectos directos en los precios de entrega inmediata de las materias primas: la tenencia de inventarios se vuelve relativamente menos interesante a menos que esté compensada por rendimientos esperados más elevados resultantes de la disminución de los precios de entrega inmediata corrientes.

El retroceso de los precios de las materias primas estuvo vinculado a disminuciones notables de las posiciones netas en futuros de inversionistas no comerciales, por ejemplo, en petróleo crudo (gráfico 1.23, panel central izquierdo). En términos más generales, los activos gestionados integrados por materias primas perdieron alrededor de 9% durante mayo y junio —como consecuencia de precios más bajos y salidas netas— y cerraron el trimestre en \$410.000 millones (gráfico 1.23, panel central derecho). Las salidas netas ocurrieron en todos los grupos de materias primas; la agricultura y la energía originaron respectivamente alrededor de 34% de la caída global, y los metales preciosos, alrededor de 27%. Estas salidas netas de fondos de inversionistas en la clase de activos integrados por materias primas en su conjunto fueron más grandes que las observadas durante la Gran Recesión de 2008–09 (gráfico 1.23, panel inferior izquierdo).

Inicialmente, la disminución de los precios de las materias primas y las ventas de activos integrados por materias primas, que precedieron a las caídas de los precios de otros activos, causaron una sorpresa generalizada, y se las consideró sintomáticas de la reciente financialización de los mercados de materias primas. Cuando hay financialización, los cambios repentinos de las carteras de grandes inversionistas pueden ocasionar variaciones abruptas de los precios que no parecen

tener una causa fundamental inmediata. Sin embargo, los posteriores datos económicos y financieros internacionales brindaron un telón de fondo fundamental a las caídas de los precios de las materias primas. Y la experiencia de los últimos años hace pensar que, si bien es posible que los precios y el sentir de los inversionistas cambien repentinamente, esas variaciones no parecen tener efectos duraderos o desestabilizadores en los precios de las materias primas (recuadro 1.4).

Perspectivas a corto plazo

Los precios de las materias primas ya reflejan perspectivas más débiles de crecimiento mundial a corto plazo. Según las proyecciones de base de esta edición de *Perspectivas de la economía mundial*, el crecimiento mundial repuntaría ligeramente en el segundo semestre de 2011, cuando vuelvan a ponerse en marcha los motores fundamentales de la expansión. Sin embargo, no se prevé que ese repunte reactive una fuerte presión al alza sobre los precios de las materias primas porque estará impulsado más que nada por un repunte moderado —pero aún más débil de lo anteriormente previsto— del crecimiento de las economías avanzadas. Por el contrario, el crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo, que ha originado prácticamente en su totalidad los aumentos de la demanda de materias primas en los últimos años, sufrirá una desaceleración modesta en el segundo semestre de 2011 y en 2012, porque el endurecimiento de las políticas debería comenzar a afectar a la demanda interna y las perspectivas de la demanda externa son menos favorables. Mucho dependerá también de los factores de la oferta y la demanda vinculados a cada materia prima. En un creciente número de materias primas, la presión al alza probablemente también estará contenida por respuestas de la oferta a aumentos de los precios que, según las estimaciones, estarán por encima del costo marginal en términos reales a largo plazo; a corto plazo, principalmente en el caso de los productos agrícolas, pero cada vez más también en el de los metales.

Por lo tanto, las actuales proyecciones de los precios de las materias primas no muestran grandes variaciones en los precios de 2011 en su conjunto. Se prevé que el precio promedio al contado del petróleo calculado por el FMI se mantenga cerca de \$100 el barril durante

el resto de 2011 y la totalidad de 2012 (gráfico 1.23, panel inferior derecho). Se proyecta que el índice de precios de las materias primas no combustibles elaborado por el FMI se modere alrededor de 5½% en el segundo semestre de 2011 —más que nada gracias a la mejora de las cosechas de numerosas materias primas alimentarias y materias primas agrícolas— así como en 2012; para ese año se prevé también una pequeña disminución de los precios de los metales base gracias a la mejora de las condiciones de la oferta.

A corto plazo, los riesgos globales para los precios de las materias primas parecen estar más equilibrados que cuando se publicaron las ediciones de octubre de 2010 y de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, ya que se han agudizado los riesgos a la baja para el crecimiento mundial. En lo que hace a los riesgos al alza, un aumento drástico de los precios debido a factores vinculados a la oferta sigue siendo el principal motivo de preocupación. Sin embargo, el equilibrio de los riesgos varía según la materia prima. Los riesgos al alza para los precios continúan siendo más pertinentes y más destacados en el caso de la energía y de los alimentos, los dos grupos de materias primas que más importan para las perspectivas inflacionarias y de crecimiento mundial. En los mercados del petróleo, los factores geopolíticos representan una dimensión importante de los riesgos para la oferta. En términos más amplios, como la oferta generalmente es inelástica en función de los precios a corto y mediano plazo, y en vista de la disminución reciente de la capacidad excedentaria, las sorpresas al alza relativamente pequeñas de la demanda de petróleo, tal como la escalada que se observó el año pasado, o los shocks adversos en la oferta, pueden causar fuertes aumentos de los precios. Por ende, la inflexibilidad del mercado petrolero continúa presentando riesgos para la inflación y el crecimiento mundial. En vista de los bajos niveles de las existencias mundiales de muchos cultivos, todo shock adverso significativo, como la ola de calor que se desató el tercer trimestre de este año en Estados Unidos, puede hacer subir aún más los precios de los alimentos.

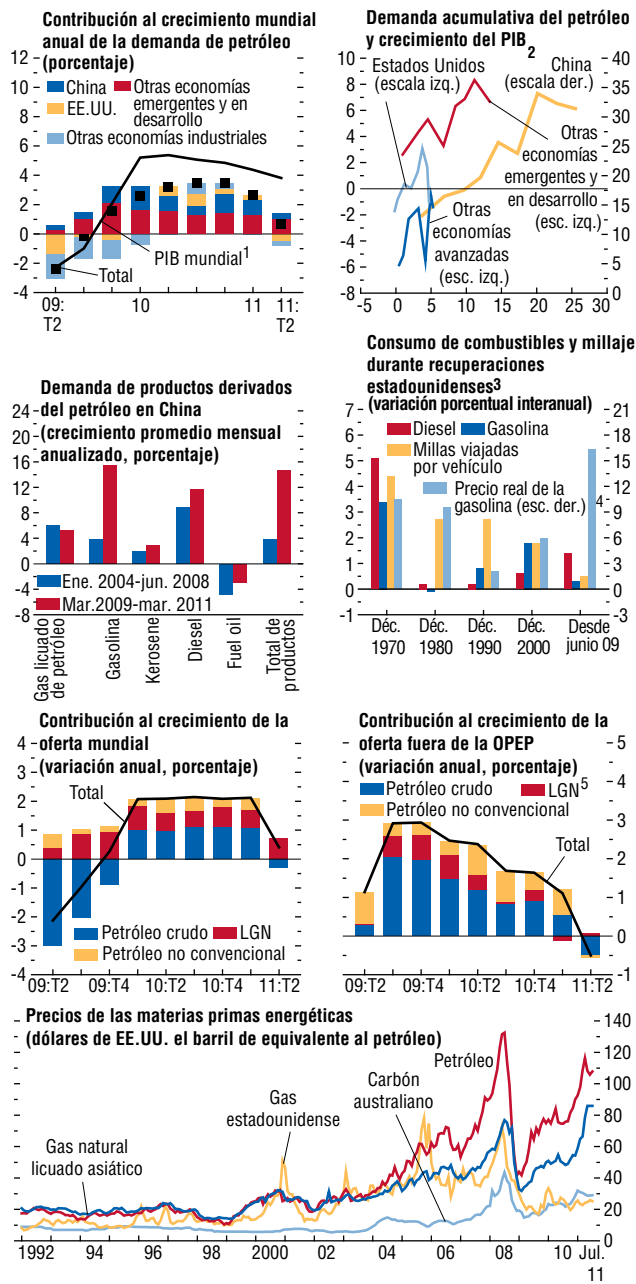
Evolución y perspectivas de los mercados de la energía

Tras una escalada que duró hasta fines de abril, cuando un barril se cotizó a \$120, los precios del

petróleo retrocedieron durante el resto del segundo trimestre y nuevamente en agosto; desde mediados de agosto, rondan \$100 el barril. Durante ese retroceso, el precio promedio al contado del petróleo calculado por el FMI —un promedio simple de las variedades de crudo Brent, Dubai y West Texas Intermediate (WTI)— disminuyó por debajo del umbral de los \$100 durante un tiempo y se movería lateralmente a alrededor de \$100 a lo largo del período que abarca la proyección. La volatilidad del precio del petróleo, medida según la volatilidad implícita del índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago, se disparó durante la abrupta corrección de precios de mayo, y luego nuevamente en agosto. En esta última ocasión, la desviación estándar esperada de las variaciones diarias de los precios superó temporalmente niveles (anualizados) del 50%, por encima de los niveles observados en marzo durante los trastornos más graves del mercado del petróleo vinculados a la situación de Libia.

El descenso de los precios del petróleo crudo respondió principalmente a los factores macroeconómicos y financieros comunes mencionados en la introducción de este apéndice. Estos factores son lo que alimenta las inquietudes en torno a las perspectivas de la demanda de petróleo. Si bien se esperaba una desaceleración del crecimiento de la demanda mundial de petróleo, en vista de la sobrecorrección que se produjo en el segundo semestre de 2010, la disminución resultó ser más marcada que lo proyectado en el segundo trimestre de 2011, lo cual refleja la evolución de la actividad mundial (gráfico 1.24, panel superior izquierdo; cuadro 1.2). El principal factor específico de las materias primas que determinó la sobrecorrección de la demanda de petróleo observada en el segundo semestre de 2010 —la fuerte aceleración del crecimiento de la demanda de diesel en China debido a apagones y recortes energéticos— se diluyó, como estaba previsto. Globalmente, el crecimiento de la demanda de petróleo en China se ha normalizado a tasas congruentes con las relaciones pasadas entre la demanda de petróleo y la actividad económica (gráfico 1.24, panel superior derecho). Sin embargo, el consumo de gasolina ha aumentado a mayor ritmo durante los dos últimos años que durante la expansión de 2005–08 (gráfico 1.24, segundo panel

Gráfico 1.24. Evolución del mercado mundial de la energía



Fuentes: Sistema de precios de las materias primas del FMI; Agencia Internacional de Energía, edición de julio de 2011 de *Oil Market Report*, Joint Oil Data Initiative, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Variación anual, como porcentaje.
²Desde el primer trimestre de 2009. Datos hasta el segundo trimestre de 2011 para las economías avanzadas y China, y hasta el primer trimestre de 2011 para las economías emergentes. Crecimiento del PIB en el eje de la abscisa y crecimiento de la demanda de petróleo en el eje de la ordenada, como porcentaje.

³Tasas de crecimiento promedio durante los 25 primeros meses de expansiones según los datos sobre recesiones de la Oficina Nacional de Análisis Económico. Los datos abarcan hasta mayo de 2011 (23 meses) en el caso de la expansión que se inició en junio de 2009.

⁴En dólares de EE.UU. del primer trimestre de 2011.

⁵LGN = líquidos del gas natural.

de la izquierda), lo cual hace pensar que el creciente número de automóviles por hogar quizás haya comenzado a alterar la pendiente de la trayectoria de la demanda de gasolina. En Estados Unidos, la demanda de combustible ha sido ligeramente más débil de lo esperado, dadas las condiciones del ciclo y los precios minoristas de los combustibles (gráfico 1.24, segundo panel de la derecha). Esta debilidad refleja en parte la mayor eficiencia de los nuevos modelos de automóviles en términos del combustible, que parece estar incrementando la eficiencia agregada de los combustibles de la flota de automóviles estadounidense, la cual había permanecido relativamente inalterada durante años.

La oferta de petróleo se ha expandido a una tasa anual constante de alrededor de 2% desde comienzos de 2010, aunque su contribución relativa ha cambiado (gráfico 1.24, tercer panel de la izquierda). Tras expandirse rápidamente en 2010, el crecimiento de la oferta de productores que no pertenecen a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) se moderó en el primer semestre de 2011. Esta desaceleración refleja la desaparición del efecto de base de la nueva capacidad encontrada en el Golfo de México estadounidense en 2009 y la clausura temporal de yacimientos en producción para actividades de mantenimiento y expansión de la capacidad. Esta moderación estuvo compensada por un aumento de la producción de la OPEP, si bien los productores de la OPEP tardaron en incrementar su producción después de que se viera perturbada la de Libia. La producción de la OPEP no llegó a los niveles de comienzos del primer trimestre sino hasta junio, debido en gran medida a un incremento de la producción de alrededor de 12% en Arabia Saudita, en comparación con los niveles del primer trimestre de este año (un alza equivalente a 1% de la oferta mundial de petróleo). La producción de todos los miembros de la OPEP, exceptuada Libia, ha superado las cuotas de producción de diciembre de 2008, que aún se encuentran vigentes, durante algún tiempo, pero en la última reunión ordinaria de junio, los ministros de la OPEP responsables de esta cartera no lograron llegar a un acuerdo sobre aumentos de las cuotas.

En lo que se refiere al equilibrio entre la oferta y la demanda, el crecimiento de la demanda superó el

Cuadro 1.2. Demanda y producción mundial de petróleo por región*(Millones de barriles diarios)*

	2009	2010	2011 Proy.	2010 S2	2011 S1	Variación porcentual interanual							
						2004–06 Prom.	2007	2008	2009	2010	2011 Proy.	2010 S2	2011 S1
Demanda													
Economías avanzadas	45,0	45,7	45,4	46,2	45,0	0,6	-0,2	-3,5	-4,0	1,5	-0,6	2,7	-0,5
<i>De las cuales:</i>													
Estados Unidos	19,1	19,5	19,3	19,6	19,2	1,1	-0,1	-5,9	-3,7	2,2	-1,0	2,7	-0,4
Zona del euro	10,6	10,6	10,4	10,7	10,2	0,1	-1,2	-0,4	-5,6	-0,1	-1,7	2,4	-1,6
Japón	4,4	4,5	4,5	4,5	4,4	-1,4	-3,1	-4,9	-8,2	1,3	1,1	1,7	-1,5
Economías recientemente industrializadas de Asia	4,6	4,8	4,8	4,8	4,7	2,3	4,4	-2,2	2,7	3,8	-0,1	4,1	-0,7
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	40,6	42,6	44,1	43,3	43,6	4,6	4,4	2,9	2,2	5,1	3,5	4,4	3,9
<i>De las cuales:</i>													
América	5,6	5,9	6,1	6,1	6,0	4,5	6,1	4,9	0,0	5,3	3,3	5,5	3,3
Comunidad de Estados Independientes	4,2	4,5	4,7	4,6	4,6	1,5	2,1	2,3	-1,0	7,0	4,0	6,5	4,5
Economías en desarrollo de Asia	23,4	24,8	26,0	24,9	26,1	4,9	5,1	1,5	4,6	6,0	4,6	3,8	5,3
China	8,1	9,1	9,6	9,3	9,5	9,4	4,6	2,2	4,1	12,5	6,1	10,2	7,5
India	3,3	3,3	3,5	3,3	3,5	3,8	6,7	4,0	4,7	2,4	3,6	2,1	3,5
Oriente Medio y Norte de África	9,0	9,2	9,4	9,4	9,3	5,8	4,2	5,1	3,9	3,2	2,1	2,9	2,3
Mundo	85,5	88,3	89,5	89,4	88,5	2,2	1,8	-0,7	-1,1	3,2	1,4	3,5	1,6
Producción													
OPEP (composición actual) ^{1, 2}	34,1	34,8	36,5	35,2	35,4	4,6	-0,4	3,3	-5,8	2,2	4,8	2,8	2,7
<i>De la cual:</i>													
Arabia Saudita	9,5	9,8	...	9,9	10,4	2,4	-4,8	4,9	-9,5	3,1	...	4,6	8,7
Nigeria	2,2	2,5	...	2,6	2,6	2,6	-4,6	-7,6	-0,4	15,7	...	15,5	8,7
Venezuela	2,9	2,7	...	2,7	2,7	6,4	-1,3	0,8	-3,6	-4,8	...	-0,7	-1,8
Iraq	2,5	2,4	...	2,4	2,7	15,5	9,9	14,3	2,5	-2,2	...	-3,3	13,7
Países no miembros de la OPEP ²	51,6	52,6	53,0	52,9	52,5	0,6	0,7	-0,3	1,9	2,0	0,8	1,7	0,3
<i>De los cuales:</i>													
América del Norte	13,6	14,1	14,2	14,2	14,3	-1,2	-0,4	-3,6	2,1	3,5	0,8	3,5	2,1
Mar del Norte	4,2	3,8	3,6	3,6	3,6	-6,8	-4,9	-5,0	-4,3	-8,7	-4,5	-10,1	-10,2
Rusia	10,2	10,5	10,6	10,5	10,5	4,8	2,4	-0,7	2,0	2,4	1,0	1,7	1,2
Otros países de la ex Unión Soviética ³	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	8,9	11,6	3,1	8,7	1,3	-0,4	0,1	-0,4
Otros países no miembros de la OPEP	20,5	21,1	21,5	21,4	21,0	1,3	0,7	3,0	2,1	3,2	1,7	2,9	0,8
Mundo	85,6	87,4	89,5	88,0	87,9	2,2	0,2	1,2	-1,3	2,1	2,3	2,1	1,3
Demanda neta⁴	-0,1	0,9	0,0	1,4	0,6	-0,2	1,5	-0,3	-0,1	1,0	...	1,6	0,7

Fuentes: Agencia Internacional de Energía, *Oil Market Report*, agosto de 2011, y cálculos del personal técnico del FMI.¹OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo. Incluye Angola (que se unió a la OPEP en enero de 2007) y Ecuador, que regresó en noviembre de 2007, tras haber suspendido su calidad de miembro entre diciembre de 1992 y octubre de 2007.²Los totales se refieren al total de petróleo crudo, petróleo condensado, líquidos de gas natural y petróleo de fuentes no convencionales.³Los países de la ex Unión Soviética son Azerbaiyán, Belarús, Georgia, Kazajistán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.⁴Diferencia entre demanda y producción. En las columnas de variación porcentual, las cifras representan el porcentaje de la demanda mundial.

de la oferta a lo largo del primer semestre 2011. Al igual que en el segundo semestre de 2010, el desatacamiento del mercado implicó una fuerte reducción de las existencias. La decisión de los miembros de la Agencia Internacional de Energía de liberar las reservas de emergencia apenas brindó un alivio muy provisional de los precios. Para fines de junio, las existencias de los miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

habían disminuido a niveles inferiores al promedio de los últimos ciclos (en términos del coeficiente existencias/uso). Tras la disminución de las existencias que cumplen funciones de amortiguación, las curvas de futuros correspondientes a la variedad de crudo Brent, que es el parámetro de referencia de los precios predominante fuera del mercado de América del Norte, han regresado al estado normal en que los precios de entrega inmediata superan los precios

de los futuros. Por el contrario, las curvas de futuros correspondientes a la variedad estadounidense WTI aún muestran una pendiente alcista frontal, como consecuencia de focos de oferta excedentaria en las zonas sin salida al mar del sistema de oferta petrolera de América del Norte, reflejo del aumento de la producción y de una demanda aún débil. La limitada capacidad de transporte le resta margen al arbitraje para reducir los diferenciales de precios. Se prevé que estas limitaciones persistirán durante algún tiempo; los actuales precios de los futuros implican que los mercados esperan que la variedad WTI mantenga un precio menor que la Brent hasta 2016 inclusive. Históricamente, WTI se vende a precios más altos por ser una variedad más liviana y dulce de petróleo crudo. Si esta anomalía continúa, los mercados se replantearán cada vez más el uso del precio de la variedad WTI como referencia mundial.

La estabilidad a corto plazo del mercado petrolero dependerá mucho de dos factores. Primero, se prevé una mayor moderación del crecimiento de la demanda de petróleo tras el crecimiento vigoroso experimentado hasta fines del 2010. Del lado de la oferta, la presión sobre la producción de crudo de la OPEP no dejará de aumentar ni en el segundo semestre de 2011 ni en 2012, según las proyecciones de base de *Perspectivas de la economía mundial*, dado que no se prevé que el crecimiento de la oferta fuera de la OPEP se recupere hasta finales de 2011¹⁵. Por lo tanto, la estabilidad del mercado del petróleo requerirá una mayor producción de la OPEP, aunque algunos de los aumentos de la presión sobre la producción de crudo de la OPEP serán estacionales. Existen riesgos de ambos lados. La magnitud de la moderación del crecimiento de la demanda de petróleo dependerá de que la actividad mundial repunte según lo previsto. La capacidad excedentaria de la OPEP ha disminuido desde los trastornos sufridos por la producción de Libia, lo cual pone de relieve los riesgos para la oferta, entre otras cosas por razones geopolíticas.

¹⁵La “presión sobre la producción de crudo de la OPEP” es la diferencia entre la demanda y la oferta mundial de fuentes ajenas a la producción de petróleo crudo de la OPEP, incluida la producción de líquidos del gas natural (LGN) por parte de la OPEP. En el cuadro 1.2, las cifras de la producción de la OPEP en 2011 reflejan la presión sobre la OPEP y su producción de LGN.

A mediano plazo, los precios de los futuros indican que los mercados esperan que los precios se mantengan elevados, pero también generalmente constantes en términos reales. Estas expectativas coinciden con la opinión de que, a esos precios, la oferta en general puede satisfacer un crecimiento relativamente moderado de la demanda mundial de petróleo del orden de 1-1½% por año. El crecimiento de la oferta mundial de petróleo de alrededor de 2% observado durante los dos últimos años tiene pocas probabilidades de perdurar, dado que fue posible gracias a la capacidad excedentaria elevada que existía después de la recesión y a otros factores especiales. Sin embargo, el comportamiento reciente de la oferta lleva a pensar que es posible que se siga registrando una moderada expansión neta de la capacidad. Gracias a precios del petróleo a \$100 el barril en términos reales, continúan desarrollándose yacimientos petrolíferos convencionales y no convencionales de elevado costo (gráfico 1.24, tercer panel de la derecha). La inversión en investigación petrolífera de los países que no pertenecen a la OPEP se ha mantenido elevada, con constantes actividades de exploración y desarrollo. Como resultado, la producción de estas economías ya supera en alrededor de 2½ millones de barriles al día el máximo anterior alcanzado en 2007, pese a una disminución continua en el Mar del Norte y en México. El aumento de la producción de petróleo de esquisto en Dakota del Norte (Estados Unidos) pone de relieve el margen que existe para la innovación tecnológica y sus beneficios¹⁶. Además, a estos precios, es probable que se redoblen los esfuerzos por gestionar los declives¹⁷. La inversión en investigación en muchos miembros de la OPEP sigue siendo relativamente menor, aunque algunos de los grandes miembros tienen en marcha programas ambiciosos en este ámbito.

Las diferencias de precios entre los combustibles fósiles continúan siendo grandes. El petróleo crudo sigue siendo el combustible más costoso por unidad de energía producida, en comparación con el carbón y el gas natural, lo cual refleja diferencias en el grado de limitación de la oferta (gráfico 1.24,

¹⁶La producción de petróleo de esquisto se incluye como parte del petróleo convencional en el gráfico 1.24 y el cuadro 1.2.

¹⁷Véase el recuadro 3.1 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*.

panel inferior). El desarrollo y la exploración de gas de esquisto en Estados Unidos han continuado más o menos al mismo ritmo. Aunque los costos y los rendimientos varían considerablemente, muchas de las formaciones han resultado ser redituables a los precios actuales del gas de alrededor de \$4 por 1.000 pies cúbicos. Con estos diferenciales de precios, continuarán los patrones recientes de demanda energética. En particular, la disminución de la proporción de petróleo crudo dentro del uso total de combustibles fósiles y la generación de energía primaria observada durante las tres últimas décadas persistirá. Sin embargo, no se sabe con certeza si el nivel actual más elevado de los diferenciales de precios acelerará la disminución de la proporción correspondiente al petróleo crudo en algunos sectores, entre los cuales se destaca el transporte, en el cual el grado de sustitución a corto y mediano plazo es limitado (a pesar de que existe la tecnología para alimentar los vehículos con gas natural). Por otra parte, en el sector energético estadounidense, el gas natural es ahora un insumo combustible más atractivo que el carbón, y es probable que su proporción dentro del consumo de energía primaria se incremente. El gas natural también podría desempeñar un papel más importante en la combinación energética en otras regiones, donde se han detectado grandes depósitos de gas de esquisto. Aunque hay compañías petrolíferas y gasíferas extranjeras que han comprado capital de productores de gas de esquisto estadounidenses, preparando así el terreno para la transferencia de tecnologías, la exploración realmente no ha comenzado en otras regiones¹⁸. El consumo de carbón también continuó aumentando rápidamente en el primer semestre de 2011, gracias a costos más bajos que los del petróleo crudo.

Evolución y perspectivas del mercado de los metales

Los precios de los metales base en general siguieron un movimiento horizontal en el primer semestre de 2011, con subas y bajas relativamente pequeñas que reflejaron las de los precios de otras materias primas. En agosto, el índice de precios de los metales

¹⁸El recuadro 3.2 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* analiza las perspectivas de trasladar a la escena mundial la “revolución” del gas de esquisto de Estados Unidos.

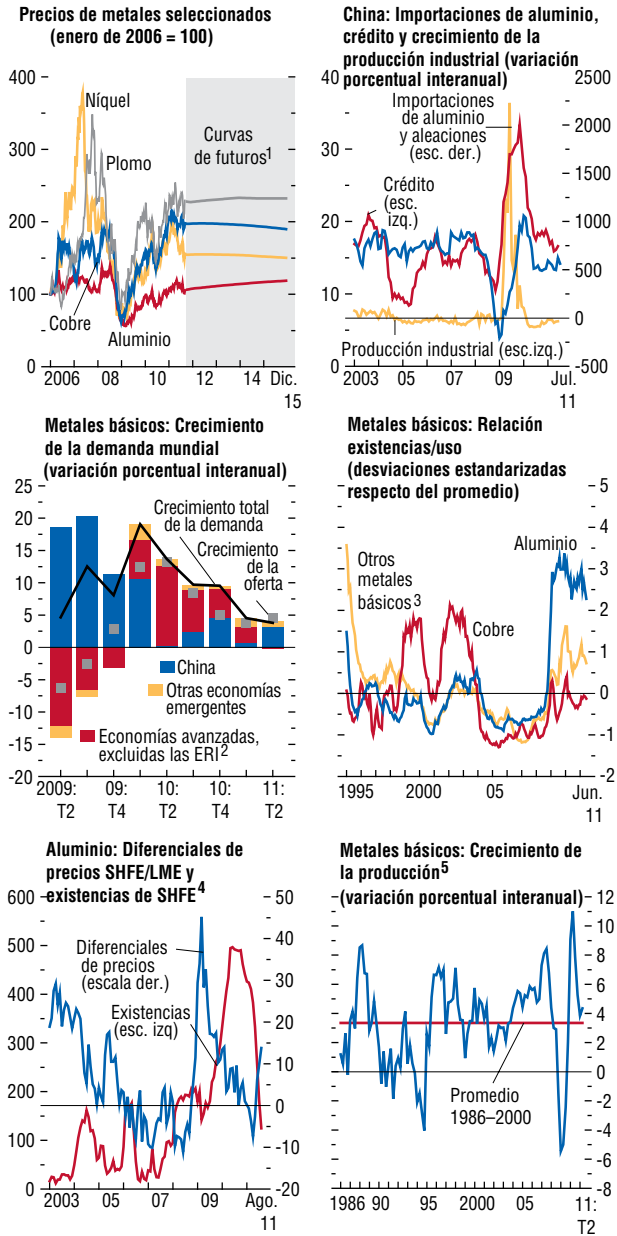
base elaborado por el FMI había bajado 0,3% respecto de diciembre de 2010 (gráfico 1.25, panel superior central)¹⁹.

Los precios de los metales comenzaron a retroceder antes que los de otros precios de grupos de materias primas importantes, como consecuencia de dos factores específicamente relacionados con China. Primero, con una cuota de alrededor de 40% de los mercados mundiales de metales base, la evolución de la demanda interna de China es mucho más importante para este grupo de materias primas que para otro. El hecho más destacado en ese sentido es que las autoridades chinas adoptaron una política monetaria más restrictiva frente a la creciente inflación y a la escalada de los precios de la vivienda desde el segundo semestre de 2010. En consecuencia, la actividad de los sectores con un uso intensivo de los metales se enfrió. La inversión fija, que había aumentado drásticamente junto con las políticas de estímulo y la expansión crediticia de 2009 y comienzos de 2010, se ha moderado desde entonces. Aunque la inversión inmobiliaria ha conservado el vigor, en parte estimulada por la expansión en curso de la construcción de viviendas para grupos de menor ingreso, el crecimiento de la producción industrial ha disminuido por debajo del promedio previo a la crisis (gráfico 1.25, panel superior derecho). Como resultado, el crecimiento del consumo mundial de metales base se contrajo aún más en el primer semestre de 2011, y la contribución de China cayó a niveles inusualmente bajos en comparación con los últimos años (gráfico 1.25, panel central izquierdo).

El segundo factor vinculado a China es su ciclo de inventarios de metales base, que influyó en la contribución predominante de China al crecimiento mundial de la demanda de metales en 2009 y comienzos de 2010. Este ciclo de inventarios ha dejado de ser una fuerza al alza y se ha transformado en una fuerza a la baja para los precios de los metales en los seis a nueve últimos meses. Como consecuencia de las políticas de estímulo de 2009, los inventarios de metales en China se incrementaron drásticamente en anticipo de una mayor demanda, y durante un tiempo los precios locales superaron los

¹⁹El precio del oro subió con fuerza, alrededor de 28%, durante los ocho primeros meses de 2011.

Gráfico 1.25. Evolución de los mercados de metales básicos



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Bolsa de Metales de Londres; Thomson Datastream; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Precios al 2 de septiembre de 2011.

² ERI indica las economías recientemente industrializadas de Asia: Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

³ Agregado de aluminio, cobre, plomo, níquel, estaño y cinc.

⁴ SHFE = Bolsa de Futuros de Shanghái; LME = Bolsa de Metales de Londres. Los diferenciales de precios están expresados como porcentajes; las existencias están expresadas en miles de toneladas.

⁵ El índice estaba compuesto de aluminio y cobre hasta 1996; a partir de 1996 se incluyeron níquel, estaño, cinc y plomo. Las ponderaciones están basadas en la oferta y los precios de 2005.

precios del mercado mundial. Además, los inventarios en almacenes generales de depósito comenzaron a aumentar porque los metales base, sobre todo el cobre, se usaron con creciente frecuencia como garantía para el crédito comercial a medida que el endurecimiento de las políticas redujo la oferta de crédito empresarial regular²⁰. El aumento de la importación posteriormente produjo una igualación de los precios. Tras la desaceleración de la demanda y las políticas restrictivas instituidas en algunos sectores, los inventarios han comenzado a disminuir. Esa disminución engrosó la oferta local, y el crecimiento de la importación de metales comenzó a enfriarse en el primer semestre de 2011. Por el contrario, los inventarios mundiales de metales (medidas en términos del coeficiente inventarios/uso) se mantienen a niveles elevados teniendo en cuenta la actual etapa del ciclo económico mundial (gráfico 1.25, panel central derecho).

La evolución de la oferta de distintos metales también ha influido en el comportamiento de los precios, y existen marcadas diferencias entre un metal y otro, como lo pone de manifiesto el reciente aumento de la dispersión de las variaciones de precios entre los distintos metales. Los precios del cobre repuntaron en junio, dado que los trastornos de la oferta de importantes minas causados por huelgas y condiciones meteorológicas desfavorables empeoraron un equilibrio de por sí ajustado entre la oferta y la demanda. Los precios del plomo subieron cuando se clausuró indefinidamente una de las minas más grandes del mundo. Los mercados del aluminio se mantuvieron más o menos equilibrados en el primer semestre del año, y los niveles récord de producción son la contracara de una demanda mundial persistentemente vigorosa. Por el contrario, los precios del níquel se han estabilizado pese a la escasez de la oferta, dado que la producción de arrabio de níquel como sucedáneo del níquel ha aumentado significativamente, sobre todo en China.

En cuanto a las perspectivas, el crecimiento del consumo de metales base en China se mantendrá

²⁰ A los mercados les han preocupado los informes de un aumento de la proporción de importaciones de cobre utilizadas como garantía de créditos bancarios (a través de letras de crédito para financiar importaciones con pago diferido), aunque no hay datos oficiales para evaluar el alcance de estas operaciones.

generalmente estable, según las proyecciones, a las tasas observadas en el primer semestre de 2011, en vista de las perspectivas de la actividad económica general. Se proyecta que el crecimiento económico de China continuará siendo robusto, con un equilibrio lentamente creciente entre las contribuciones de la inversión y del consumo, y que alcanzará 9,5% para la totalidad de 2011 y 9,0% en 2012, en comparación con 10,3% en 2010. Por otra parte, si bien se prevé que la reducción de los inventarios que comenzó a finales de 2010 llegará a su fin, el impacto global en la demanda debería ser moderado si los inventarios se acumulan más o menos al mismo nivel que el repunte del consumo. De hecho, los inventarios de cobre del Mercado de Futuros de Shanghái (SHFE, por sus siglas en inglés) han repuntado desde junio, y los diferenciales de precios del aluminio entre las Bolsas de Metales de Shanghái y de Londres nuevamente se han ensanchado, lo cual indica un equilibrio más apretado entre la oferta y la demanda local y cierto aumento del crecimiento de la importación de metales base (gráfico 1.25, panel inferior izquierdo).

Se cree que los precios de los metales base se mantendrán estables en términos amplios pese al repunte moderado del crecimiento económico mundial del segundo semestre de 2011. Del lado de la demanda, como ya se ha señalado, el crecimiento de la demanda de metales base de China se mantendría generalmente estable, en tanto que el consumo de metales base de las economías avanzadas, que en el segundo trimestre todavía estaba 12½% por debajo del máximo registrado antes de la crisis, se recuperaría paulatinamente en el contexto de un crecimiento económico atenuado. Del lado de la oferta, la producción, que aumentó con fuerza en el primer semestre de 2010 tras una caída pronunciada durante la Gran Recesión, debería mantenerse cerca de la tasa promedio de expansión de alrededor de 3½% (interanual) —con ciertas variaciones entre un metal y otro—, con lo cual las condiciones del mercado se mantendrían más o menos equilibradas a los precios elevados actuales (gráfico 1.25, panel inferior derecho). En general, los riesgos para los metales base parecen más equilibrados que para el petróleo o los alimentos, principalmente porque la oferta global no parece estar tan limitada como en el caso del petróleo —con las excepciones destacadas del cobre y

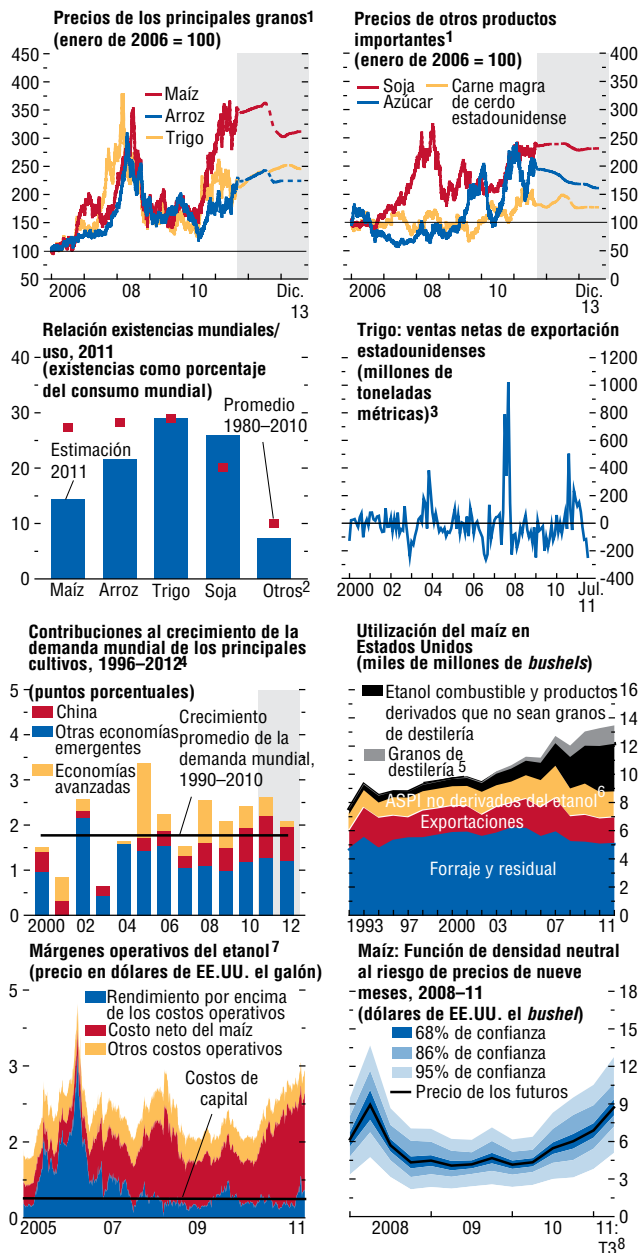
del plomo— y porque los niveles de inventarios (en relación con el consumo) son más elevados que en el caso de los alimentos. Sin embargo, los riesgos para los precios de la energía influyen también en los precios de los metales, teniendo en cuenta la elevada proporción del costo de refinamiento de los metales que corresponde a la energía.

Evolución y perspectivas del mercado de los alimentos

Los precios de los alimentos han experimentado una disminución moderada respecto de los máximos de los últimos meses, pero siguen siendo muy elevados en comparación con la primera década de este siglo (gráfico 1.26, paneles superiores). El índice de precios de los alimentos elaborado por el FMI correspondiente a lo que va del tercer trimestre de 2011 es alrededor de 20% más alto que el mismo trimestre de 2010 y está significativamente por encima del precio real promedio de los 10 últimos años. Los precios de los cereales y las semillas oleaginosas son particularmente altos, pero los de otros grupos de alimentos, incluida la carne, también se encuentran muy por encima de los promedios históricos. En los últimos meses, la mejora de las perspectivas de oferta a corto plazo de algunos cultivos importantes ha dado cierto respiro. Tras los graves reveses que sufrió la oferta durante el cuarto trimestre de 2010 como consecuencia de las condiciones meteorológicas, las expectativas de los cultivos de 2011 se han estabilizado, y en base a la superficie proyectada hay indicios de que el crecimiento del producto será relativamente vigoroso en 2012.

Sin embargo, el equilibrio en los mercados de los alimentos continúa siendo precario. Los inventarios que funcionan como amortiguadores son muy bajos en el caso de algunos cultivos importantes —sobre todo el maíz— y en consecuencia los precios serán muy sensibles a variaciones de las perspectivas de la oferta y la demanda (gráfico 1.26, segundo panel de la izquierda). El riesgo más inmediato es que algunos cultivos fundamentales sufran otra ronda de shocks de la oferta causados por las condiciones meteorológicas. El patrón reciente de condiciones meteorológicas extremas en grandes regiones de cultivo parece continuar: tras las sequías que sufrieron Europa y China, Estados Unidos ha experimentado una primavera muy lluviosa seguida

Gráfico 1.26. Evolución reciente de los mercados de los principales cultivos alimentarios



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Bolsa Mercantil de Chicago; Centro de Desarrollo Agrícola y Rural de la Universidad del Estado de Iowa; Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA), y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Precios de los futuros entre septiembre de 2011 y diciembre de 2012.

²Otros granos y oleaginosas.

³Ventas ajustadas en función de factores estacionales y tendencias a largo plazo.

⁴Proyecciones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos para 2011 y 2012.

⁵Granos de destilería, procedentes de plantas de etanol combustible de grano seco, sobre la base de una proporción anual estimada de la producción de etanol de maíz de grano seco y partiendo del supuesto de que los granos de destilería representan 17,5 libras de cada bushel de maíz utilizado en la producción de etanol combustible de grano seco.

⁶ASPI = alimentos, semillas y productos industriales.

⁷Los márgenes operativos del etanol están basados en los precios de futuros próximos y los precios del maíz en Iowa.

⁸Al 6 de septiembre de 2011.

de elevadas temperaturas en el tercer trimestre, lo cual redujo el rendimiento proyectado de maíz. Incluso otro deterioro ligero de las perspectivas de la oferta podría provocar una fuerte reacción de los precios, efectos de contagio entre distintas materias primas y una agudización de la volatilidad, tal como ocurrió a comienzos de 2011. Por ejemplo, el recrudescimiento de la incertidumbre en torno a la oferta incrementó drásticamente la demanda precautoria en los mercados físicos de grandes economías importadoras de alimentos durante el primer trimestre del 2011, como lo reflejaron las ventas de exportaciones de Estados Unidos (gráfico 1.26, segundo panel de la derecha).

Al mismo tiempo, el avance de la demanda conserva un fuerte ímpetu. Los rápidos aumentos del consumo de alimentos en las economías de mercados emergentes no dan señales de moderarse, lo cual refleja el alza de los ingresos y cambios en las dietas a favor de alimentos con un mayor contenido proteínico, incluida la carne de animales alimentados con granos (gráfico 1.26, tercer panel de la izquierda).

En las economías avanzadas, y sobre todo en Estados Unidos, el crecimiento global de la demanda es pequeño, pero el uso de materias primas alimentarias como base para los biocombustibles continúa superando las expectativas; en los últimos tiempos porque los precios del petróleo fueron más altos durante el primer semestre de 2011 y por los crecientes márgenes de refinamiento del etanol. Desde 2000, el etanol ha originado tres cuartas partes del 40% de aumento del uso de la producción nacional de maíz; el resto corresponde a productos derivados del etanol (gráfico 1.26, tercer panel de la derecha). El uso de aceite de soja en la producción de biodiesel también está creciendo con rapidez. Los elevados precios de la energía y las políticas de respaldo están estimulando la producción de biocombustibles en Europa y también en otras regiones, pero también en este caso las limitaciones de los datos continúan restándole transparencia a los mercados de materias primas (gráfico 1.26, panel inferior izquierdo). Globalmente, la demanda mundial de cultivos importantes durante 2011-12 crecerá, según las proyecciones, alrededor de 2¼%, considerablemente por encima del promedio de 20 años y casi en su totalidad como consecuencia de la demanda de China y otras economías de mercados emergentes y de bajo ingreso.

Los precios de los alimentos deberían experimentar pequeñas disminuciones, pero mantenerse elevados en términos reales hasta 2012 inclusive, suponiendo una normalización de las condiciones meteorológicas y una estabilización de los precios de la energía, que afectan a los precios de los alimentos a través de los costos de los biocombustibles y de la producción. Este escenario está incluido en los precios de los futuros de algunos cultivos críticos, notablemente el maíz, que actualmente reflejan cierta moderación en función de cada cosecha nueva. La oferta está respondiendo al alza de los precios, pero con rezago. En particular, la expansión de la superficie mundial cultivada debería compensar la moderación a mediano plazo del crecimiento de los rendimientos debida, en parte, a las incipientes limitaciones de las tierras productivas y del suministro de agua. No obstante, los riesgos para los precios de los

alimentos aún se inclinan al alza, tal como lo reflejan los precios de los mercados de los derivados: éstos muestran que para los participantes en el mercado existe una probabilidad superior al promedio de que los precios se disparen en los nueve próximos meses (gráfico 1.26, panel inferior derecho). Una combinación de bajos inventarios, volatilidad meteorológica y demanda incierta relacionada con China y los biocombustibles crea perspectivas de que los precios vuelvan a trazar picos en los 12 a 18 meses venideros. La renovada imposición de restricciones comerciales frente al uso de los precios y al equilibrio más apretado entre la oferta y la demanda en los mercados físicos —entre otras cosas, a través de prohibiciones a la exportación por parte de importantes productores— podría exacerbar las condiciones de oferta mundiales y agudizar la volatilidad de los precios mundiales.

Recuadro 1.1. ¿Una recuperación lenta y sin destino? Panorama sectorial de los mercados laborales de las economías avanzadas¹

El empleo sufrió un duro golpe en muchas economías avanzadas durante la Gran Recesión de 2008–09 y está tardando en recuperarse como consecuencia de una reactivación aún débil e incierta. Pero aun después de una recuperación cíclica, las tendencias estructurales que precedieron a la Gran Recesión podrían opacar las perspectivas de los mercados laborales. El cambio tecnológico basado en las aptitudes y la mayor prevalencia de cadenas de oferta mundiales han hecho subir el ingreso nacional de las economías avanzadas. Pero estas tendencias han estado asociadas a una notable pérdida de ingreso medio y empleos manufactureros. Este recuadro describe estos efectos desiguales de la tecnología y del comercio internacional, y su impacto probable en el crecimiento del producto potencial. El principal mensaje es que las economías avanzadas deben hacer frente a los costos humanos de estas tendencias estructurales, de la misma manera en que actuaron para reducir los costos humanos de la Gran Recesión (Dao y Loungani, 2010).

Efectos de la tecnología y del comercio internacional en el empleo

La evolución de la tecnología y el comercio internacional son tan viejos como la civilización, pero sus efectos a mediano plazo en el mercado laboral pueden variar constantemente. En las dos décadas anteriores a la Gran Recesión, una característica distintiva del cambio tecnológico era que favorecía a los trabajadores más preparados. Esto no siempre fue así: durante algunos períodos de la historia, el cambio tecnológico no complementó a la fuerza laboral muy preparada, sino que la reemplazó (Goldin y Katz, 2008).

El principal efecto del comercio internacional en el mercado laboral durante esas dos mismas décadas fue un uso cada vez más frecuente de cadenas de oferta mundiales, un proceso facilitado por la disponibilidad de grandes cantidades de trabajadores en mercados emergentes que antes habían estado fuera del sistema internacional de producción. Como lo señala Freeman (2007), “China, India y el ex bloque soviético ingresaron en la economía mundial casi todos a la vez en los años noventa”, duplicando el tamaño de la fuerza laboral mundial a casi 3.000 millones. Al

Este recuadro fue preparado por Prakash Loungani, Su Wang, Laura Feiveson y João Jalles.

mismo tiempo, los avances de la tecnología de la información y la comunicación contribuyeron a facilitar el acceso de muchas empresas mundiales a esta extensa fuerza laboral.

Al igual que en el pasado, estas tendencias de la tecnología y del comercio internacional han contribuido al bienestar mundial: millones de habitantes de mercados emergentes dejaron atrás la pobreza; los consumidores del mundo entero se han beneficiado de precios más bajos, y el ingreso nacional ha aumentado en las economías avanzadas. Pero estas tendencias también han estado cada vez más asociadas al deterioro de las perspectivas de grandes grupos de trabajadores de las economías avanzadas. Como señala Spence (2011), “hasta hace más o menos una década, los efectos de la globalización en la distribución de la riqueza y de los empleos eran más bien benignos, [pero ahora] están alterando las estructuras individuales de las economías de manera tal que diferentes grupos dentro de un país se ven afectados de distinta manera. En las economías avanzadas, están redistribuyendo las oportunidades de empleo y los ingresos”.

Para documentar estos efectos es necesario ir más allá de los agregados y examinar la evolución sectorial por nivel de aptitud e industria.

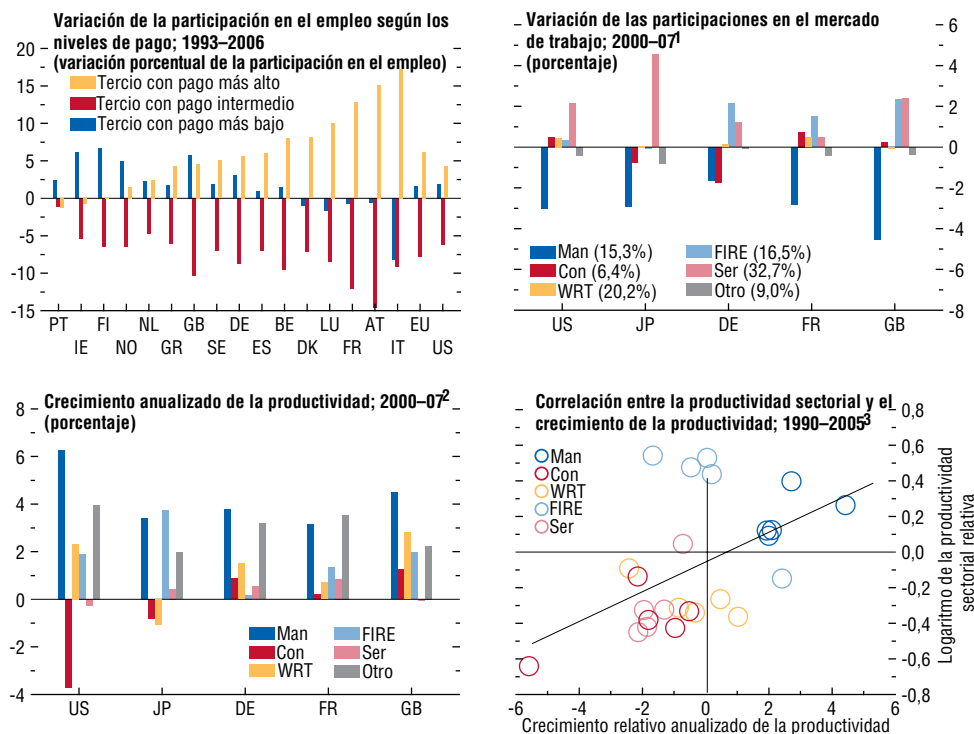
Desplazamiento del empleo y productividad de la mano de obra

Acemoglu y Autor (2010) documentan un desplazamiento del empleo estadounidense en 1980–2007, de puestos de trabajo de mediana calificación hacia puestos de trabajo de baja y alta calificación. Los empleos de ingreso intermedio se redujeron significativamente en otras economías avanzadas entre 1993 y 2006, como Japón, el Reino Unido y la zona del euro. El **gráfico 1.1.1** muestra un desplazamiento de empleos de ingreso intermedio e industrias con elevados niveles de productividad y elevado crecimiento de la misma hacia industrias con bajos niveles de productividad y tasas de crecimiento.

El panel superior izquierdo muestra la pérdida notable de puestos de trabajo de mediana calificación y de ingreso intermedio, muchos en el sector manufacturero. Por el contrario, gran parte del sector de los servicios, que incluye servicios comunitarios, sociales, personales y

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.1. Tendencias del empleo y de la productividad de la mano de obra



Fuentes: Autor (2010); Centro de Crecimiento y Desarrollo de Groninga (GGDC); Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), base de datos STAN; y cálculos del personal técnico del FMI.

Notas: AT: Austria, BE: Bélgica, DK: Dinamarca, EU: promedio de la UE, FI: Finlandia, FR: Francia, DE: Alemania, GR: Grecia, IE: Irlanda, IT: Italia, JP: Japón, LU: Luxemburgo, NL: Países Bajos, NO: Noruega, PT: Portugal, ES: España, SE: Suecia, GB: Reino Unido, US: Estados Unidos. Man: manufactura, Con: construcción, WRT: comercio mayorista y minorista, hoteles y restaurantes, FIRE: servicios financieros, de seguros e inmobiliarios, Ser: servicios comunitarios, sociales y personales.

¹Los datos de Japón están tomados de la base de datos GGDC y abarcan 1996–2003.

²Los datos de Japón están tomados de la base de datos GGDC y abarcan 1996–2003. La productividad se calcula dividiendo el valor agregado por las horas trabajadas. En el caso del Reino Unido y de Japón, se calcula dividiendo el valor agregado por el número de empleados.

³Los países incluidos en este panel son Francia, Alemania, Japón, el Reino Unido y Estados Unidos.

gubernamentales, continúa dependiendo de trabajadores con bajas calificaciones que perciben ingresos bajos¹.

El panel superior derecho del gráfico muestra la variación de la participación de varios sectores en el mercado laboral de ciertas economías avanzadas en 2000–07. Las cinco economías experimentaron una disminución de la manufactura y un aumento de los servicios. Incluso en Alemania, que ha tenido un superávit comercial desde

¹Bosworth y Triplett (2007) contiene un análisis más completo de la evolución de la productividad en el sector de los servicios.

2001, la participación de la manufactura en el empleo cayó de 22% en 2000 a 20½% en 2007. El sector de la construcción y el sector de los servicios financieros (que incluye finanzas, seguros y operaciones inmobiliarias) también experimentaron fuertes aumentos del empleo en la mayoría de estas economías durante el *boom* de la vivienda que precedió a la crisis.

Históricamente, la reasignación de la mano de obra de sectores de productividad baja a sectores de productividad alta ha sido un importante canal para el aumento del ingreso nacional en las economías

Recuadro 1.1 (continuación)

avanzadas (McMillan y Rodrik, 2011). Pero según muchos observadores, estas economías se encuentran en una etapa de transformación estructural en la que podrían “desacelerarse, estancarse y decaer”, a medida que la mano de obra se reasigne cada vez más de actividades manufactureras de elevada productividad a servicios de menor productividad (Duarte y Restuccia, 2010).

El panel inferior izquierdo muestra el crecimiento de la productividad laboral por sector durante 2000–07. La manufactura fue un sector con elevado crecimiento de la productividad, en tanto que la productividad del sector de los servicios apenas aumentó (o incluso disminuyó) en todos los países durante este período. Se registró un aumento del empleo en la construcción, que experimentó un crecimiento de la productividad inferior al promedio, y en los servicios financieros, que experimentaron un crecimiento promedio de la productividad.

El panel inferior derecho muestra que en términos relativos los niveles de productividad y el crecimiento de la productividad están sumamente correlacionados. Esto se debe a que las tasas de crecimiento de la productividad sectorial han sido relativamente constantes durante las últimas décadas.

Productividad sectorial y crecimiento del producto potencial

El impacto probable de estos desplazamientos del empleo en el crecimiento agregado de la productividad, y por ende en el crecimiento del producto potencial, puede ilustrarse mediante un marco contable sencillo. La productividad de la mano de obra del país i en el año t puede expresarse de la siguiente manera:

$$A_{it} = \sum_j \theta_{ijt} \times P_{ijt}, \quad (1.1)$$

siendo θ_{ijt} la proporción del insumo mano de obra en la industria j como fracción de la oferta de mano de obra en la totalidad de la economía, y P_{ijt} la productividad unitaria de la mano de obra; la sumatoria abarca todas las industrias j . La tasa de crecimiento de la productividad puede expresarse de la siguiente manera:

$$\frac{A_{it}^*}{A_{it}} = \frac{1}{A_{it}} \left(\sum_j \theta_{ijt}^* \times P_{ijt} + \sum_j \theta_{ijt} \times P_{ijt}^* \right). \quad (1.2)$$

Un asterisco al lado de una variable indica que el cambio ocurre en el tiempo.

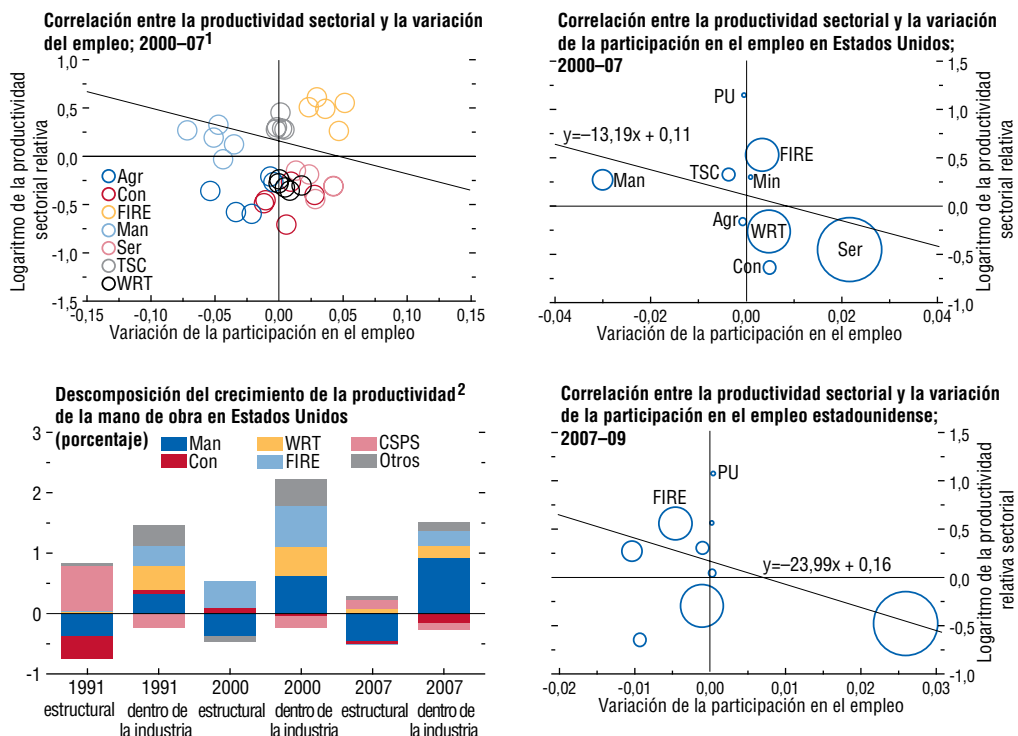
Si el crecimiento de la productividad sectorial se considera exógeno, esta ecuación muestra el impacto en el crecimiento de la productividad de toda la economía cuando el empleo comienza a desplazarse de una industria con productividad elevada y altas tasas de crecimiento de la productividad a una industria con productividad baja (y bajo crecimiento de la productividad). Durante este desplazamiento, el primer término a la derecha de la ecuación es más bajo si existe una correlación negativa entre las variaciones de la participación en el mercado de trabajo y los niveles de productividad. Esto se conoce como un efecto *composicional* o *estructural*. Además, una vez que el desplazamiento ocurre, la segunda suma también es más pequeña porque ahora hay un empleo más alto en sectores en los cuales el crecimiento de la productividad es más bajo y un empleo más bajo en sectores en los cuales el crecimiento de la productividad es más elevado. Este es el efecto *dentro de la industria*.

El **gráfico 1.1.2** ilustra estos efectos. El panel superior izquierdo muestra la relación entre las variaciones de la participación en el mercado de trabajo y los niveles de productividad de cinco economías europeas avanzadas entre 2000 y 2007. Se observa una correlación negativa clara entre la productividad relativa y la variación de la participación en el empleo, aunque el sector financiero constituye un valor atípico. El panel superior derecho muestra una correlación negativa parecida y más notable entre las variaciones de la participación en el mercado de trabajo y los niveles de productividad de Estados Unidos durante 2000–07. El tamaño de las burbujas representa el tamaño relativo de los sectores.

El panel inferior izquierdo muestra tanto los efectos estructurales como los efectos dentro de la industria del crecimiento de la productividad de la mano de obra estadounidense en tres años típicos: 1991, 2000 y 2007. Cada efecto es la suma acumulada de seis sectores, de modo tal que la suma de los 12 componentes es igual a la tasa de crecimiento de la productividad de la mano de obra del año en cuestión. Los sectores difieren enormemente desde el punto de vista de los canales a través de los cuales contribuyen al crecimiento agregado de la productividad de la mano de obra. El sector manufactu-

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.2. Las tendencias sectoriales pueden afectar al crecimiento del producto potencial



Fuentes: GGDC; OCDE, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Agr: agricultura, silvicultura y pesca, Min: minería y cantería, Man: manufactura, PU: servicios públicos, Con: construcción, CSPS: servicios comunitarios, sociales y personales, WRT: comercio mayorista y minorista, hoteles y restaurantes, TSC: transporte, almacenamiento y comunicación, FIRE: servicios financieros, de seguros e inmobiliarios, Ser: servicios comunitarios, sociales y personales.
¹Fuera de los servicios financieros, de seguros e inmobiliarios, se traza la línea de tendencia. Los países incluidos en este panel son Francia, Alemania, Japón, el Reino Unido y Estados Unidos.
²El efecto estructural es la relación entre el nivel de productividad y la participación de la mano de obra; el efecto dentro de la industria es la relación entre el crecimiento de la productividad y la participación de la mano de obra.

pero siempre ha tenido un componente estructural negativo, debido a su decreciente participación en el mercado laboral. Por el contrario, el sector de los servicios tiene componentes negativos dentro de la industria en los tres años, un indicio del anémico crecimiento de la productividad².

Por consiguiente, los desplazamientos que dejan atrás a las industrias de elevada productividad han

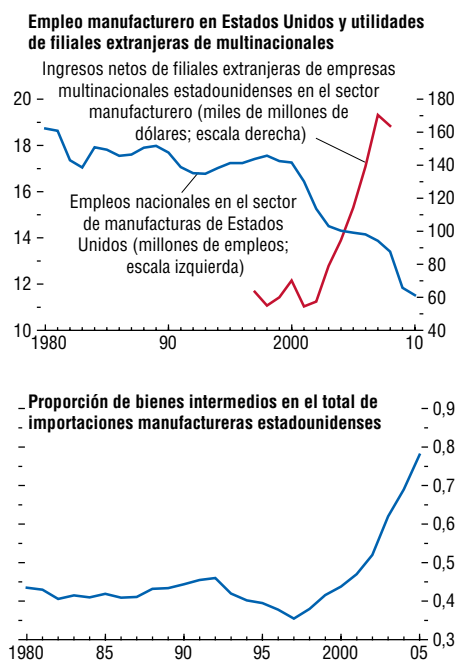
²Véase en Peneder (2003) y Bosworth y Triplett (2007) un análisis más detallado de la descomposición.

ejercido un efecto de lastre sobre el crecimiento del producto per cápita debido a efectos estructurales y dentro de la industria.

Aunque estos desplazamientos de los mercados laborales ocurrieron antes de la Gran Recesión, los datos llevan a pensar que persisten. Por ejemplo, en relación con la polarización de los empleos, Autor (2010) considera que “la Gran Recesión ha alterado cuantitativamente, aunque no cualitativamente, la dirección del mercado laboral estadounidense”. El

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.3. Empleo, utilidades y comercio de bienes intermedios en Estados Unidos



Fuentes: Goel (2011); Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos; Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, y cálculos del personal técnico del FMI.

panel inferior derecho reproduce el nivel de la productividad respecto de los cambios de la participación en el mercado laboral estadounidense durante 2007–09. El sector de los servicios continúa creciendo en términos de participación en el mercado laboral, y el sector de la manufactura continúa decayendo, ambos a tasas anuales más rápidas. De hecho, el empleo total disminuyó 4½% y el empleo en el sector de la manufactura cayó 14% entre 2007 y 2009, pero el empleo en el sector de los servicios aumentó 2%³.

³La experiencia del Reino Unido y de España fue parecida; Alemania, sin embargo, experimentó un ligero ascenso de la participación laboral en la manufactura y un ligero descenso en los servicios.

¿Hacia dónde están destinados?

¿Qué impacto tendrán las tendencias de la tecnología y del comercio internacional en los mercados laborales en los próximos años? Para dilucidar ese interrogante —y sugerir políticas de respuesta adecuadas— es necesario hacer conjeturas sobre cuál de las dos fuerzas tiene más probabilidades de predominar, aunque no siempre es fácil hacer una distinción entre su respectivo impacto. Los primeros análisis, y particularmente las explicaciones de la creciente prima por aptitud, solían concluir que la evolución de la tecnología predomina (por ejemplo, Lawrence y Slaughter, 1993). Y no cabe duda de que la tecnología desempeñó un papel importante en el declive paulatino de los empleos manufactureros y de ingreso intermedio observado desde la década de 1970. En particular, la automatización ha reducido el empleo en industrias con una proporción más alta de tareas rutinarias (Autor, Levy y Murnane, 2003).

Sin embargo, también parecen estar en juego otros factores, en gran medida debido a la fuerte disminución de puestos de trabajo ocurrida mucho después de la aparición de la mayor parte de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación en la década de 1990. Por consiguiente, hay estudios recientes que otorgan más importancia al papel del comercio internacional, y particularmente a la deslocalización y al aumento extraordinario de la producción dentro de empresas multinacionales⁴. Esos estudios recalcan que no es una coincidencia que el declive de los empleos manufactureros se haya acelerado durante la década de 2000 y haya estado acompañado de un enorme aumento de las importaciones de países de bajo ingreso en las economías avanzadas. Autor, Dorn y Hanson (2011) estiman que como mínimo una tercera parte de la disminución agregada del empleo manufacturero en Estados Unidos durante 1990–2007 puede atribuirse al aumento de las importaciones procedentes de mercados emergentes. El panel superior del gráfico 1.1.3 muestra la fuerte caída de los empleos manufactureros en Estados Unidos y el aumento de las utilidades de las empresas multinacionales

⁴Véase, por ejemplo, Hanson, Mataloni y Slaughter (2005).

Recuadro 1.1 (continuación)

durante la década de 2000⁵. El panel inferior muestra la fuerte aceleración de la proporción de bienes intermedios dentro del total de importaciones en el mismo período (Goel, 2011), reflejo de la creación de cadenas de oferta mundial.

Las consecuencias de las pérdidas de empleo se ven amplificadas si existen interacciones entre el comercio internacional y las innovaciones tecnológicas. Si la ventaja comparativa de las economías aumenta con el correr del tiempo a través del aprendizaje práctico, como sugieren muchos autores, los cambios de los patrones de especialización podrían persistir a lo largo del tiempo⁶. Los cambios tecnológicos originados en el comercio internacional tendrían efectos parecidos⁷. En consecuencia, los sectores deslocalizados con un potencial de crecimiento mayor podrían enfriar el crecimiento de las economías avanzadas a largo plazo.

Conclusiones

Este recuadro documenta el impacto desigual de las tendencias estructurales —a saber, la evolución de la tecnología y el comercio internacional— en las economías avanzadas⁸. A lo largo de los 20 últimos

años estas tendencias han mejorado los niveles de vida de las economías de mercados emergentes y en desarrollo y han permitido a los consumidores del mundo entero beneficiarse de precios más bajos. En las economías avanzadas, la innovación tecnológica y la posibilidad de aprovechar un mercado laboral internacional han contribuido al ingreso nacional. Pero, al mismo tiempo, se ha producido un impacto desfavorable en una extensa clase de trabajadores de las economías avanzadas, particularmente en el sector de la manufactura, y sus perspectivas siguen siendo poco alentadoras. Ese impacto adverso está reflejado en la creciente desigualdad del ingreso; por ejemplo, el coeficiente de desigualdad del ingreso elaborado por Gini aumentó en seis de las economías del G-7 entre 1985 y 2008, según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. Los cálculos analizados en este recuadro también llevan a pensar que, al menos a mediano plazo, el crecimiento del producto potencial podría verse perjudicado por el desplazamiento del empleo de las industrias con elevadas tasas de crecimiento de la productividad hacia las industrias con bajas tasas de crecimiento de la productividad.

Las soluciones a más largo plazo ante la pérdida de empleos de ingreso intermedio radican en el reciclaje laboral, la mejora de la educación y el aumento de la productividad en los sectores no manufactureros. Pero también se necesitan medidas más inmediatas para amortiguar algunos de los costos humanos del cambio estructural. Como señala Spence (2011), la redistribución debe formar parte de las políticas de respuesta: entre los posibles beneficios cabe mencionar una mayor cohesión social y respaldo ininterrumpido a favor de la globalización. Spence advierte que si no se hace frente a los retos laborales que afrontan las economías avanzadas, los países pueden recurrir a “medidas proteccionistas en un flanco amplio [y] la economía mundial se debilitará”.

⁵Con el correr del tiempo, el avance de los costos de la mano de obra en las economías de mercados emergentes podría neutralizar en parte esta tendencia hacia la deslocalización. A medida que las empresas multinacionales y extranjeras comiencen a reabrir algunas plantas nacionales, el crecimiento de la productividad podría repuntar. Existen diferentes opiniones sobre la posibilidad de que las tendencias hacia la deslocalización continúen. Blinder (2009) estima que el 25% de los empleos estadounidenses podrían ser deslocalizables. Por el contrario, Manyika *et al.* (2011) y Deutsche Bank (2011) argumentan a favor de una reversión paulatina de la deslocalización a medida que los costos laborales continúan subiendo en el litoral chino y otros mercados emergentes, y a medida que las empresas toman conciencia de los numerosos riesgos y costos ocultos que encierra hacer negocios en los mercados emergentes.

⁶Véanse Krugman (1985), Lucas (1988), Boldrin y Scheinkman (1988) y Young (1991).

⁷Véanse Acemoglu (2003) y Thoenig y Verdier (2003).

⁸La atención se ha centrado en las tendencias a mediano plazo, y no en el porcentaje del desempleo actual de las economías avanzadas que tiene origen en factores estructurales (véase Diamond, 2011).

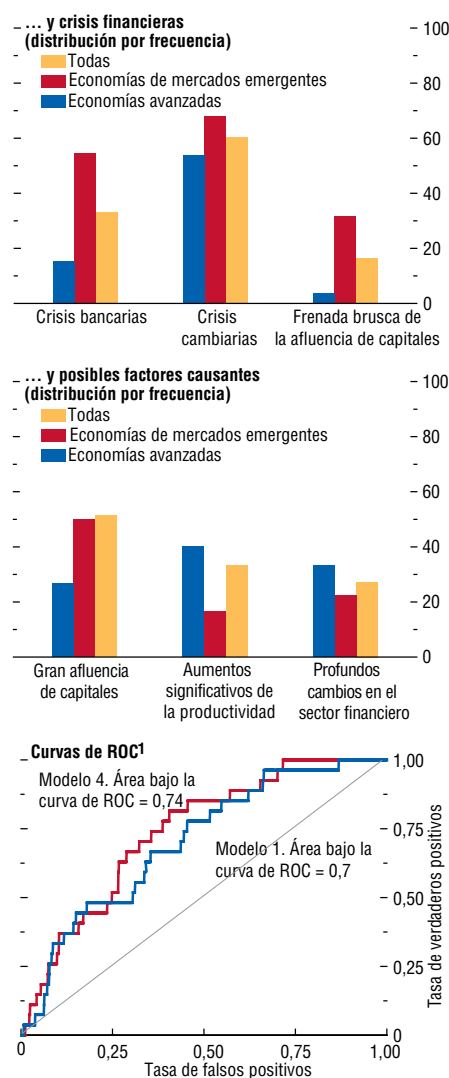
Recuadro 1.2. Ciclos de auge y colapso crediticio: Sus causas y sus implicaciones para la política económica

El crédito ha estado creciendo con rapidez en una serie de economías de mercados emergentes, despertando inquietudes en algunos analistas. Aunque puede haber buenas razones para que el crédito se expanda rápidamente —fases ascendentes del ciclo económico, profundización financiera y mejora de las perspectivas a mediano plazo—, en algunas circunstancias la expansión crediticia puede ser excesiva y puede estar seguida de turbulencia financiera, como lo demostró la crisis financiera internacional reciente y la crisis asiática de mediados de la década de 1990. Esa expansión crediticia se denomina a menudo “auge de crédito”.

¿Qué es un auge de crédito? Es un episodio en el cual el crédito real al sector privado se expande significativamente más que durante una expansión económica típica¹. Durante la fase de aceleración de un auge de crédito, la actividad económica se expande con fuerza, los precios de la vivienda y de las acciones suben rápidamente, el apalancamiento aumenta acusadamente, el tipo de cambio real se aprecia y los déficits en cuenta corriente se profundizan. Durante la fase de desaceleración ocurre lo contrario: la actividad sufre una dura contracción, los precios de la vivienda y de las acciones bajan, el apalancamiento disminuye, el tipo de cambio real se deprecia y los déficits en cuenta corriente disminuyen. Las vulnerabilidades financieras se agudizan como resultado de estas marcadas fluctuaciones de las variables macroeconómicas y financieras. De hecho, existe una fuerte asociación entre los auges de crédito y las crisis de divisas, las crisis bancarias y las interrupciones repentinas de flujos externos (gráfico 1.2.1, panel superior).

Dada esta fuerte asociación entre estos ciclos de auge y colapso del crédito y las crisis financieras, es importante comprender qué los impulsa. Este recuadro estudia auges de crédito en 47 economías —19 avanzadas y 28 de mercados emergentes— en

Gráfico 1.2.1. Auges de crédito



Fuentes: Mendoza y Terrones (2008) y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ROC = característica operativa del receptor. La ROC de una moneda arrojada al aire está indicada por la línea a 45°.

Este recuadro fue preparado por Jörg Decressin y Marco E. Terrones.

¹Los auges de crédito se definen como episodios extremos durante los cuales el componente cíclico del crédito es 1,75 veces mayor que la desviación estándar; véanse más detalles y un análisis de estos episodios en economías avanzadas y de mercados emergentes en Mendoza y Terrones (2008). La atención al componente cíclico del crédito supone que la tendencia capta una profundización financiera mayormente saludable.

1960–2010. Nuestra conclusión es que la afluencia de capitales es un buen predictor de los auges de crédito y merece ser estudiada en detalle, no solo por su impacto en la competitividad sino también por otras implicaciones para la estabilidad financiera.

Recuadro 1.2 (continuación)

¿Cuáles son las causas de los auges de crédito?

Los auges de crédito pueden estar causados por numerosos factores. Hay tres que reciben considerable atención y que, de hecho, están estrechamente asociados a los auges de crédito: escaladas de la afluencia de capitales, reformas del sector financiero y aumentos de la productividad. En particular, los auges de crédito de las economías de mercados emergentes parecen estar asociados mayormente a la abundante entrada de capitales, en tanto que los ocurridos en las economías avanzadas a menudo coinciden con aumentos de la productividad (gráfico 1.2.1, panel central). Aunque esta observación es útil, no indica si estos factores pueden ayudar a predecir los auges y los colapsos de crédito, ni cuáles son más relevantes. Para determinarlo, usamos un modelo probabilístico simple de auges de crédito, con los siguientes factores:

- Afluencia de capitales en el pasado: Una escalada de la entrada neta de capitales privados suele producir un rápido aumento de los fondos prestables. En un intento por distribuir esos fondos, los bancos a menudo adoptan normas crediticias menos estrictas y otorgan crédito a empresas y hogares que antes no tenían acceso a los mercados financieros. Esto puede conducir a una expansión excesivamente rápida del crédito².
- Reformas del sector financiero en el pasado: En un intento por mejorar su desempeño en términos del crecimiento, países del mundo entero han adoptado medidas encaminadas a eliminar la represión financiera y desarrollar sus sectores financieros, lo cual ha estimulado con frecuencia el crecimiento del crédito. Pero el proceso de desarrollo del sector financiero —es decir, la formación de mercados, instituciones e instrumentos financieros— puede conllevar riesgos, especialmente si no está acompañado de una evolución adecuada de los marcos de regulación y supervisión.
- Aumentos de la productividad en el pasado: El progreso y la innovación tecnológica a menudo están financiados con recursos externos. De hecho, la experiencia demuestra que el crédito desempeñó un papel importante en el proceso de innovación tecnológica. El fuerte aumento del crédito suele estar acompañado de

²Végh (2011) muestra que las consecuencias macroeconómicas de la entrada de capitales son las mismas independientemente de la naturaleza del shock que atrae o empuja los capitales.

optimismo en torno al rápido avance de la tecnología y al futuro aumento del valor de los activos de garantía³.

La expansión excesiva del crédito es en parte resultado de un mecanismo de propagación asociado a imperfecciones de los mercados financieros. Uno de sus mecanismos es el acelerador financiero (Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1999; y Kiyotaki y Moore, 1997); los efectos de los balances amplifican los shocks a los precios de los activos y los precios relativos. Este proceso de propagación puede verse exacerbado por deficiencias de los marcos de regulación y supervisión, incluidas las garantías públicas implícitas y el comportamiento de rebaño por parte de los bancos.

Principales conclusiones

Los resultados econométricos confirman que la entrada neta de capitales, la reforma del sector financiero y la productividad total de los factores son buenos predictores de un auge de crédito⁴. La entrada neta de capitales parece tener una ventaja predictiva importante respecto de los otros dos factores.

Los principales resultados econométricos se resumen en el cuadro 1.2.1, que muestra las especificaciones posibles para una regresión logística, siendo la variable dependiente un episodio ficticio que toma el valor de 1 si el país i está experimentando un auge de crédito en el año t , y cero de lo contrario. Los coeficientes estimados de los diferentes factores causantes tienen el signo que corresponde, y todos son estadísticamente significativos. Lo que nos interesa es una evaluación del poder predictivo de distintas especificaciones de la regresión, y con esa finalidad empleamos el método de la curva de la característica operativa del receptor (ROC, por sus siglas en inglés)⁵. La curva

³A partir de la idea de “sobrecorrección informacional”, Zeira (1999) muestra que el aumento de la productividad durante un lapso desconocido puede conducir a auges y colapsos financieros.

⁴En el modelo econométrico, la variable de entrada de capitales está representada por el promedio quinquenal de la entrada neta de capitales como porcentaje del PIB. Las reformas del sector financiero corresponden al promedio quinquenal de las variaciones anuales del índice de reforma financiera compilado por Abiad, Detragiache y Tressel (2008). Los datos se extrapolan a 2008. El indicador de la productividad se calculó usando métodos estándar de contabilización del crecimiento (Kose, Prasad y Terrones, 2009), en base a datos de Penn World Table 7.0.

⁵Berge y Jordà (2011) analizan en detalle este método y una aplicación al ciclo económico estadounidense. Jordà, Schularick y Taylor (2010) emplean este método para examinar en qué medida las expansiones crediticias ayudan a predecir crisis bancarias.

Recuadro 1.2 (continuación)
Cuadro 1.2.1. ¿Cuáles son las causas de los auges de crédito?

(Modelo logístico; variable dependiente: comienzo del auge de crédito; 1 si verdadero; 0 si falso)

VARIABLES explicativas	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Entrada de capitales netos rezagada (porcentaje del PIB, promedio quinquenal de variaciones anuales)	0,403*** [0,126]			0,379*** [0,121]		0,412*** [0,122]			0,388*** [0,127]	0,406* [0,246]
Reforma del sector financiero rezagada (promedio quinquenal de variaciones anuales)		0,694*** [0,259]		0,592** [0,286]		0,686** [0,297]				
Aumento de la productividad total de los factores rezagado (promedio quinquenal)			0,177** [0,074]	0,132** [0,063]	0,118 [0,091]	0,081 [0,072]				
Aumento de la productividad total de los factores rezagado x variable ficticia de economías avanzadas					0,335** [0,148]	0,390** [0,155]				
Tasa de interés real estadounidense rezagada (promedio quinquenal de variaciones anuales, letras del Tesoro a 10 años)							-0,375 [0,294]		-0,285 [0,311]	
VIX rezagado (promedio quinquenal de variaciones anuales)								0,069 [0,139]		0,129 [0,153]
Variable ficticia de economías avanzadas					0,001 [0,328]	0,233 [0,360]				
Constante	-3,827*** [0,155]	-4,137*** [0,229]	-3,844*** [0,176]	-4,231*** [0,236]	-3,921*** [0,267]	-4,504*** [0,374]	-3,754*** [0,157]	-3,966*** [0,329]	-3,824*** [0,155]	-4,012*** [0,344]
<i>Partidas informativas</i>										
Número de observaciones	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180	472	1.180	472
Probabilidad logarítmica	-124,39	-125,97	-126,77	-121,20	-125,47	-118,92	-128,00	-44,49	-124,03	-43,35
Pseudo R ²	0,03	0,02	0,02	0,06	0,03	0,08	0,01	0,00	0,04	0,03
AUC	0,70	0,58	0,63	0,74	0,67	0,74	0,51	0,56	0,71	0,67

 Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; Haver Analytics; Penn World Table 7.0; Banco Mundial, *World Development Indicators*; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Uno, dos y tres asteriscos denotan significancia al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. La significancia está basada en errores estándar robustos, que se indican entre corchetes. VIX = Índice de Volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago. AUC se refiere al área debajo de la curva. Cuando se usa el modelo probabilístico se obtienen resultados más o menos parecidos.

Recuadro 1.2 (continuación)

ROC traza la tasa positiva verdadera (PV) por oposición a la tasa positiva falsa (PF). Si el número de verdaderos positivos es igual al número de falsos positivos, los tres factores tienen el mismo valor predictivo que echar una moneda al aire; es decir, ninguno. Por consiguiente, el valor predictivo de los factores está dado por la medida en que la curva de ROC se mantiene por encima de la línea de 45° en el panel inferior del gráfico 1.2.1. Un indicador sintético de esta curva —denominado indicador del área bajo la curva (AUC, por sus siglas en inglés)— constituye una estadística útil para clasificar el desempeño predictivo de las distintas especificaciones. Si la curva ROC coincide con la línea de 45°, el indicador AUC es 0,5 (la mitad del cuadrado del gráfico 1.2.1, panel inferior). Por consiguiente, un AUC de 0,5 indica el valor predictivo de una moneda echada al aire. Si el indicador AUC es superior a 0,5, el factor respectivo (o bien la combinación de factores) tiene valor predictivo.

Los resultados revelan que la entrada neta de capitales es el factor que más ayuda a predecir los auges de crédito. Las reformas del sector financiero y los aumentos de la productividad también ayudan a predecir estos auges; sin embargo, su valor predictivo es más bajo. El aumento de la capacidad de predicción que se obtiene al combinar todos estos factores en un solo modelo es marginal. El modelo que tiene como covariante la entrada neta de capitales (cuadro 1.2.1, columna 1) muestra que esta variable es sumamente significativa y que posee un AUC de 0,7. Las reformas del sector financiero y los aumentos de la productividad en el pasado también son predictores importantes de un auge de crédito (cuadro 1.2.1, columnas 2 y 3); sin embargo, su nivel de significancia, su encaje y sus estadísticas en términos del AUC no son tan buenos como los de la entrada de capitales. El modelo que incluye todos estos factores simultáneamente muestra un aumento de la capacidad de predicción que es apenas marginal en comparación con el modelo que incluye solamente la entrada neta de capitales en el pasado (cuadro 1.2.1, columna 4; gráfico 1.2.1, panel inferior). Estos resultados no varían sustancialmente si se tienen en cuenta los términos de interacción. La especificación que incluye un término de interacción entre los aumentos de la productividad y la variable ficticia correspondiente a las economías avanzadas sugiere que los aumentos de la productividad en el pasado son predictores sólidos de

los auges de crédito en estas economías, pero no en los mercados emergentes (cuadro 1.2.1, columnas 5 y 6).

Para estudiar la posibilidad de que la entrada neta de capitales esté captando los efectos de condiciones financieras internacionales favorables en los auges de crédito nacionales, incluimos en el análisis de regresión variables representativas de la rentabilidad (la tasa de interés real) y la volatilidad (el Índice de Volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago) de Estados Unidos. Aunque estas variables exhiben los signos esperados, no son estadísticamente significativas (cuadro 1.2.1, columnas 7 y 8). Además, cuando se las incluye junto con la entrada neta de capitales, el poder predictivo de la variable de volatilidad se mantiene más o menos igual (cuadro 1.2.1, columnas 9 y 10).

¿Cuáles son las implicaciones para la política económica?

Si bien la entrada neta de capitales ofrece beneficios bien conocidos para el crecimiento económico a largo plazo, a menudo despierta inquietudes en las autoridades porque puede restarle competitividad a corto plazo a una economía. Las conclusiones presentadas en este recuadro llevan a pensar que también es un buen predictor de los auges de crédito y que, aunque más no sea por esa razón, merece ser vigilada con más detenimiento. Dados los elevados costos que acarrear los ciclos de auge y colapso del crédito, las autoridades deberían vigilar de cerca el comportamiento conjunto de la entrada de capitales y del crédito interno⁶. El análisis muestra también que las reformas del sector financiero son predictores de auges y colapsos del crédito. Las autoridades deben asegurarse de que los programas de liberalización financiera estén diseñados para fortalecer los marcos de estabilidad financiera. Por último, los datos revelan que los grandes aumentos de la productividad agudizan el riesgo de un auge de crédito, particularmente en las economías avanzadas, quizá como consecuencia de un optimismo exuberante en sectores nuevos. Por lo tanto, aun durante las épocas particularmente prósperas para la economía, las autoridades deben mantenerse atentas a riesgos incipientes para la estabilidad financiera generados por los auges de crédito.

⁶Las autoridades pueden emplear una combinación de medidas macroeconómicas, cambiarias, prudenciales y de control de los capitales para mitigar los efectos adversos de la gran entrada de capitales. Ostry *et al.* (2011) detallan las alternativas que tienen las autoridades para hacer frente a los distintos tipos de entrada de capitales, lo cual es importante a la luz del hecho de que los flujos netos de deuda son mejores predictores de los auges de crédito que los flujos de inversión extranjera directa.

Recuadro 1.3. Las caídas de precios de las acciones, ¿avertiran una recesión?

La fuerte caída que sufrieron recientemente los precios de las acciones en el mundo entero ha despertado inquietudes en torno a la posibilidad de que una serie de economías avanzadas vuelvan a caer en una recesión. Varios factores pueden haber influido en esta caída de precios de las acciones: los problemas de deuda soberana de la zona del euro, una rebaja de calificación de la deuda del gobierno federal de Estados Unidos y el margen de maniobra limitado del que disponen las políticas de las economías avanzadas que se enfrentan a una recuperación económica inesperadamente débil. En la medida en que estos factores afectan simultáneamente a la confianza y a los precios de las acciones, una caída de precios de las acciones puede ser indicativa de un mayor riesgo de recesión, dado que refleja expectativas menos prometedoras de ingresos en las empresas. Los precios débiles o decrecientes de las acciones pueden ser de por sí un lastre para el consumo y la inversión, a través de los efectos que ejercen en la riqueza del sector privado y las restricciones de la captación de crédito. Por lo tanto, muchos piensan que ahora hay más probabilidades de una nueva recesión en Estados Unidos y otras economías avanzadas. Otros, sin embargo, han señalado que las caídas de precios de las acciones no siempre han sido buenos predictores de recesiones. Según la famosa cita de Paul Samuelson (1966), “el mercado accionario ha pronosticado nueve de las cinco últimas recesiones”.

Este recuadro examina el desempeño de los precios de las acciones como predictores coincidentes de una nueva recesión en Estados Unidos, Francia, Japón y el Reino Unido¹. El cuadro 1.3.1 presenta estadísticas sintéticas de las variaciones trimestrales de los precios reales de las acciones de estos países entre el primer trimestre de 1970 y el primer semestre de 2011. Según

Los principales autores de este recuadro son John C. Bluedorn, Jörg Decressin y Marco E. Terrones

¹Los comienzos de nuevas recesiones se definen de acuerdo con el método de Harding y Pagan (2002), según la aplicación de Claessens, Kose y Terrones (2011c). De acuerdo con esta definición, el punto máximo cíclico o el comienzo de una nueva recesión ocurren en un trimestre si el nivel del PIB real es más elevado que los niveles observados en los dos trimestres anteriores y en los dos trimestres siguientes. En el caso de Estados Unidos, los picos identificados por Harding y Pagan coinciden exactamente con los identificados por NBER en cuatro casos, y en los otros dos casos preceden en un trimestre al pico identificado por NBER.

Cuadro 1.3.1. Estadísticas sintéticas del aumento de precios reales de las acciones

(Intertrimestral, desestacionalizado)

Estadística	Francia	Japón	Reino Unido	Estados Unidos
Media	1,1	0,8	1,2	1,4
Desviación estándar	8,0	7,7	6,7	5,0
Mediana	1,5	1,5	1,8	1,9
Percentil 10	-10,0	-9,5	-7,1	-4,6
Percentil 25	-4,1	-3,1	-2,2	-1,4
Percentil 75	5,6	5,1	5,4	4,4
Percentil 90	10,6	9,2	8,7	8,4
Mínimo	-22,2	-17,9	-23,1	-18,3
Máximo	25,4	27,1	18,8	14,0
Número de observaciones	138	141	135	132

Fuentes: Datastream; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El índice de precios nominales promedio de las acciones correspondiente a cada economía se convierte a términos reales usando el respectivo índice de precios al consumidor. A continuación, los índices de precios reales promedio de las acciones resultantes se desestacionalizan con el procedimiento X12-ARIMA.

nuestras conclusiones, los precios reales de las acciones en estas economías son predictores útiles de las recesiones. Sin embargo, a diferencia de otros estudios, existen ciertos indicios de no linealidades importantes en la relación entre los precios de las acciones y las recesiones en las economías en las cuales los precios de las acciones tuvieron poder predictivo. Las caídas de precios de las acciones, definidas como una disminución trimestral de los precios reales promedio de las acciones de 5% o más, mejoran significativamente la exactitud de las predicciones de recesión en Estados Unidos y el Reino Unido, pero no en Francia ni en Japón².

Investigamos también si el poder predictivo de los precios de las acciones en nuestro modelo de probabilidad simple se altera sustancialmente al agregar otras variables financieras; entre ellas, un indicador del efecto de contagio generado en los mercados de acciones extranjeros, el diferencial por plazo, el crecimiento de los precios reales de la vivienda, el crecimiento del crédito real o los máximos del precio real del petróleo. En Estados Unidos, Japón y el Reino Unido, los precios

²Seleccionamos un umbral de caída de 5% en base a los datos presentados en Claessens, Kose y Terrones (2011c), que muestran que los colapsos de precios de las acciones (el cuartil inferior de los períodos caracterizados por caídas de precios de las acciones) exhiben una disminución mediana de alrededor de 5½% por trimestre (cuadro 4, columna 4).

Recuadro 1.3 (continuación)

reales de las acciones continúan siendo un predictor coincidente importante y estadísticamente significativo de una recesión nueva utilizando todas las variables de verificación. Esto podría ser resultado del hecho de que estas economías albergan los mercados accionarios más grandes del mundo. Aparte del caso en que se incluye un indicador de precios internacionales de las acciones, los precios nacionales de las acciones también son un predictor importante de una recesión nueva en Francia.

Por último, analizamos el poder predictivo de las caídas de precios reales de las acciones en las otras tres economías del G-7. En el caso de Alemania y Canadá, los datos no indican que los precios de las acciones contribuyan a predecir una recesión, en tanto que en Italia, su poder predictivo siempre está superado por la inclusión de variables adicionales correspondientes al mercado financiero. Por lo tanto, el resto de este recuadro se centra en los datos correspondientes a Estados Unidos, Francia, Japón y el Reino Unido³.

Pronóstico de recesiones

La predicción de recesiones en tiempo real continúa siendo un objetivo difícil de alcanzar (Hamilton, 2010). Los especialistas se enfrentan a limitaciones de los datos, relaciones económicas cambiantes y, a veces, incentivos desvirtuados (Loungani y Trehan, 2002). Aunque algunos modelos con indicadores anticipados determinan que los precios de las acciones ayudan a mejorar los pronósticos de crecimiento del producto en Estados Unidos, estos modelos no han pronosticado las recesiones recientes (Stock y Watson, 2003).

En los esfuerzos más recientes por pronosticar el inicio de una recesión, se han empleado modelos de probabilidad sencillos, como los logísticos o los probabilísticos. Estos modelos aprovechan el hecho de que los picos cíclicos se pueden modelar como indicadores binarios (con un valor de 1 cuando la economía ha llegado a su punto máximo, y de cero cuando sucede lo contrario). La conclusión más importante de estos estudios es que el diferencial por plazo (la diferencia entre la tasa de interés a largo plazo y la tasa de interés a corto plazo) constituye un predictor importante de las recesiones en la zona del euro (Moneta, 2003) y Estados Unidos (Estrella

³Para consultar los resultados sobre Alemania, Canadá e Italia, dirigirse a www.imf.org/weoforum.

y Mishkin, 1998; Estrella, 2005; Wright, 2006, y Nyberg, 2010). Varios de estos estudios determinan también que los precios nacionales de las acciones pueden ser útiles para predecir recesiones (Estrella y Mishkin, 1998, y Nyberg, 2010). Sin embargo, esos estudios no examinan detalladamente el papel que desempeñan otras variables financieras a la hora de pronosticar recesiones, como los precios internacionales de las acciones, los precios de la vivienda y el crédito. Los estudios recientes indican que los movimientos de estos mercados están vinculados a las características de las recesiones y las recuperaciones (Claessens, Kose y Terrones, 2011c).

Predicción de la probabilidad de una nueva recesión

Para examinar de qué manera una variable determinada ayuda a predecir nuevas recesiones en Estados Unidos, Francia, Japón y el Reino Unido, empleamos un modelo probabilístico simple para cada economía. Las variables explicativas incluidas en nuestro modelo logístico de base son la tasa de crecimiento trimestral contemporánea del índice de precios reales promedio de las acciones de una economía, una variable que indica si el índice de precios reales de las acciones disminuyó intertrimestralmente 5% o más, y la interacción (el producto) de estas dos variables. El modelo nos permite estudiar la relevancia de las no linealidades en la información sobre la probabilidad de que se produzca una recesión que transmiten las variaciones de los precios de las acciones. En particular, las fuertes caídas de precios de las acciones tienen más probabilidades de estar seguidas de una recesión nueva, lo cual refleja tanto la destrucción de la riqueza del sector privado como posibles debilidades subyacentes de la macroeconomía.

Se destacan las siguientes conclusiones (cuadro 1.3.2):

- En Estados Unidos y el Reino Unido, hay evidencia de importantes no linealidades en la información sobre la probabilidad de una recesión nueva que transmiten los precios de las acciones. Esto puede observarse en la significancia estadística del aumento de precios de las acciones, el indicador de la caída de precios de las acciones y su interacción como predictores de una nueva recesión. El desempeño del modelo de base de estas economías dentro de la muestra es muy sólido, como lo reflejan estadísticas de AUC de 0,85 y

Recuadro 1.3 (continuación)

Cuadro 1.3.2. Predicción de recesiones nuevas con variables correspondientes a mercados financieros

(Modelo logístico, variable dependiente: la nueva recesión comienza en el trimestre t [1 si es verdadero y 0 si es falso])

Variable explicativa	Francia			Japón			Reino Unido			Estados Unidos		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Variación de precios de las acciones en el trimestre t (Variación del índice trimestral de precios promedio de las acciones)	-0,174** (0,0746)		-0,0984*** (0,024)	-0,258** (0,108)		-0,304*** (0,0444)	-0,153 (0,0598)		0,173*** (0,0367)	-1,181*** (0,0689)		-0,280* (0,169)
Caída de precios de las acciones > 5% (El indicador es 1 si es verdadero y 0 si es falso)		1,970** (0,945)	-3,014 (2,703)		2,648** (1,181)	-3,128 (2,722)		3,350*** (1,154)	3,767** (1,803)		2,691*** (0,898)	4,566** (1,78)
Interacción de la caída de precios de las acciones y el cambio de precios de las acciones			-0,265 (0,211)			-0,145 (0,197)						0,546** (0,268)
Constante	-3,970*** (0,801)	-4,007*** (0,716)	-3,766*** (0,723)	-4,967*** (1,269)	-4,727*** (1,008)	-4,525*** (1,011)	-3,624*** (0,616)	-4,736*** (1,008)	-5,644*** (1,004)	-3,186*** (0,431)	-3,672*** (0,587)	-3,529*** (0,616)
Número de observaciones	138	138	138	141	1414	141	135	135	135	132	132	132
Pseudo R^2	0,209	0,101	0,251	0,303	0,167	0,33	0,163	0,264	0,287	0,124	0,16	0,233
Probabilidad logarítmica	-17	-19,33	-16,1	-12,69	-15,15	-12,18	-17,89	-15,75	-15,25	-21,39	-20,5	-18,71
AUC	0,8	0,71	0,824	0,902	0,788	0,911	0,773	0,835	0,892	0,829	0,715	0,84
Probabilidades pronosticadas promedio y efectos marginales												
Probabilidad pronosticada promedio si <i>no</i> hay caída de precios de las acciones > 5%		0,0179 (0,0126)	0,0156 (0,011)		0,00877 (0,00876)	0,00368 (0,00367)		0,0087 (0,00869)	0,00608 (0,00606)		0,0248* (0,0142)	0,0152 (0,0121)
Probabilidad pronosticada promedio si hay caída de precios de las acciones > 5%		0,115* (0,0629)	0,0544 (0,0342)		0,111* (0,067)	0,0539 (0,0405)		0,200** (0,0898)	0,197** (0,0911)		0,273** (0,135)	0,228* (0,133)
Efecto marginal del aumento de precios de las acciones de 1%	-0,00538** (0,00262)		-0,00614** (0,00309)	-0,00606** (0,00304)		-0,00869** (0,00405)	-0,00491** (0,00226)		0,000157 (0,00315)	-0,00722* (0,00378)		-0,002 (0,00587)

Fuentes: Datastream; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; Claessens, Kose y Terrones (2011c), y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Los errores estándar sólidos se indican en paréntesis debajo de las estimaciones. Uno, dos y tres asteriscos denotan significancia al nivel de 10%, 5% y 1% respectivamente.

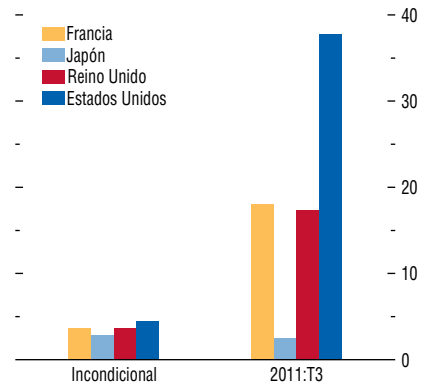
Recuadro 1.3 (continuación)

0,90, respectivamente⁴. Como se puede observar en el cuadro 1.3.2, columna 3, la probabilidad promedio de una nueva recesión en un trimestre, que depende de observar una caída de precios de las acciones de 5% o más, ronda 20%. Por el contrario, si no se observa ninguna caída de precios de las acciones, la probabilidad promedio estimada es insignificamente diferente de cero. Para hacernos una idea de la medida en que el aumento de los precios de las acciones, que es continuo, afecta a la probabilidad de una recesión nueva, calculamos el efecto marginal en la probabilidad promedio de una recesión de una caída de precios de las acciones de 1%. Como se muestra en el cuadro 1.3.2, columna 1, si se incluye únicamente el aumento de precios de las acciones, el efecto marginal de una caída de 1% es un aumento de la probabilidad estimada de una recesión nueva de alrededor de 0,7% en Estados Unidos y alrededor de 0,5% en el Reino Unido. Si se incluyen el indicador de la caída de precios de las acciones y su interacción con el aumento de los precios de las acciones, el efecto marginal del aumento de precios de las acciones por sí solo es minúsculo y deja de ser estadísticamente significativo para ayudar a predecir una recesión, lo cual revela la importancia de no linealidades en forma de caídas fuertes de precios de las acciones.

- Es interesante comprobar que en el caso de Francia y Japón, esta no linealidad del poder predictivo de los precios de las acciones no es evidente. En su lugar, parece haber una relación sólida y lineal entre el aumento de precios de las acciones y la probabilidad de una recesión nueva; las caídas fuertes de los precios de las acciones no parecen contener más información que las caídas pequeñas. El desempeño de este modelo dentro de la muestra también es sólido, como lo refleja una AUC de 0,82 en el caso de Francia y de 0,91 en el de Japón. El efecto marginal de una caída de

⁴La estadística de AUC representa el área debajo de la característica operativa del receptor, que se describe en el recuadro 1.2, y revela en qué medida el modelo es capaz de clasificar las observaciones de comienzos de recesiones en contraposición a las observaciones de ausencia de recesiones dentro de la muestra, en comparación con una moneda echada al aire (que tendría una oportunidad de clasificación correcta de la situación del 50%). Un clasificador perfecto tendría una estadística de AUC de 1.

Gráfico 1.3.1. Probabilidad pronosticada de una recesión nueva en un trimestre



Fuentes: Claessens, Kose y Terrones (2011c); Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los índices de precios de las acciones empleados en la estimación son: S&P 500 para Estados Unidos, FTSE All Shares para el Reino Unido, CAC All-Tradable para Francia y Nikkei 225 para Japón. Se utiliza el indicador de recesiones de Claessens, Kose y Terrones (2011c) para el comienzo de las recesiones. Las estimaciones de probabilidad se derivan de un modelo logístico simple para el indicador de recesiones durante el período comprendido entre el primer trimestre de 1970 y el segundo trimestre de 2011, excluidos los períodos en que la economía ya se encontraba en recesión y el trimestre inmediatamente siguiente a la conclusión de la recesión. El modelo logístico toma como argumentos la variación de los precios de las acciones, una variable ficticia representativa de caídas fuertes (> 5%) y su interacción. Para calcular el promedio del tercer trimestre de 2011, suponemos que el último índice de precios diarios de las acciones se extiende hasta el final del trimestre. A continuación, calculamos el nivel promedio trimestral del tercer trimestre de 2011 en base a estas observaciones diarias. El último dato corresponde al 24 de agosto de 2011.

precios de las acciones de 1% está asociado a un aumento de la probabilidad de una recesión nueva de 0,5%–0,6% en el caso de Francia y 0,6%–0,9% en el de Japón.

Como se señaló antes, también investigamos si el poder predictivo de los precios de las acciones cambia sustancialmente al agregar otras variables financieras (tales como el diferencial por plazo, los precios reales de la vivienda y el crédito real) y los precios reales del petróleo. Aparte de una excepción en el caso de Francia, los precios de las acciones siguen siendo predictores coincidentes importantes de recesiones nuevas. Las variables financieras adicionales que mejoran la predicción de las recesiones varían según la economía. En el caso de Estados Unidos, un indicador de los efectos de contagio generados por los movimientos de los precios de

Recuadro 1.3 (continuación)

las acciones del G-7, el diferencial por plazo y la variación de los precios reales de la vivienda son predictores significativos de recesiones nuevas⁵. En el caso del Reino Unido, los precios de las materias primas parecen ser importantes. Allí, el aumento del precio máximo real del petróleo es un predictor significativo, pero no lo son el indicador de los efectos de contagio generados por los precios de las acciones, el diferencial por plazo ni los precios reales de la vivienda⁶. En Francia, el indicador del efecto de contagio generado por los precios de las acciones y el diferencial por plazo son predictores importantes. En el modelo que incluye el indicador del efecto de contagio generado por los precios de las acciones, las variables correspondientes a los precios nacionales de las acciones no son estadísticamente significativas. En Japón, ninguna de las variables financieras adicionales resulta importante; únicamente los precios de las acciones parecen contener información sobre la probabilidad de recesión.

A pesar de la significancia estadística de algunas de las variables financieras adicionales, el desempeño dentro de la muestra (medido según la estadística de AUC) no es diferente, en cuanto a su significancia

⁵El indicador de efectos de contagio generados por movimientos de precios de las acciones se define como el promedio ponderado del aumento intertrimestral de los precios reales de las acciones de las economías del G-7, siendo las ponderaciones el PIB nominal en dólares de EE.UU. El diferencial por plazo se define como la diferencia entre la tasa de interés de un bono del gobierno a 10 años y la de una letra del Tesoro a tres meses. Las variaciones de los precios reales de la vivienda se calculan en base a los datos sobre los precios reales de la vivienda suministrados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. El crecimiento del crédito real se calcula en base al crédito deflactado por el PIB (línea 22d) de *International Financial Statistics* del FMI. El crecimiento máximo del precio real del petróleo se calcula en base al índice desestacionalizado de precios del petróleo deflactado por el IPC estadounidense (X-12 ARIMA) de *Perspectivas de la economía mundial*.

⁶El aumento del precio máximo real del petróleo se define según lo hace Hamilton (2003). Es el máximo de cero o la diferencia logarítmica entre el precio real corriente del petróleo y el precio máximo real del petróleo de los tres años previos.

estadística, del modelo de base (columna 3 del cuadro 1.3.2) en ninguna de las cuatro economías.

¿Qué nos dice esto sobre el futuro?

Este recuadro examina el desempeño de una caída fuerte de los precios de las acciones como predictor de nuevas recesiones en Estados Unidos, Francia, Japón y el Reino Unido. Las determinaciones sugieren que asumir no linealidades en los efectos de los precios de las acciones puede resultar útil para pronosticar recesiones en Estados Unidos y el Reino Unido. Aunque no se observan esas no linealidades en Francia y Japón, las variaciones de precios de las acciones son predictores coincidentes útiles de recesiones nuevas. Estas conclusiones llevan a pensar que las autoridades deberían prestar atención a las caídas fuertes de los precios de las acciones porque están vinculadas a una agudización del riesgo de una nueva recesión.

Una aplicación del modelo de base presenta un panorama aleccionador sobre la probabilidad de una nueva recesión en Estados Unidos, Francia y el Reino Unido a la luz de la reciente fuerte caída de precios de las acciones. Como muestra el gráfico 1.3.1, las probabilidades históricas o incondicionales de una nueva recesión a partir del tercer trimestre de 2011 son de alrededor de 3½% en Francia y el Reino Unido y de alrededor de 4½% en Estados Unidos. Suponiendo que el comportamiento reciente de los mercados accionarios en estas economías durante el tercer trimestre de 2011 continúe, la probabilidad pronosticada de una nueva recesión aumenta unas cinco veces para Francia y el Reino Unido (a alrededor de 18% y 17%, respectivamente) y ocho veces en el caso de Estados Unidos (a aproximadamente 38%). Por el contrario, el modelo de Japón indica que básicamente no ha habido ningún cambio en la posibilidad de que se haya iniciado allí una nueva recesión.

Recuadro 1.4. Inversión financiera, especulación y precios de las materias primas

La especulación financiera, ¿fue una fuerza importante detrás del auge de precios de las materias primas de 2003–08 y de los precios persistentemente elevados desde el final de la Gran Recesión? Esta cuestión continúa siendo objeto de encendidas polémicas contra el telón de fondo de la financiarización de los mercados de materias primas; es decir, el papel más importante que desempeñan los participantes no comerciales (entre ellos, especuladores e inversionistas a largo plazo) en los mercados de derivados de las materias primas y en los fuertes aumentos de los volúmenes de negociación y de los saldos de derivados activos (gráfico 1.4.1).

En este debate existe una cierta sensación de *déjà vu*, dada la larga tradición de atribuir los *booms* y los aumentos de los precios de las materias primas a la especulación¹. Sin embargo, en otros episodios, la atención se centró en la especulación tradicional a través del acaparamiento de inventarios. Este recuadro evalúa la financiarización de los mercados de materias primas y su impacto en los precios de las materias primas, a la luz de los estudios recientes². Argumenta que, si bien la financiarización ha influido en el comportamiento de los precios de las materias primas, los últimos estudios no presentan evidencia contundente para pensar que desestabiliza o distorsiona los mercados de entrega inmediata. Por consiguiente, la política económica debería concentrarse en lograr que los mercados funcionen mejor en un momento de cambio estructural de los mercados internacionales de materias primas.

Argumentos a favor de atribuir los elevados precios de las materias primas a la financiarización

Se han esgrimido numerosos argumentos para respaldar la opinión de que la financiarización ha dictado los precios de entrega inmediata de las materias primas durante la última década³. A riesgo de simplificar demasiado, el argumento básico es que los mercados de materias primas

Los autores principales de este recuadro son Thomas Helbling, Shaun Roache y Joong Shik Kang.

¹Jacks (2007) presenta una perspectiva histórica.

²Este recuadro se basa en Helbling, Kang y Roache (2011), que presenta una extensa lista de referencias, además de la incluida aquí.

³Irwin, Sanders y Merrin (2009) pasan revista a esos argumentos.

tienen dificultades para ajustarse a la financiarización debido a un desequilibrio y dos distorsiones.

- El desequilibrio es la entrada constante en los mercados de derivados de numerosos inversionistas que toman únicamente posiciones largas y que buscan exponerse a los precios de las materias primas. Esto ha motivado un desplazamiento al alza de la demanda de futuros sobre materias primas y ha generado una presión al alza sobre los precios de los futuros. Como los precios de entrega inmediata y de los futuros sobre materias primas están conectados a través de descubrimientos de precios y del arbitraje, los precios de entrega inmediata también podrían verse afectados por esta presión alcista.
- Este desequilibrio contribuye a la primera distorsión. Tras años de rápido crecimiento, las posiciones abiertas y los volúmenes de negociación de los mercados de derivados de materias primas ahora superan la operatoria de los mercados físicos, lo cual hace pensar que los inversionistas actualmente dominan la formación de precios de las materias primas⁴.
- La segunda distorsión surge de una estrategia ampliamente utilizada por inversionistas institucionales —la indexación—, que está considerada como el origen de la “operatoria ruidosa” (es decir, las operaciones basadas en creencias equivocadas u otras razones que no tienen que ver ni con los fundamentos del mercado ni con información nueva de relevancia). La estrategia ofrece exposiciones a través de un derivado sintético, emitido por un intermediario financiero, que replica los rendimientos de una cartera de futuros sobre materias primas con ponderaciones fijas. La operatoria ruidosa surge del proceso de intermediación, lo cual implica que simultáneamente aumenta la demanda de todo el conjunto de futuros subyacentes, independientemente de las condiciones específicas del mercado y de las perspectivas de cada una de las materias primas. Por lo tanto, como en el caso anterior, podría influir en los precios tanto de los futuros como de entrega inmediata.

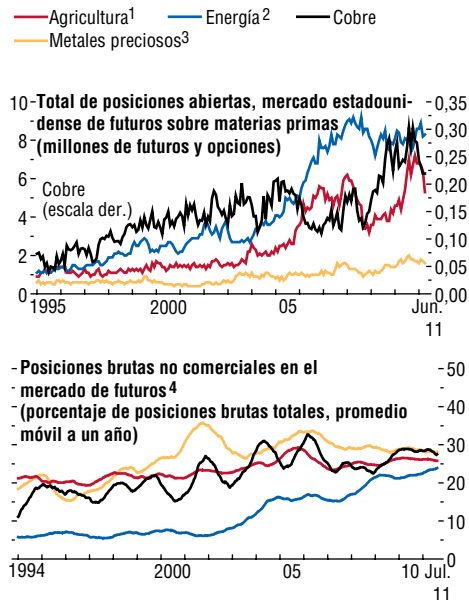
Sumadas, las distorsiones implican que quizá no sea posible atribuir completamente a los fundamentos los recientes aumentos de los precios de las materias

⁴El conocido testimonio de Masters (2008) en una audiencia del Congreso estadounidense es un ejemplo de esta perspectiva.

⁵Los efectos de la operatoria ruidosa en las finanzas están analizados en Shleifer y Summers (1990) y De Long *et al.* (1990).

Recuadro 1.4 (continuación)

Gráfico 1.4.1. Finanzialización de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg Financial; Comisión de Contratación de Futuros sobre Materias Primas de Estados Unidos, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Incluye maíz, trigo, soja y arroz.
² Incluye petróleo crudo, gasolina, combustible para calefacción y gas natural.
³ Incluye oro y plata.
⁴ Las posiciones brutas no comerciales incluyen posiciones largas y cortas. Las posiciones brutas totales incluyen posiciones comerciales, no comerciales y no declarables, largas y cortas. En el caso de la agricultura, la energía y los metales preciosos, se presenta el promedio de las posiciones brutas no comerciales. Las opciones se incluyen en términos de equivalentes de futuros: el número de opciones multiplicado por el factor de riesgo correspondiente a la serie de opciones del día anterior.

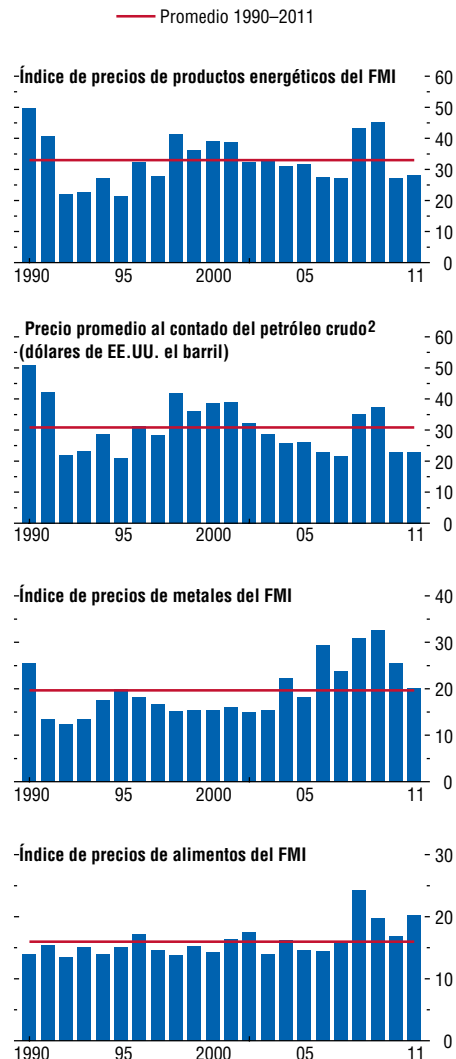
primas, reflejo de los efectos desestabilizadores de la operatoria ruidosa⁵.

Evidencia empírica reciente de desequilibrios y distorsiones

A falta de un valor razonable reconocido para las materias primas, hay estudios recientes que han intentado encontrar pruebas de aparentes desequilibrios y distorsiones con efectos desestabilizadores en los precios. No hay evidencia general de aumento de la volatilidad de precios de las materias primas desde que la financialización se puso en marcha a inicios de la década de 2000 (gráfico 1.4.2).

Gráfico 1.4.2. Volatilidad de precios de las materias primas; 1990–2011¹

(Promedios anuales de estimaciones de rentabilidades diarias condicionales, anualizados, como porcentaje)



Fuentes: Bloomberg Financial y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Desviación estándar condicional de un modelo GARCH (1,1) estimada a partir de datos diarios. Los datos de 2011 abarcan hasta julio inclusive.
² El precio promedio al contado del petróleo denota un promedio igualmente ponderado de tres precios al contado de petróleo crudo: West Texas Intermediate, Dated Brent y Dubai Fateh.

Recuadro 1.4 (continuación)

Si la operatoria ruidosa (y, a nivel más general, la especulación desestabilizadora) hubiera ganado en importancia, la volatilidad de los precios de las materias primas habría recrudescido. Por otra parte, si los inversionistas proporcionan rigidez y facilitan el descubrimiento de precios, cabría esperar una disminución de la volatilidad de los precios. Aunque los precios de las 51 materias primas incluidas en el índice de precios de las materias primas elaborado por el FMI no exhiben más volatilidad, hay dos aspectos que vale la pena destacar. Primero, se observan aumentos ocasionales de la volatilidad, antes y después de la financialización. Pero, en la mayoría de los casos, esos aumentos pueden atribuirse a factores específicos, tales como la Gran Recesión de 2008–09 o momentos de bajo nivel de inventarios (los precios de los metales en 2005–07). Segundo, la volatilidad de precios de una serie de importantes materias primas alimentarias se ha agudizado durante los últimos años (véase también Roache, 2010). Aunque los fundamentos probablemente hayan contribuido a ese aumento (por ejemplo, bajos niveles de inventario y condiciones meteorológicas desfavorables), es difícil establecer relaciones estadísticamente significativas en ese sentido.

La información recogida con otros métodos para evaluar el impacto de la financialización sugiere lo siguiente:

- Una gran cantidad de estudios que abarcan diferentes períodos y materias primas no han encontrado evidencia de que los cambios de las posiciones de futuros de inversionistas financieros (“no comerciales”) en los mercados estadounidenses hayan tenido efectos estadísticamente significativos en las subsiguientes variaciones de los precios de los futuros⁶. Si los flujos de órdenes de inversión financiera en materias primas influyeran en la dinámica de los precios

⁶Véase, por ejemplo, Büyüksahin *et al.* (2009). Singleton (2011) constituye una excepción notable.

⁷Este análisis, basado en las pruebas de causalidad de Granger, sufre desde hace mucho tiempo de deficiencias de los datos. Pero estudios más recientes basados en datos desagregados que permiten identificar el comportamiento de la operatoria de determinadas categorías de inversionistas (como corredores de *swaps*) han corroborado las determinaciones. Los estudios basados en datos diarios arrojan resultados parecidos.

⁸Alquist y Gervais (2011) tampoco encuentran pruebas de que los cambios de las posiciones de los inversionistas tengan efectos estadísticamente significativos en los diferenciales entre los precios de los futuros y los precios de entrega inmediata. Ese efecto habría estado presente si las expectativas en torno a los futuros precios de entrega inmediata que forman parte de los precios de los futuros estuvieran determinadas principalmente por operatoria ruidosa.

más allá de los plazos tradicionales de unas horas o unos días, ese poder predictivo debería manifestarse⁷.

- El desempeño de las proyecciones de los precios de los futuros —el éxito de la predicción de los futuros precios de entrega inmediata— no depende de que los mercados se encuentren en fase alcista o bajista (Roache y Reichsfeld, 2011)⁸. Si los mercados alcistas implicaran cierta sobrecorrección de los precios debido al comportamiento en rebaño de inversionistas poco informados que toman únicamente posiciones largas, cabría esperar que el desempeño de las proyecciones de los precios de los futuros empeorara durante esas fases del mercado.
- Los factores macroeconómicos mundiales explican una proporción elevada y generalmente estable de las fluctuaciones de los precios de las materias primas⁹. Además, Kilian (2009) determinó que los shocks que golpearon la actividad mundial explican en gran parte el alza de los precios del petróleo durante 2003–08. Si la operatoria ruidosa hubiera ganado en importancia, la proporción inexplicada de los modelos econométricos de las fluctuaciones de precios de las materias primas habría aumentado. Como los factores macroeconómicos mundiales influyen en todas las materias primas en cierta medida, el comovimiento de los precios de las materias primas observado en los últimos años no parece inusitado.
- Las existencias de importantes materias primas no aumentaron de manera constante durante el auge de 2003–08. Si el auge de precios hubiera sido simplemente consecuencia de expectativas alcistas divorciadas de la realidad de inversionistas mal informados, la situación se habría mantenido únicamente mediante un acaparamiento cada vez mayor de inventario. De lo contrario, los mercados físicos no se habrían equilibrado cuando el consumo disminuyó ante el alza ininterrumpida de los precios¹⁰. Este hecho estilizado contradice las explicaciones de que el auge de precios de las materias primas de 2003–08 fue simplemente una burbuja, pero no descarta una sobrecorrección efímera de los precios

⁹Véanse, por ejemplo, Vansteenkiste (2009), Helbling (2011) y Roache (2011).

¹⁰Este argumento fue esgrimido, en el contexto del mercado del petróleo, por Krugman (2008), sobre la base de Jovanovic (2007). Por otra parte, como señala Hamilton (2009), si los productores tuvieran las mismas expectativas que los inversionistas, reducirían la producción corriente para incrementarla más adelante, una vez que los precios suban. Pero, nuevamente, si el factor determinante inicial fueran expectativas irrealistas de los inversionistas, en última instancia los fundamentos del mercado físico convalidarían su decisión.

Recuadro 1.4 (continuación)

debido a la operatoria ruidosa (dada la inelasticidad de la demanda en función de los precios a corto plazo). Tampoco descarta una interacción entre la financialización y el comportamiento cíclico de la demanda de inventario de materias primas, debido además a cambios del costo de las operaciones de cobertura.

¿Por qué es tan poco contundente la evidencia empírica de estos desequilibrios y distorsiones?

Si bien los estudios recientes no descartan que la financialización de los mercados de materias primas haya influido en los precios de entrega inmediata, no han encontrado pruebas de que la especulación financiera provoque efectos desestabilizadores ni desalineaciones de precios obvias. Para muchos, esta conclusión general va en contra de la intuición. Varios factores pueden ayudar a reconciliar los datos y la intuición.

En la práctica, los inversionistas y las estrategias de inversión son más variados que la caricatura de los nuevos participantes en el mercado como inversionistas que optan por la indexación. Los fondos de cobertura (*hedge funds*), que ahora manejan una proporción sustancial de las tenencias de derivados de las materias primas en los mercados estadounidenses, a menudo toman posiciones largas y cortas, según las circunstancias¹¹. También emplean estrategias de arbitraje, que pueden neutralizar las distorsiones provocadas por las estrategias de indexación¹². Muchos de los grandes inversionistas que han entrado recientemente en el mercado también están bien informados y siguen de cerca la oferta y la demanda.

Las limitaciones de la oferta desempeñan papeles muy diferentes en los mercados de futuros sobre materias primas, en comparación con los mercados físicos de materias primas. En estos últimos, son la principal razón por la cual las elasticidades de la oferta en función de los precios a corto plazo son muy pequeñas (como se explica más adelante), en tanto que en los mercados de futuros, los límites que le imponen al arbitraje los grandes inversionistas y los intermediarios financieros bien informados son el principal obstáculo a una gran elasticidad de la oferta. Aunque el arbitraje es limitado —por ejem-

plo, debido a restricciones del capital o del riesgo—, suele ser una fuerza poderosa aunque ocasionalmente puede producir efectos de contagio en los mercados físicos¹³. En consecuencia, la presión sobre los precios generada por el aumento de la demanda de futuros por parte de inversionistas que prefieren la indexación en la práctica parece ser ligera.

Los fundamentos de los mercados de materias primas también pueden explicar los cambios de precios profundos y abruptos que a veces se atribuyen a la especulación. Como la demanda y la oferta físicas son sumamente inelásticas en función de los precios a corto y a veces también a mediano plazo, los cambios pequeños e inesperados de los fundamentos de la oferta o de la demanda, por ejemplo en la actividad mundial, pueden desencadenar variaciones amplias y rápidas de los precios. En otras palabras, a menudo se necesitan fuertes aumentos iniciales de precios para inducir las caídas de la demanda y los aumentos de la oferta necesarios para desatascar el mercado (y viceversa). Los picos transitorios de precios pueden verse amplificadas si el inventario o la capacidad excedentaria que sirven de amortiguadores son bajos y los consumidores temen que haya una escasez física. Aunque no está presente siempre, esa amplificación puede introducir un comportamiento de cambio de régimen en los precios de las materias primas.

Otro factor para tener en cuenta es que, aun si la financialización de los mercados de materias primas influye en los precios, no está claro que los efectos en los precios de entrega inmediata sean profundos, especialmente con horizontes cíclicos. Las variaciones de precios serían resultado de una integración más estrecha de los mercados de derivados de las materias primas con los mercados financieros mundiales¹⁴. Un primer canal obvio de estas variaciones es que la ampliación del conjunto de participantes en el mercado (que incluye participantes que también invierten en otros mercados) significa que los cambios inesperados de los factores mundiales pueden valorarse ahora con más rapidez y estarán más sincronizados con otros mercados financieros. Segundo, los precios de las materias primas podrían responder más a las primas de riesgo mundiales, ya que los inversionistas comparende

¹¹Véase Büyükkahin y Robe (2010), entre otros.

¹²Irwin y Saunders (2010) señalaron que el comportamiento de los inversionistas que optan por la indexación es muy predecible, lo cual facilita el arbitraje.

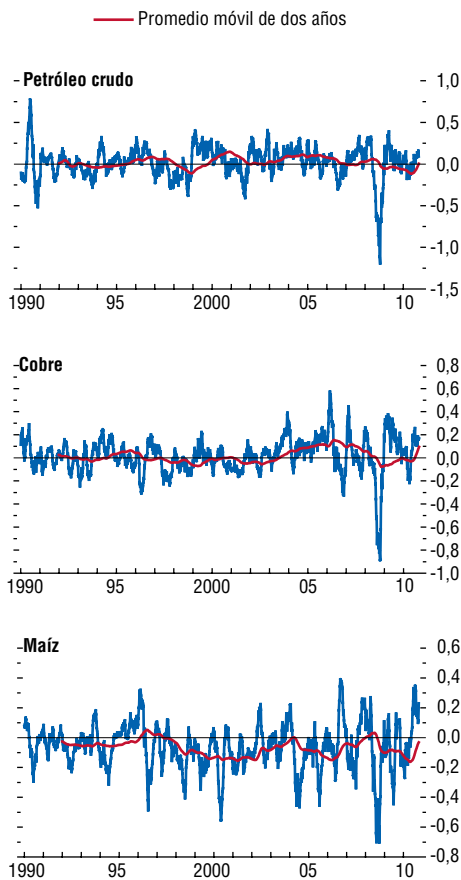
¹³Los efectos de contagio también son posibles porque los proveedores de liquidez en los mercados de futuros quizá busquen aprovechar el arbitraje entre los inversionistas que optan por la indexación sin asumir un riesgo adicional, tomando posiciones largas en el mercado de entrega inmediata y cortas en el mercado de futuros que se compensen mutuamente.

¹⁴Véase, por ejemplo, Tang y Xiong (2011).

Recuadro 1.4 (continuación)

Gráfico 1.4.3. Primas de riesgo de los futuros sobre materias primas

(Sobre la base de futuros a 91 días; diferencia logarítmica entre el precio de los futuros y el precio efectivo de entrega inmediata)



Fuentes: Bloomberg Financial y cálculos del personal técnico del FMI.

riesgo mundiales, ya que los inversionistas comparan los riesgos y las rentabilidades esperadas de las materias primas con las de otros activos financieros de sus carteras.

Cabe prever que estas variaciones de precios afectarán a la dinámica de los precios con una frecuencia elevada, pero quizá no al comportamiento de los precios de las materias primas con una frecuencia mensual o trimestral. La razón es que estos mismos factores subyacentes inflúan en los precios de las materias primas mucho antes de la financiarización. Los factores como las perspectivas de la actividad mundial, por ejemplo, siempre han

influido en los precios a través de sus efectos en la oferta y la demanda de materias primas. Análogamente, las primas de riesgo que compensan a los inversionistas en futuros sobre materias primas —parte de una función de transferencia de riesgos bien conocidas de los mercados de futuros— se encontraban presentes antes de la financiarización. Aunque no se han hecho estudios detallados, no hay evidencia de cambios fundamentales en las primas de riesgo de los futuros sobre materias primas (gráfico 1.4.3).

Por último, los estudios continúan limitados por la falta de datos. En particular, los datos que diferencian las posiciones por tipo de operador son recientes y abarcan únicamente los mercados estadounidenses durante un período de cinco años. Esa diferenciación es necesaria para examinar el impacto de los nuevos inversionistas en los indicadores del desempeño del mercado como las rentabilidades de los futuros y las primas de riesgo, dada la enorme diversidad de las estrategias de negociación empleadas por operadores e inversionistas. Los estudios prometedores en ese sentido recién acaban de comenzar¹⁵.

La financiarización de los mercados de materias primas, ¿exige medidas de política?

En suma, los estudios recientes no ofrecen pruebas contundentes de que la financiarización de los mercados de materias primas haya tenido efectos desestabilizadores obvios. Por otra parte, existen indicios de que ha incrementado la liquidez de los mercados, lo cual generalmente promueve, y no distorsiona, el descubrimiento de precios. Y una serie de hechos recientes que a menudo se consideran anomalías pueden explicarse en base a los fundamentos. Por ejemplo, tras una recesión, cuando las expectativas cambiantes en cuanto a la trayectoria que seguirá la recuperación de la economía mundial son factores críticos en la fluctuación de precios de los activos, la fuerte correlación entre los precios de las acciones y los precios de las materias primas no debería sorprender. La conclusión es que la financiarización de los mercados de las materias primas no requiere una intervención urgente de política económica. Sin embargo, en situaciones de rápido cambio estructural de los mercados mundiales de materias primas —desplazamientos significativos y en gran medida permanentes de las fuentes y la fuerza de la demanda de importantes materias primas en medio de nuevos retos para la oferta y cambiantes estructuras de mercado—, es importante establecer un marco para el funcionamiento correcto de mercados globalizados.

¹⁵Etula (2009) y Büyüksahin y Robe (2010) son ejemplos recientes.

Recuadro 1.5. Los pasivos externos y los puntos de arranque de las crisis

Una cuestión importante para la política económica es en qué medida el nivel de los pasivos externos netos de un país influye en el riesgo de una crisis de deuda. Este interrogante es particularmente relevante en las economías cuyo creciente déficit fiscal y en cuenta corriente se ha traducido en una acumulación sin precedentes de pasivos externos netos (PEN), como ha sido el caso de muchas economías avanzadas y algunos mercados emergentes en los últimos años. La finalidad de este recuadro consiste en caracterizar si existen de hecho “umbrales” más allá de los cuales el riesgo de caer en una crisis externa deja de ser trivial y se acelera cuanto más aumenta la exposición.

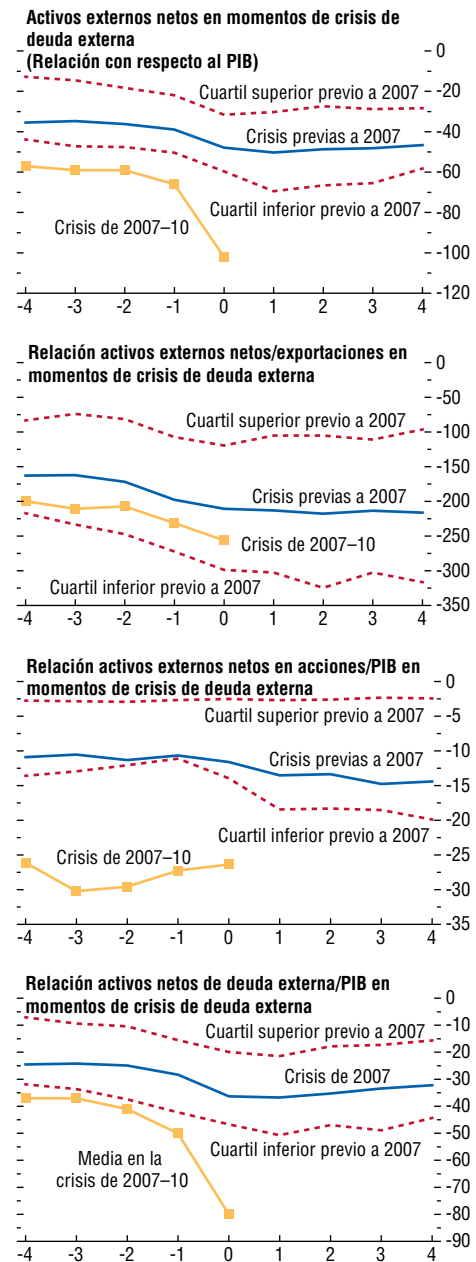
Esos umbrales pueden evaluarse examinando los niveles de PEN en episodios de crisis. Dado que los hechos recientes, particularmente los acaecidos en Europa, hacen pensar que esos puntos de arranque activados por los pasivos externos no son exclusivos de los mercados emergentes, este análisis incluye tanto mercados emergentes como economías avanzadas. Las crisis de deuda se definen ya sea como una cesación de pagos al exterior propiamente dicha o como el desembolso de un amplio programa multilateral de respaldo financiero, incluido el brindado por el FMI. Se considera que un programa es amplio cuando los desembolsos netos desde el comienzo hasta el final del programa son como mínimo el doble de la cuota de la economía en cuestión en el FMI. La muestra contiene 62 sucesos de crisis en un panel de 74 economías durante el período 1970–2010. Catão y Milesi-Ferretti (2011) contiene información adicional sobre los datos y la selección de la muestra.

El panel superior del gráfico 1.5.1 traza la evolución de las medias multinacionales de la relación activos externos netos (AEN)/PIB, dentro de un período de ocho años centrado en el estallido de una crisis, delimitadas por los cuartiles superior e inferior de la media. Los sucesos de crisis se dividen en dos grupos. Uno abarca las crisis ocurridas en 2007–10, y el otro, las de 1970–2007. Una de las razones de esta división es que las crisis recientes aún se encuentran en curso, y por lo tanto no se puede hacer un conjunto completo de observaciones previas y posteriores a la crisis; la otra razón es que de esta manera es posible hacer una comparación entre crisis recientes y crisis pasadas.

Este recuadro fue preparado por Luis Catão y Gian Maria Milesi-Ferretti.

Gráfico 1.5.1. Indicadores de activos externos netos durante la gestación de crisis externas

(Porcentaje; años en el eje de la abscisa; t = 0 es el año de estallido de la crisis)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Recuadro 1.5 (continuación)

El panel superior del gráfico 1.5.1 muestra que el período de gestación de las crisis externas suele caracterizarse por un deterioro paulatino de los AEN, que tiende a ser más marcado durante el bienio precedente al episodio de crisis, tanto para crisis anteriores como posteriores a 2007. Las crisis recientes se desencadenaron con niveles más elevados de PEN: aunque la media multinacional señala un punto de arranque entre 40% y 50%, las crisis recientes apuntan a un umbral del orden del 60%.

Algunos modelos de crisis de deuda y de crisis externas enfatizan que la apertura tiende a incrementar el costo de la cesación de pagos y que la relación exportación/PIB es un indicador aproximado de la capacidad de una economía para generar suficientes ingresos como para saldar los pasivos externos. Esto hace pensar que la exportación de bienes y servicios puede servir como otra variable para ajustar la escala de los PEN. Ese indicador está representado en el segundo panel del gráfico 1.5.1, que muestra diferencias más pequeñas entre las posiciones de los PEN en las crisis previas y posteriores a 2007: tanto las crisis recientes como las pasadas sugieren ahora un punto de arranque en torno a 200% de la exportación de bienes y servicios. Esto equivale a un umbral PEN/PIB promedio de 60% una vez que la relación exportación/PIB promedia 30%. Por lo tanto, el umbral de crisis ligeramente inferior (alrededor de 50%) que por lo general caracterizó a los episodios previos a 2007 parece ser atribuible en parte a una menor apertura comercial.

Como los pasivos de deuda —en contraposición a los pasivos accionarios— suelen ser particularmente onerosos en momentos de tensión económica, entre otras razones porque en los mercados emergentes suelen estar denominados en moneda extranjera, parece importante desagregar los PEN en sus componentes accionario y de deuda¹. Concretamente, la posición accionaria neta está definida como la suma de las posiciones netas de inversión extranjera directa y acciones en cartera de un país, en tanto que la posición de deuda neta refleja la suma de la posición neta de otros instrumentos de inversión (tales como préstamos y depósitos), instrumentos de deuda en cartera y reservas netas de divisas. El tercer panel del gráfico 1.5.1 muestra que las crisis generalmente no

estuvieron acompañadas de un aumento de pasivos accionarios netos, pero que estos fueron en promedio mucho más grandes en las crisis recientes que en las anteriores a 2007. Aun así, los pasivos de deuda parecen estar mucho más vinculados con las crisis, y el panel inferior muestra en particular que las crisis de 2007–10 estuvieron precedidas por un aumento drástico de la deuda externa neta.

Si bien este análisis se ha centrado en las variables individuales de los PEN, para establecer la causalidad entre los PEN y las crisis de deuda es necesario tener en cuenta la influencia de otros factores. Además, es importante examinar econométricamente si el efecto de hecho es no lineal; es decir, si adquiere más fuerza cuando se encuentra más cerca de los puntos de arranque de las crisis. Para eso, la primera columna del cuadro 1.5.1 presenta los resultados de una regresión probabilística en la cual la variable dependiente es igual a 1 cuando hay crisis, y de lo contrario, a cero. El coeficiente estimado muestra que a medida que los AEN disminuyen, se produce un aumento estadísticamente significativo del riesgo de crisis. Como ocurre con los modelos probabilísticos, la elasticidad respectiva (efecto marginal) varía de manera no lineal de acuerdo con el nivel de los PEN y se acerca a 1% en promedio en momentos de crisis; es decir, un aumento de 1 punto porcentual de los PEN tiende a incrementar la probabilidad de una crisis aproximadamente en la misma proporción.

La segunda columna del cuadro desagrega los AEN en la posición neta en instrumentos de deuda y en instrumentos accionarios. Como ya se señaló, la posición neta de deuda es mucho más importante que la posición accionaria neta para explicar el riesgo de crisis. (El coeficiente estimado de 1,4% es estadísticamente significativo y alrededor de cuatro veces mayor que el de la posición accionaria). La tercera columna del cuadro 1.5.1 neutraliza una diversidad de variables que están ampliamente consideradas como influencias en el riesgo de crisis. Una de ellas, el coeficiente negativo de las reservas de divisas, es notable. Implica que un nivel más elevado de reservas reduce la probabilidad de una crisis más allá de sus efectos a través de la posición de AEN y de deuda neta de una economía. Una explicación de este efecto es que las reservas de divisas constituyen una herramienta que las autoridades controlan directamente, a diferencia de, por ejemplo, los depósitos

¹Lamentablemente, no hay datos que permitan calcular la posición neta en divisas de los países.

Recuadro 1.5 (continuación)
Cuadro 1.5.1. Estimaciones probabilísticas de la probabilidad de crisis

	(1)	(2)	(3)	(4)
Activos externos netos/PIB	-0,89*** [0,190]			
Deuda neta/PIB		-1,41*** [0,28]	-1,29*** [0,38]	-1,16*** [0,40]
Posición accionaria neta/PIB		-0,32 [0,278]	0,80** [0,394]	1,10** [0,477]
Reservas de divisas/PIB			-2,03* [1,12]	-2,45* [1,36]
Cuenta corriente/PIB			-5,99*** [1,66]	-5,29*** [1,65]
Brecha del tipo de cambio real			2,03*** [0,50]	1,96*** [0,49]
Volatilidad del producto			3,69 [3,00]	4,41 [2,95]
PIB per cápita			-0,08*** [0,01]	-0,09*** [0,01]
Diferencial empresarial estadounidense			0,44*** [0,15]	0,40*** [0,15]
Deuda neta/PIB, 2007–09				-0,74* [0,40]
Posición accionaria neta/PIB, 2007–09				-0,75 [0,67]
Observaciones	1.983	1.983	1.979	1.979
Pseudo R^2	0,06	0,08	0,27	0,28

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Debajo de cada estimación se indica entre corchetes el error estándar robusto. Uno, dos y tres asteriscos denotan una significancia estadística de 10%, 5% y 1%, respectivamente..

del sector privado en el exterior. Por consiguiente, las reservas de divisas pueden compensar con más eficacia los pasivos externos que los activos del sector privado.

El efecto de otras variables coincide en términos amplios con la teoría económica. Un saldo en cuenta corriente más alto en relación con el PIB reduce la probabilidad de crisis, en tanto que la apreciación (un aumento del índice) del tipo de cambio real en relación con su promedio móvil en cinco años incrementa la probabilidad de una crisis. Las economías que son históricamente más volátiles (midiéndose la volatilidad como la desviación estándar de la brecha del producto en un período de 10 años) tienden a ser más propensas a la crisis, en tanto que los países más ricos (medidos según el PIB per cápita constante en miles de dólares de EE.UU.) son menos propensos. Otra variable importante incluida en estas regresiones —que no figura en estudios anteriores— es el diferencial entre los bonos empresariales estadounidenses con calificación AAA y AAB, que es representativo de las condiciones

financieras mundiales y de las actitudes frente al riesgo. Las estimaciones muestran que cuanto más altos son esos diferenciales, mayor es la probabilidad de crisis. Corresponde señalar que se analizó una función independiente de variables fiscales como la relación deuda pública/PIB y déficits del gobierno general/PIB, pero se determinó que no es estadísticamente significativa. Esto lleva a pensar que el efecto de estas variables fiscales en el riesgo de crisis ocurre a través de sus efectos en la deuda externa neta o en las demás variables explicativas.

La última columna del cuadro 1.5.1 hace una distinción entre las crisis anteriores y posteriores a 2007 mediante la interacción de las variables de posición de deuda neta y posición accionaria neta, respectivamente, con una variable ficticia, definida como 1 para 2007–10 y cero para el resto. La finalidad consiste en evaluar si el efecto de la posición de deuda externa neta y de la posición accionaria externa neta en el riesgo de crisis ha variado desde 2007. La estimación puntual de 0,74

Recuadro 1.5 (continuación)

Cuadro 1.5.2. Poder predictivo del modelo

País	Primer año de la crisis	Probabilidad de crisis predictiva (porcentaje)	Cesación de pagos o respaldo multilateral	Crecimiento en el primer año de la crisis (porcentaje)	Crecimiento en el segundo año de la crisis (porcentaje)
Bulgaria	2009	13	No	-5,48	0,15
Ecuador	2008	1	Sí	7,24	0,36
España	2010	10	No	-3,72	-0,15
Estonia	2009	12	No	-13,90	3,11
Grecia	2009	18	No	-2,34	-4,35
Grecia	2010	23	Sí	-4,35	...
Hungría	2008	2	Sí	0,80	-6,69
Letonia	2008	16	Sí	-4,24	-17,95
Lituania	2009	15	No	-14,74	1,32
Pakistán	2008	5	Sí	3,68	1,72
Portugal	2009	15	No	-2,51	1,33
Portugal	2010	20	Sí	1,33	...
República Dominicana	2009	10	Sí	3,45	7,75
Rumania	2009	17	Sí	-3,72	-0,15
Serbia	2009	22	Sí	-3,50	0,95
Turquía	2008	5	Sí	0,66	-4,83
Ucrania	2008	2	Sí	1,94	-14,46

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

para la variable de deuda indica que las posiciones de deuda más elevadas han tenido un efecto más marcado durante crisis recientes. Se detecta un resultado similar en cuanto a las posiciones accionarias netas, pero el efecto no es estadísticamente significativo a 5%².

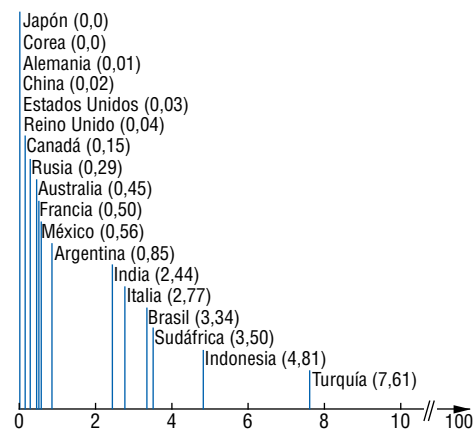
¿En qué medida logra este modelo empírico predecir “fuera de la muestra” la última ola de crisis? Para responder esa pregunta, la especificación de la columna (3) se aplicó al período hasta 2007, y se construyeron valores adaptados a la probabilidad de una crisis en el período siguiente. Los resultados del cuadro 1.5.2 muestran que el modelo predice correctamente una probabilidad “elevada” de crisis (10% o más) en 6 de las 11 economías que sufrieron de hecho una profunda crisis de deuda en 2008–10³. Además, varios países del cuadro que no sufrieron una crisis de acuerdo con nuestra definición estricta de cesación de pagos o rescate multilateral (como Bulgaria, España, Estonia, Lituania) experimentaron graves contracciones del producto (contemporá-

²Catão y Milesi-Ferretti (2011) contiene un conjunto más completo de regresiones y un análisis más detallado, incluido un análisis de solidez de otra definición de crisis.

³Como la probabilidad incondicional de crisis de la muestra ronda 3% (62 sucesos de crisis en casi 2.000 observaciones), una probabilidad de crisis de 10% es bastante elevada.

Gráfico 1.5.2. Estimaciones de probabilidades de crisis del modelo

(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

neamente y/o un año después) y afrontaron tensiones macroeconómicas relacionadas con la necesidad de un ajuste externo más amplio.

En resumen, una vez que los PEN de las economías superan 40% del PIB y están compuestos principalmente de pasivos de deuda, el riesgo de crisis se acelera cuanto mayor es la exposición en forma de pasivos netos. Los datos también indican que este umbral posiblemente se haya desplazado al alza —50% al 60%— en años recientes, al menos en parte como resultado de una mayor apertura comercial. El efecto de la deuda externa neta en la probabilidad de crisis es profundo aun neutralizando otras variables fundamentales como la apreciación del tipo de cambio real, el saldo en cuenta corriente y el grado de desarrollo. También encontramos pruebas de que un nivel más elevado de reservas mitiga el riesgo de crisis, más allá de sus efectos en la posición de deuda neta.

Entre los países del G-20, el modelo generalmente determina que las probabilidades de crisis son inferiores o cercanas a la probabilidad de crisis incondicional de la muestra de 3% (62 crisis/1.999 observaciones), con la excepción de Turquía (gráfico

1.5.2). Por supuesto, aunque el desempeño global del modelo es bueno, no todas las estimaciones de los puntos de arranque ni los órdenes de probabilidad de crisis nacionales deben tomarse como evaluaciones precisas de los riesgos externos. Las estimaciones se basan en información pasada y en patrones de crisis históricos; por consiguiente, no tienen en cuenta todo el comportamiento actual y tendencial futuro previsto de algunas variables importantes (por ejemplo, la dinámica de la deuda pública en Estados Unidos, Japón y la zona del euro, la solidez del balance del sector público y los pasivos externos denominados preponderantemente en moneda nacional en Australia, ni los PEN de algunos países con déficit en cuenta corriente), y probablemente atribuyen demasiado peso al efecto mitigante del elevado ingreso per cápita en el riesgo de crisis (dado el pequeño número de crisis externas en las economías avanzadas durante el período que abarca la muestra).

Referencias

- Abiad, Abdul, Enrica Detragiache y Thierry Tresselt, 2008, “A New Database of Financial Reforms”, IMF Working Paper 08/266 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Acemoglu, Daron, 2003, “Patterns of Skill Premia”, *The Review of Economic Studies*, vol. 70, No. 2, págs. 199–230.
- y David Autor, 2010, “Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings”, en *Handbook of Labor Economics*, vol. 4, compilado por Orley Ashenfelter y David E. Card (Amsterdam: Elsevier).
- Alquist, Ron, y Olivier Gervais, 2011, “The Role of Financial Speculation in Driving the Price of Crude Oil”, Discussion Paper No. 2011-6 (Ottawa: Banco de Canadá).
- Amiti, Mary, y Shang-Jin Wei, 2009, “Does Service Offshoring Lead to Job Losses? Evidence from the United States”, en *International Trade in Services and Intangibles in the Era of Globalization*, compilado por Marshall Reinsdorf y Matthew J. Slaughter (Chicago: University of Chicago Press), págs. 227–43.
- Autor, David, 2010, “*The Polarization of Job Opportunities in the U.S. Labor Market*” (Washington: Center for American Progress and Hamilton Project).
- , David Dorn y Gordon Hanson, 2011, “The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States”, MIT Working Paper. (Cambridge, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology).
- Autor, David, Frank Levy y Richard Murnane, 2003, “The Skill Content of Recent Technological Change: An Empirical Exploration”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, No. 4, págs. 1279–334.
- Berge, Travis, y Óscar Jordà, 2011, “Evaluating the Classification of Economic Activity into Recessions and Expansions”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, No. 2, págs. 246–77.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler y Simon Gilchrist, 1999, “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, en *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, compilado por John B. Taylor y Michael Woodford (Amsterdam: Elsevier), págs. 1341–93.
- Blanchard, Olivier, y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2009, “Global Imbalances: In Midstream?”, IMF Staff Position Note No. 09/29 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2011, “(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?” IMF Staff Discussion Note No. 11/03 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Blinder, Alan S., 2009, “How Many U.S. Jobs Might Be Offshorable?” *World Economics*, vol. 10, No. 2, págs. 41–78.
- Boldrin, Michele, y Jose A. Scheinkman, 1988, “Learning-by-Doing, International Trade and Growth: A Note”, UCLA Working Paper No. 462 (Los Angeles: University of California at Los Angeles Department of Economics).
- Bosworth, Barry P., y Jack E. Triplett, 2007, “The Early 21st Century U.S. Productivity Expansion Is *Still* in Services”, *International Productivity Monitor*, No. 14 (segundo trimestre), págs. 3–19.
- Burda, Michael C., y Jennifer Hunt, 2011, “What Explains the German Labor Market Miracle in the Great Recession?”, NBER Working Paper No. 17187 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Büyükkahin, Bahattin, Michael S. Haigh, Jeffrey H. Harris, James A. Overdahl y Michel Robe, 2009, “Fundamentals, Trading Activity, and Derivative Pricing”, estudio presentado en la Reunión de 2009 de la Asociación Financiera Europea.
- Büyükkahin, Bahattin, y Michel Robe, 2010, “Does It Matter Who Trades? Hedge Fund Activity and Commodity-Equity Linkages” (inédito; Washington: American University).
- Catão, Luis, y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2011, “External Liabilities and Crises” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, 2011a, “Financial Cycles: What? How? When?”, IMF Working Paper 11/76 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2011b, “La montaña rusa financiera”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 48, No. 1. www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/03/Claessens.htm.
- , 2011c, “How Do Business and Financial Cycles Interact?”, IMF Working Paper 11/88 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dao, Mai, y Prakash Loungani, 2010, “The Human Cost of Recessions: Assessing It, Reducing It”, IMF Staff Position Note No. 10/17 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- De Long, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence Summers y Robert Waldmann, 1990, “Noise Trader Risk in Financial Markets”, *Journal of Political Economy*, vol. 98, págs. 703–38.
- Deutsche Bank, 2011, *Is Outsourcing History?* (Fráncfort).
- Diamond, Peter A., 2011, “Unemployment, Vacancies, Wages”, *American Economic Review*, vol. 101, No. 4, págs. 1045–72.
- Duarte, Margarida, y Diego Restuccia, 2010, “The Role of the Structural Transformation in Aggregate Productivity”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, No. 1, págs. 129–73.

- Ebenstein, Avraham, Ann Harrison, Shannon Phillips y Margaret McMillan, 2009, “Estimating the Impact of Trade and Offshoring on American Workers Using the Current Population Surveys”, NBER Working Paper No. 15107 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Elektdag, Selim, y Prakash Kannan, 2009, “Incorporating Market Information into the Construction of the Fan Chart”, IMF Working Paper No. 09/178 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Estrada, Angel, y J. David López-Salido, 2004, “Sectoral and Aggregate Technology Growth in Spain”, *Spanish Economic Review*, vol. 6, No. 3, págs. 3–27.
- Estrella, Arturo, 2005, “The Yield Curve and Recessions”, *The International Economy* (tercer trimestre), págs. 8–9, 38.
- , y Frederic S. Mishkin, 1998, “Predicting U.S. Recessions: Financial Variables as Leading Indicators”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 80, No.1, págs. 45–61.
- Etula, Erkko, 2009, “Broker-Dealer Risk Appetite and Commodity Returns”, Staff Report No. 406 (Nueva York: Banco de la Reserva Federal).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2011, *Japan: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/183 (Washington). www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11183.pdf.
- Freeman, Richard B., 2007, “The Great Doubling: The Challenge of the New Global Labor Market”, en *Ending Poverty in America: How to Restore the American Dream*, compilado por John Edwards, Marion G. Crain y Arne L. Kalleberg (Nueva York: New Press), Chapter 4.
- Goel, Manisha, 2011, “Offshoring, Technology and Skill Premium”, FREIT Working Paper (San Rafael, California: Forum for Research in Empirical International Trade). www.freit.org/WorkingPapers/Papers/Other/FREIT341.pdf.
- Goldin, Claudia, y Lawrence F. Katz, 2008, “Transitions: Career and Family Life Cycles of the Educational Elite”, *American Economic Review: Papers & Proceedings 2008*, vol. 98, No. 2, págs. 363–36.
- Goos, Maarten, Barbara Fraumeni, Alan Manning y Anna Salomons, 2009, “Job Polarization in Europe”, *American Economic Review*, vol. 99, No. 2, págs. 58–63.
- Hamilton, James, 2003, “What Is an Oil Shock?”, *Journal of Econometrics*, vol. 113, págs. 363–98.
- , 2009, “Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007–08”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, págs. 215–61.
- , 2010, “Calling Recessions in Real Time” (inédito; San Diego: University of California, San Diego). http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/real_time.pdf.
- Hanson, Gordon H., Raymond J. Mataloni y Matthew J. Slaughter, 2005, “Vertical Production Networks in Multinational Firms”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 87, No. 4, págs. 664–78.
- Harding, Don, y Adrian Pagan, 2002, “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, págs. 365–81.
- Helbling, Thomas, 2011, “Commodity Prices and the Global Economy—A Retrospective”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , Joong Shik Kang y Shaun K. Roache, 2011, “Financial Investment, Speculation, and Commodity Prices”, IMF Staff Discussion Note (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hummels, David, 2007, “Transportation Costs and International Trade in the Second Era of Globalization”, *Journal of Economic Perspectives*, No. 21, vol. 3, págs. 131–54.
- Irwin, Scott, y Dwight Sanders, 2010, “The Impact of Index and Swap Funds on Commodity Futures Markets”, OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Paper No. 27 (París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos).
- , y Robert Merrin, 2009, “Devil or Angel? The Role of Speculation in the Recent Commodity Price Boom (and Bust)”, *Journal of Agricultural and Applied Economics*, vol. 41, No. 2 págs. 377–91.
- Jacks, David S., 2007, “Populists versus Theorists: Futures Markets and the Volatility of Prices”, *Explorations in Economic History*, vol. 44, No. 2, págs. 342–62.
- Jordà, Òscar, Mortiz Schularick y Alan M. Taylor, 2010, “Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons”, NBER Working Paper No. 16567 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Jorgenson, Dale W., 1990, “Productivity and Economic Growth”, en *Fifty Years of Economic Measurement: The Jubilee of the Conference on Research in Income and Wealth (National Bureau of Economic Research Studies in Income and Wealth)*, compilado por Ernst Berndt and Jack Triplett (Chicago: University of Chicago Press), págs. 19–118.
- Jovanovic, Boyan, 2007, “Bubbles in Prices of Exhaustible Resources”, NBER Working Paper No. 13320 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kilian, Lutz, 2009, “Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market”, *American Economic Review*, vol. 99, No. 3, págs. 1053–69.
- Kiyotaki, Nobuhiro, y John Moore, 1997, “Credit Cycles”, *Journal of Political Economy*, vol. 105, No. 2, págs. 211–48.
- Kolev, Alexandre, y Catherine Saget, 2010, “Are Middle-Paid Jobs in OECD Countries Disappearing? An Overview”,

- ILO Working Paper No. 96 (Ginebra: Organización Internacional del Trabajo).
- Kose, M. Ayhan, Esvar Prasad y Marco E. Terrones, 2009, "Does Openness to International Flows Contribute to Productivity Growth?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, No. 4, págs. 549–738.
- Krugman, Paul R., 1985, "Increasing Returns and the Theory of International Trade", NBER Working Paper No. 1752 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 1987, "The Narrow Moving Band, the Dutch Disease and the Competitive Consequences of Mrs. Thatcher: Notes on Trade in the Presence of Dynamic Scale Economies", *Journal of Development Economics*, No. 27 (octubre), págs. 41–55.
- , 2008, "The Oil Nonbubble", *The New York Times* (23 de junio).
- Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2011, "External Adjustment and the Global Crisis", IMF Working Paper 11/197 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lawrence, Robert Z., y Matthew J. Slaughter, 1993, "Trade and US Wages: Great Sucking Sound or Small Hiccup?", *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics vol. 2*, págs. 161–226.
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati y Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Loungani, Prakash, y Bharat Trehan, 2002, "Predicting When the Economy Will Turn", FRBSF Economic Letter, No. 2002–07. www.frbsf.org/publications/economics/letter/2002/el2002-07.htm.
- Lucas, Robert E., 1988, "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, vol. 22, No. 1, págs. 3–42.
- Macroeconomic Advisers, 2011, *Macro Musings*, vol. 4, No. 10 (8 de julio).
- Manyika, James, Susan Lund, Byron Auguste, Lenny Mendonca, Tim Welsh y Sreenivas Ramaswamy, 2011, *An Economy that Works: Job Creation and America's Future* (Seúl, San Francisco, Londres y Washington: McKinsey Global Institute).
- Masters, Michael W., 2008, "Testimony before the Committee on Homeland Security and Government Affairs, U.S. Senate" (20 de mayo). http://hsgac.senate.gov/public/_files/052008Masters.pdf.
- Matheson, Troy D., 2011, "New Indicators for Tracking Growth in Real Time", IMF Working Paper 11/43 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- McMillan, Margaret S., y Dani Rodrik, 2011, "Globalization, Structural Change, and Productivity Growth", NBER Working Paper No. 17143 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Mendoza, Enrique G., y Marco E. Terrones, 2008, "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data", NBER Working Paper No. 14049 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Moneta, Fabio, 2003, "Does the Yield Spread Predict Recessions in the Euro Area?" European Central Bank Working Paper No. 294 (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- Nyberg, Henri, 2010, "Dynamic Probit Models and Financial Variables in Recession Forecasting", *Journal of Forecasting*, vol. 29, págs. 215–30.
- Ostry, Jonathan D., Atish Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne, 2011, "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?", IMF Staff Discussion Note No. 11/06 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Peneder, Michael R., 2003, "Industrial Structure and Aggregate Growth", *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 14, No. 4, págs. 427–48.
- Roache, Shaun K., 2010, "What Explains the Rise in Food Price Volatility?", IMF Working Paper 10/129 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2011, "China's Impact on World Commodity Markets", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y David Reichsfeld, 2011, "Do Commodity Futures Help Predict Spot Prices?", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Samuelson, Paul, 1966, "Science and Stocks", *Newsweek* (9 de septiembre), págs. 92.
- Shleifer, Andrei, y Lawrence H. Summers, 1990, "The Noise Trader Approach to Finance", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, págs. 19–33.
- Singleton, Kenneth J., 2011, "Investor Flows and the 2008 Boom/Bust in Oil Prices", Working Paper Series, Social Science Research Network. <http://ssrn.com/abstract=1793449>.
- Spence, Michael, 2011, "Globalization and Unemployment: The Downside of Integrating Markets", *Foreign Affairs* (julio/agosto).
- Stock, James H., y Mark W. Watson, 2003, "Forecasting Output and Inflation: The Role of Asset Prices", *Journal of Economic Literature*, vol. 41 (septiembre), págs. 788–829.
- Tang, Ke, y Wei Xiong, 2011, "Index Investment and Finalization of Commodities" (inédito; Princeton, New Jersey: Princeton University).
- Thoenig, Mathias, y Thierry Verdier, 2003, "A Theory of Defensive Skill-Biased Innovation and Globalization", *The American Economic Review*, vol. 93, No. 3, págs. 709–28.

- Vansteenkiste, Isabel, 2009, "How Important Are Common Factors in Driving Non-Fuel Commodity Prices? A Dynamic Factor Analysis", ECB Working Paper No. 1072 (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- Végh, Carlos A., 2011, "Open Macro in Developing Countries" (inédito; College Park: Universidad de Maryland). <http://econweb.umd.edu/~vegh/book/book.htm>.
- Wind, Serge L., 2011, "Unemployment: Structural versus Cyclical and the Impact of Globalization", Working Paper Series, Social Science Research Network. <http://ssrn.com/abstract=1838365>.
- Wright, Jonathan H., 2006, "The Yield Curve and Predicting Recessions", Finance and Economics Discussion Series No. 2006-07 (Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal).
- Young, Alwyn, 1991, "Invention and Bounded Learning by Doing", NBER Working Paper No. 3712 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Zeira, Joseph, 1999, "Informational Overshooting, Booms, and Crashes", *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, págs. 237-57.

DISTRIBUCIÓN PRELIMINAR
Septiembre de 2011

Capítulo 2

Perspectivas de la economía mundial

Se presenta la traducción preliminar del capítulo 2 de *Perspectivas de la economía mundial* (septiembre de 2011).

La traducción definitiva al español de la totalidad del informe se publicará próximamente.

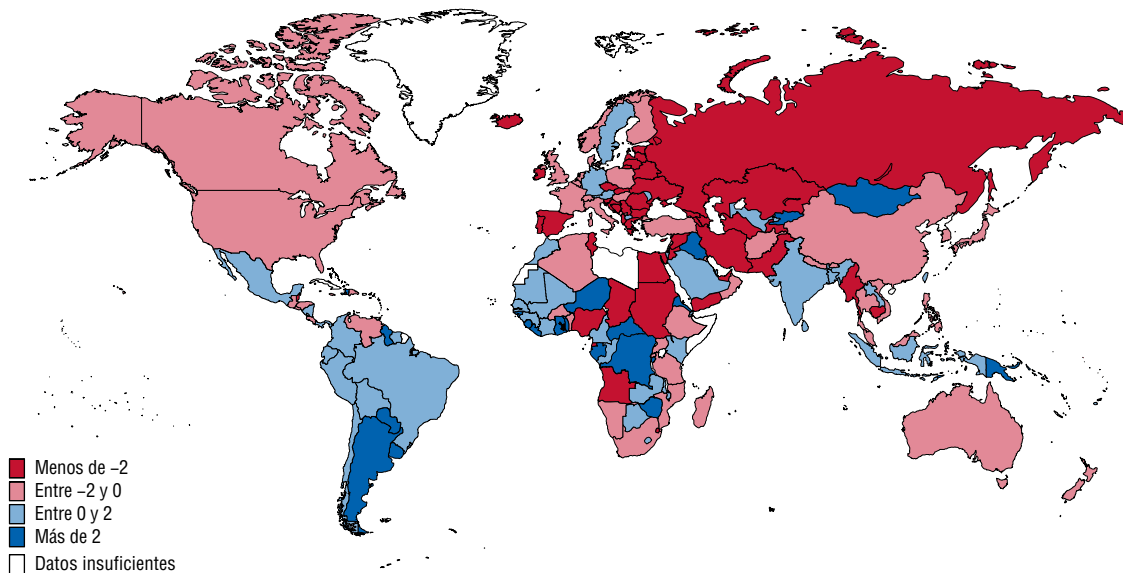


La economía mundial se ha desacelerado, la volatilidad financiera y la aversión de los inversionistas al riesgo han aumentado considerablemente y el desempeño económico sigue siendo divergente entre las distintas regiones (gráfico 2.1). En Estados Unidos, el crecimiento débil y la falta de un plan fiscal creíble a mediano plazo para reducir la deuda están minando la confianza. Europa se ve golpeada por las tensiones financieras derivadas de la crisis de la deuda soberana en la periferia de la zona del euro. La manera en que estas economías avanzadas confronten sus desafíos fiscales afectará profundamente a sus perspectivas económicas. Las economías emergentes y en desarrollo como grupo siguen expandiéndose, algunas de ellas a tasas bastante superiores a los promedios registrados antes de la crisis. Sin embargo, el crecimiento en estas economías probablemente se moderará dado que la desaceleración en las principales economías avanzadas

afecta a la demanda externa. Por último, la inflación sigue siendo elevada (gráfico 2.2). Aunque esto se debe principalmente al repunte de precios de las materias primas en el primer semestre del año, en algunas economías, las presiones de la demanda —avivadas por políticas laxas, el fuerte crecimiento del crédito y la afluencia de capitales— también han contribuido. Para mantener un crecimiento equilibrado en estas economías es esencial aplicar políticas más restrictivas, orientadas a eliminar la presión inflacionaria y reforzar las cuentas fiscales. En los países en que el sobrecalentamiento y los riesgos fiscales no son inminentes, no es necesario un mayor endurecimiento de la política hasta que se moderen los riesgos que afectan a la estabilidad mundial.

Casi tres años después de la crisis, la economía mundial sigue viéndose afectada por una volatilidad

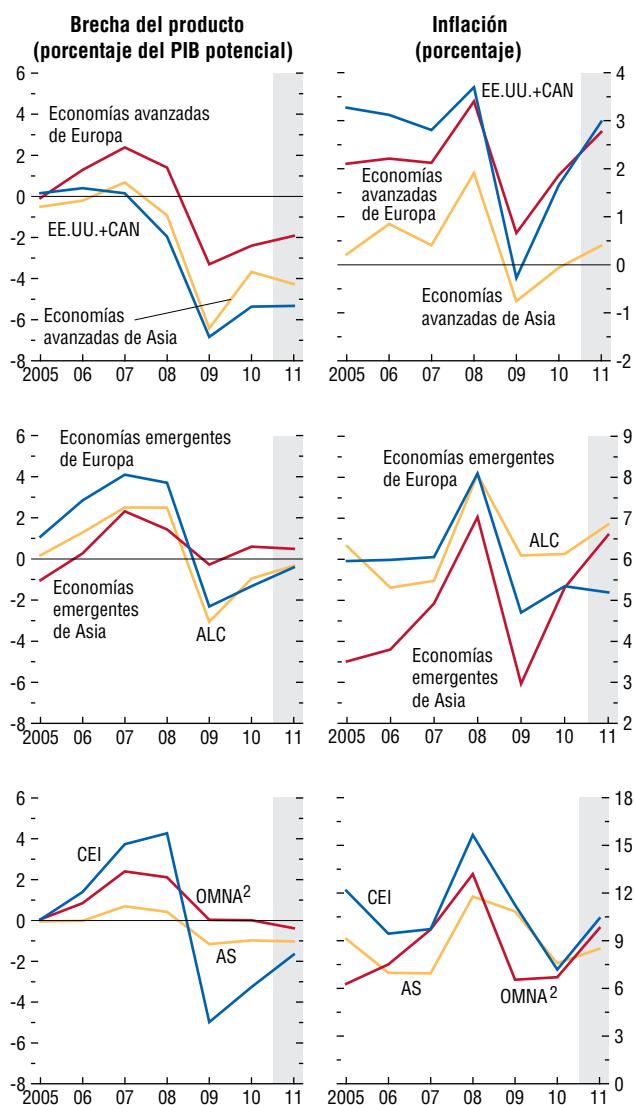
Gráfico 2.1. Crecimiento mundial actual frente al promedio registrado antes de la crisis
(Diferencia en puntos porcentuales de las tasas anuales compuestas de variación entre 2011–12 y 2000–07)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: Los datos excluyen Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política. Las proyecciones correspondientes a 2011 y años posteriores excluyen Sudán del Sur. Debido a las limitaciones en los datos disponibles, los datos corresponden al diferencial de crecimiento entre el promedio en 2011–12 y 2005–07 en el caso de Iraq; entre el promedio de 2011–12 y 2003–07 en el caso de Afganistán; y entre 2011–12 y 2001–07 en el caso de Kosovo, Liberia, Malta, Montenegro, Tuvalu y Zimbabue.

Gráfico 2.2. Brechas del producto e inflación¹

Las economías que experimentaron las peores crisis financieras siguen luchando para mantenerse firmes en un contexto de crecimiento modesto y persistente desaceleración económica. Otros países están creciendo a un ritmo relativamente vigoroso, y muchas economías emergentes y en desarrollo se están topando con limitaciones de la capacidad productiva. A pesar de los ciclos económicos, la inflación sigue siendo elevada, debido al repunte de los precios de las materias primas a principios de este año, pero también a las presiones de demanda en algunas economías.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ ALC: América Latina y el Caribe; AS: África subsahariana; CEI: Comunidad de Estados Independientes; Economías avanzadas de Asia: Australia, Japón y Nueva Zelanda; EE.UU.+CAN: Estados Unidos y Canadá; OMNA: Oriente Medio y Norte de África. Los agregados regionales se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.

² Excluido Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política. Las proyecciones correspondientes a 2011 y años posteriores excluyen Sudán del Sur.

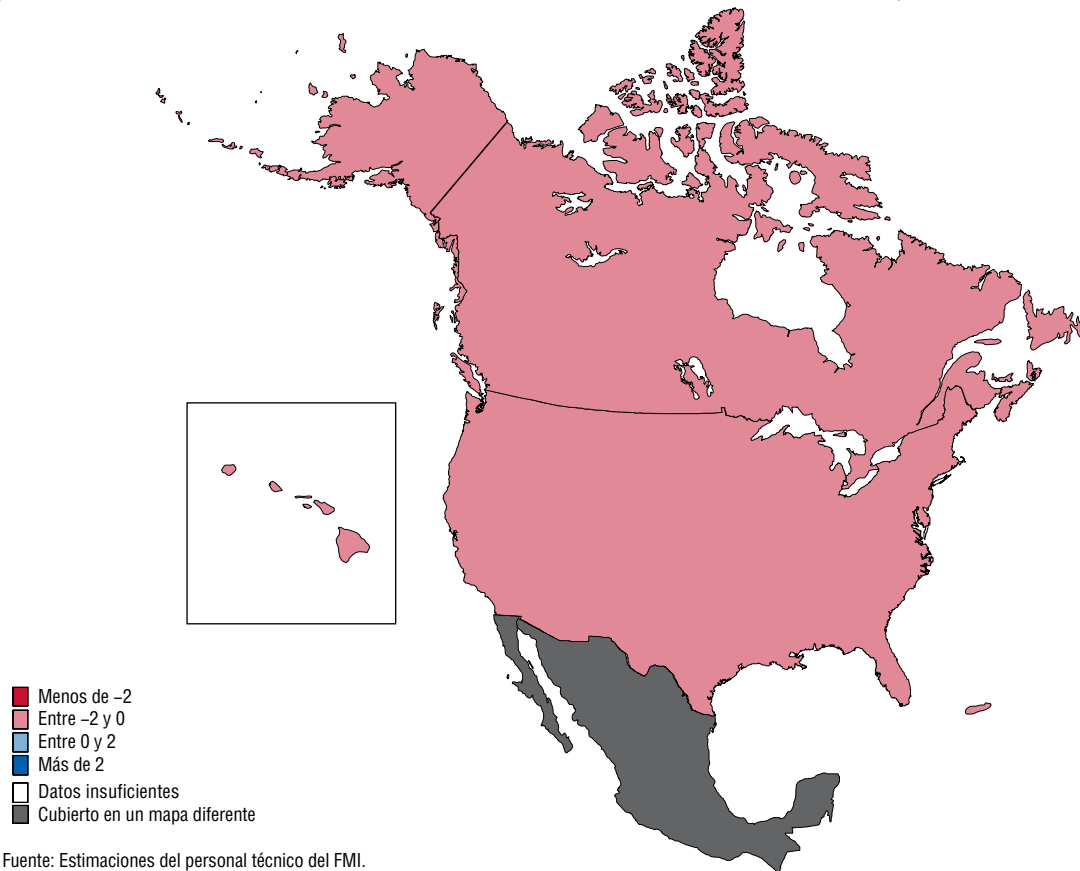
intermitente. La evolución económica mundial se ha vuelto aún más bipolar, con un crecimiento anémico en las economías que experimentaban grandes desequilibrios antes de la crisis y una actividad robusta en muchos otros. Como se señaló anteriormente, la expansión desequilibrada refleja una transición inadecuada de la demanda pública a la demanda privada en las economías avanzadas, y del crecimiento impulsado por la demanda externa al crecimiento respaldado por la demanda interna en las principales economías emergentes y en desarrollo. Si no se avanza en estos frentes, persistirán los riesgos para la estabilidad económica y financiera mundial.

En este capítulo se presentan las perspectivas de la economía mundial por región. El crecimiento en Estados Unidos se ha debilitado y la transición de la demanda pública a la demanda privada es lenta. En Europa, se han intensificado los riesgos de contagio derivados de los problemas económicos y financieros de la periferia de la zona del euro. En las demás regiones, el crecimiento es más sólido, pero la pérdida de dinamismo en Estados Unidos y la zona del euro afectará a las perspectivas. La recuperación de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) está siendo impulsada en parte, hasta el momento, por los elevados precios de las materias primas. Japón está logrando salir de la recesión ocasionada por el terremoto y el tsunami del Gran Este japonés de marzo. En las economías emergentes de Asia, la actividad se mantiene robusta, a pesar de los trastornos de la cadena de suministros causados por el terremoto de Japón. El crecimiento también es vigoroso en América del Sur pero menos dinámico en la región del Caribe y América Central. En África subsahariana, el crecimiento está cobrando impulso en muchas economías. En Oriente Medio y Norte de África (OMNA), el malestar social ha dañado el crecimiento en algunas economías, pero los sólidos precios del petróleo han impulsado el producto en los países exportadores de petróleo de la región.

Estados Unidos: Nuevo debilitamiento de la actividad económica en un contexto de grandes desafíos de deuda

La economía estadounidense está luchando para mantenerse firme en un contexto de crecimiento lento (gráfico 2.3.)

Gráfico 2.3. Estados Unidos y Canadá: Crecimiento actual frente al promedio registrado antes de la crisis
(Diferencia en puntos porcentuales de las tasas anuales compuestas de variación entre 2011–12 y 2000–07)

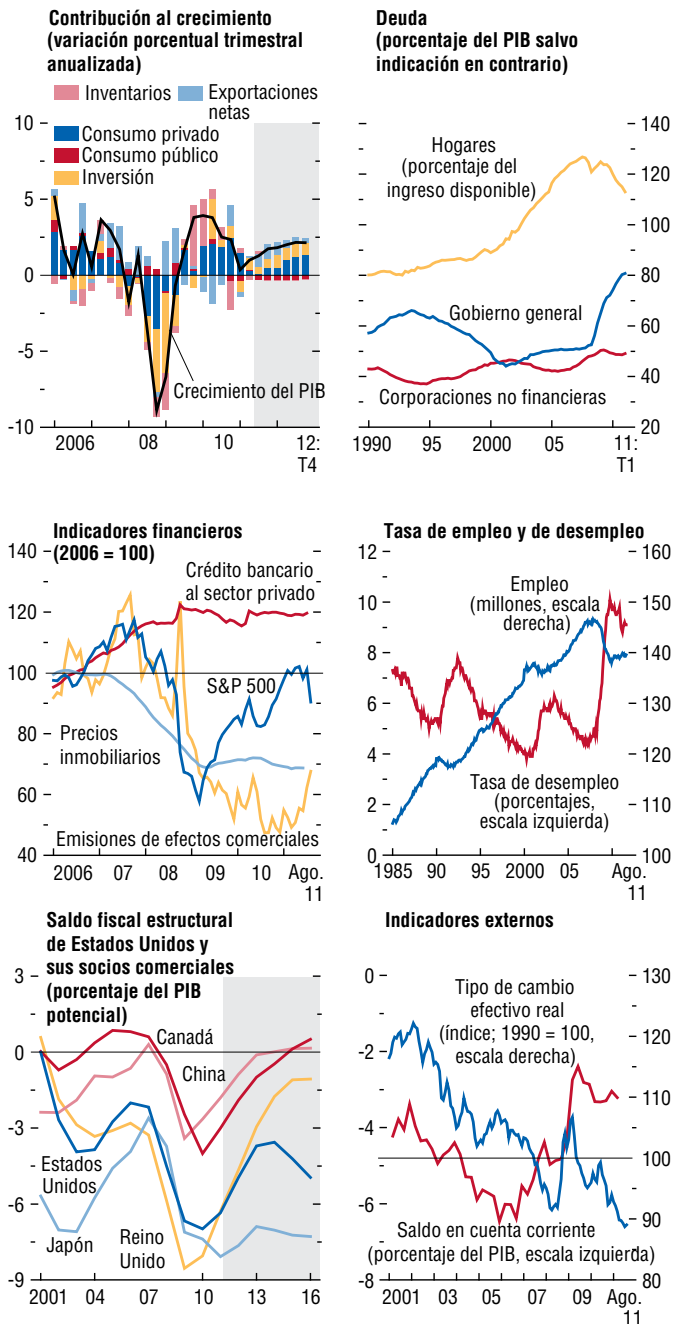


y una larga recuperación del empleo. Los riesgos a la baja afectan a las perspectivas dadas la incertidumbre fiscal, la atonía del mercado inmobiliario y las finanzas de los hogares, nuevas tensiones financieras y la baja confianza de las empresas y los consumidores. Para evitar un colapso repentino de la confianza del mercado que podría dañar seriamente la estabilidad mundial es fundamental alcanzar un compromiso político audaz para establecer un plan de reducción de la deuda a mediano plazo. Al mismo tiempo, la reanudación de algunas medidas temporales de estímulo —dentro del programa fiscal a mediano plazo— y una política monetaria laxa pueden amortiguar en parte la actividad privada. La inmediata implementación de la Ley Dodd-Frank reducirá los riesgos para la estabilidad financiera derivados de un largo período de tasas de interés bajas. En Canadá, las corrientes desfavorables provenientes de su vecino del sur se contrarrestarán en parte con las variables fundamentales relativamente sólidas de la economía y los precios aún favorables de las materias primas.

La actividad económica en Estados Unidos ha perdido fuerza en 2011 (gráfico 2.4). El crecimiento se desaceleró de una tasa anual de 2¾% en el segundo semestre de 2010 al 1% en el primer semestre de 2011. Aunque se esperaba una desaceleración —dados los trastornos de la oferta en el sector automotriz debido al terremoto y al tsunami de Japón y la presión sobre la demanda interna derivada de los fuertes aumentos de precios del petróleo hasta abril—, la desaceleración de la actividad fue más profunda que la proyectada en la actualización de junio de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. En el ínterin, la confianza de las empresas y de los hogares se ha deteriorado notablemente y la volatilidad en los mercados ha aumentado de manera considerable debido a la preocupación por la modesta recuperación, la reciente rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana de Estados Unidos y las mayores tensiones en Europa. La inflación parece haber alcanzado su nivel máximo

Gráfico 2.4. Estados Unidos: Luchando para mantenerse firme

El crecimiento se ha debilitado, y la creciente preocupación por la recuperación y la orientación incierta de la política fiscal han minado la confianza y la estabilidad financiera. La política fiscal debe centrarse en alcanzar la sostenibilidad de la deuda a mediano plazo, respaldando al mismo tiempo la recuperación mediante la renovación de las medidas temporales de estímulo más allá de 2011. Los planes fiscales actuales no contribuirán a reducir los desequilibrios externos en el mediano plazo, dada la contracción fiscal más duradera proyectada para los grandes socios comerciales de Estados Unidos.



Fuentes: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

con la reciente disminución de precios de las materias primas. El débil crecimiento del empleo y la persistente capacidad ociosa en la economía están frenando los salarios.

Se proyecta que el crecimiento económico será, en promedio, de 1½%–1¾% en 2011–12 (cuadro 2.1). El pronóstico se basa en el supuesto de que los efectos negativos del terremoto de Japón y los precios de la energía se moderarán en el segundo semestre del año y que se renovarán las reducciones temporales del impuesto sobre la nómina y el aumento del seguro de desempleo en 2012. Sin embargo, el daño a la confianza de las empresas y los consumidores debido a las continuas pérdidas en los mercados bursátiles, los débiles precios de la vivienda (que se supone que repuntarán lentamente a partir del segundo semestre de 2012) y, por último, aunque no menos importante, la presión al desapalancamiento implican que el crecimiento será modesto en relación con los promedios históricos en los próximos años. Se proyecta que el desempleo, que se mantiene actualmente en 9,1%, seguirá siendo elevado en 2012. La brecha sostenida del producto mantendrá la inflación bajo control, y el nivel general de inflación se reducirá de 3% en 2011 a 1¼% en 2012, coincidiendo con la disminución de precios de las materias primas.

En Canadá se proyecta que el crecimiento se moderará del 3¼% en 2010 al 2% en 2011–12, debido al retiro del estímulo fiscal y a las corrientes desfavorables provenientes de la desaceleración en Estados Unidos. Aunque el empleo ha repuntado a un ritmo más rápido que en Estados Unidos, se prevé que el avance más lento de la recuperación a corto plazo mantendrá la tasa de desempleo entre 7½% y 7¾% en 2011–12.

Los riesgos a la baja para las perspectivas de Estados Unidos han aumentado considerablemente. El crecimiento se verá afectado si no continúan las reducciones temporales de los impuestos sobre la nómina y el aumento del seguro de desempleo hasta 2012 inclusive. Además, si para el último trimestre del año no se llega a un consenso político sobre el plan de reducción de la deuda se producirán recortes iniciales del déficit más intensos de lo previsto actualmente, lo que tendrá efectos negativos sobre el crecimiento. Y lo que es más importante, las demoras en la implementación de un plan de reducción de la deuda adecuado a

Cuadro 2.1. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías avanzadas
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
Economías avanzadas	3,1	1,6	1,9	1,6	2,6	1,4	-0,2	-0,3	0,1	8,3	7,9	7,9
Estados Unidos	3,0	1,5	1,8	1,6	3,0	1,2	-3,2	-3,1	-2,1	9,6	9,1	9,0
Zona del euro ^{4,5}	1,8	1,6	1,1	1,6	2,5	1,5	-0,4	0,1	0,4	10,1	9,9	9,9
Japón	4,0	-0,5	2,3	-0,7	-0,4	-0,5	3,6	2,5	2,8	5,1	4,9	4,8
Reino Unido ⁴	1,4	1,1	1,6	3,3	4,5	2,4	-3,2	-2,7	-2,3	7,9	7,8	7,8
Canadá	3,2	2,1	1,9	1,8	2,9	2,1	-3,1	-3,3	-3,8	8,0	7,6	7,7
Otras economías avanzadas ⁶	5,8	3,6	3,7	2,3	3,3	2,8	5,0	4,7	3,7	4,9	4,4	4,3
<i>Partida informativa</i>												
Economías asiáticas recientemente industrializadas	8,4	4,7	4,5	2,3	3,7	3,1	7,0	6,4	6,1	4,1	3,5	3,5

¹La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A6 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

⁵Saldo en cuenta corriente con corrección de discrepancias en las declaraciones sobre transacciones dentro de la zona.

⁶Excluye las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido) y los países de la zona del euro.

mediano plazo podrían inducir repentinamente un aumento de la prima de riesgo de Estados Unidos, lo que tendría importantes consecuencias a nivel mundial. Como se señaló anteriormente, los shocks en los mercados bursátiles y de bonos estadounidenses tienden a manifestarse en todas las principales economías, y los shocks de las tasas de interés de Estados Unidos influyen en gran medida en los diferenciales de las economías de mercados emergentes¹. Cabe señalar otros riesgos como una recuperación de los precios inmobiliarios más prolongada que la supuesta en el escenario de referencia, las pérdidas sostenidas en los mercados de acciones y los riesgos al alza sobre los precios de las materias primas, lo que podría frenar aún más el gasto de los consumidores. Del lado positivo, el crecimiento en el segundo semestre del año podría ser más vigoroso si la estabilidad financiera y la confianza de las empresas y los consumidores se restablecen antes de lo previsto. Sin embargo, los riesgos apuntan en general a la baja. Estos riesgos también afectan a las perspectivas de Canadá, a través de los efectos de contagio reales y financieros.

La primera prioridad para las autoridades estadounidenses es comprometerse a adoptar un pro-

grama creíble de política fiscal para encauzar la deuda pública en una trayectoria sostenible a mediano plazo, respaldando al mismo tiempo la recuperación a corto plazo. Para ello, el plan de consolidación fiscal debe basarse en supuestos macroeconómicos realistas e incluir la reforma de los programas de prestaciones sociales y medidas para aumentar los ingresos fiscales (por ejemplo, la eliminación gradual de los vacíos y deducciones en el sistema impositivo y mejores impuestos indirectos)². Esto permitirá que la orientación de la política fiscal a mediano plazo sea más acorde con el ciclo, por ejemplo, a través de la adopción de medidas temporales de estímulo para respaldar los mercados de trabajo y de la vivienda, los gobiernos estatales y locales y el gasto en infraestructura. Dada la estrategia fiscal menos ambiciosa a mediano plazo, la consolidación fiscal debería ser más intensa en las etapas iniciales e incluir un retiro de las medidas de estímulo fiscal equivalente al 1%–1½% del PIB en 2012 e incluir también al menos reducciones temporales del impuesto sobre la nómina y el aumento del seguro de desempleo hasta 2012

²En la última década, Japón, seguido de Estados Unidos, tenía la proporción de ingresos tributarios públicos más baja en relación con el PIB de todas las economías del G-7.

¹Véase FMI (2011f).

inclusivo para contener los efectos negativos sobre el crecimiento a corto plazo³.

En el caso de Canadá, que se encuentra en una posición financiera y fiscal más sólida que Estados Unidos, la contracción fiscal puede seguir avanzando, pero hay margen de política para hacer una pausa en el proceso si siguen aumentando los riesgos a la baja para el crecimiento.

Las perspectivas mucho más débiles de lo proyectado anteriormente para Estados Unidos exigen iniciar un período más sostenido de tasas de interés laxas, tal como lo anunció recientemente la Reserva Federal. Esta institución también debería estar preparada para implementar nuevas medidas de apoyo no convencionales, según sea necesario, siempre que las expectativas de inflación se mantengan contenidas.

Dado el papel dominante del dólar de EE.UU. como ancla monetaria mundial, los cambios de la política monetaria estadounidense tienen efectos de contagio significativos a nivel mundial, lo que subraya la importancia de mantener la estabilidad del sector financiero tanto a nivel nacional como internacional. De hecho, las bajas tasas de interés en Estados Unidos podrían estar impulsando los flujos de capitales hacia otras regiones, y para las economías que están operando en su potencial o por encima del mismo podría resultar difícil absorber estos flujos⁴. Además, la reciente volatilidad de la aversión mundial al riesgo podría aumentar la variabilidad de los flujos de capitales. Al mismo tiempo, la aplicación de una política

monetaria insuficientemente laxa podría frenar la recuperación en Estados Unidos y, en consecuencia, afectar a la economía mundial. En este sentido, la mayor preocupación que plantea la aplicación de una política monetaria laxa en Estados Unidos es si esta podría inducir una toma excesiva de riesgo. Por lo tanto, la implementación inmediata de reformas en el sector financiero estadounidense —combinadas con medidas similares para mejorar la estabilidad financiera en otras regiones— limitaría la acumulación excesiva de apalancamiento financiero en un contexto de bajas tasas de interés. La Ley Dodd-Frank debería implementarse según lo previsto, con una asignación oportuna de recursos para financiar las mejoras necesarias en la regulación y supervisión. También deberán realizarse mayores progresos para identificar las instituciones de importancia sistémica —incluidas las instituciones no bancarias— que estarían sujetas a normas regulatorias más estrictas y abordar cuestiones relacionadas con la resolución transfronteriza que afectan a estas instituciones. También es necesario prestar más atención a los riesgos sistémicos en un entorno en que el sector financiero es uno de los factores clave de la renovada volatilidad en los mercados.

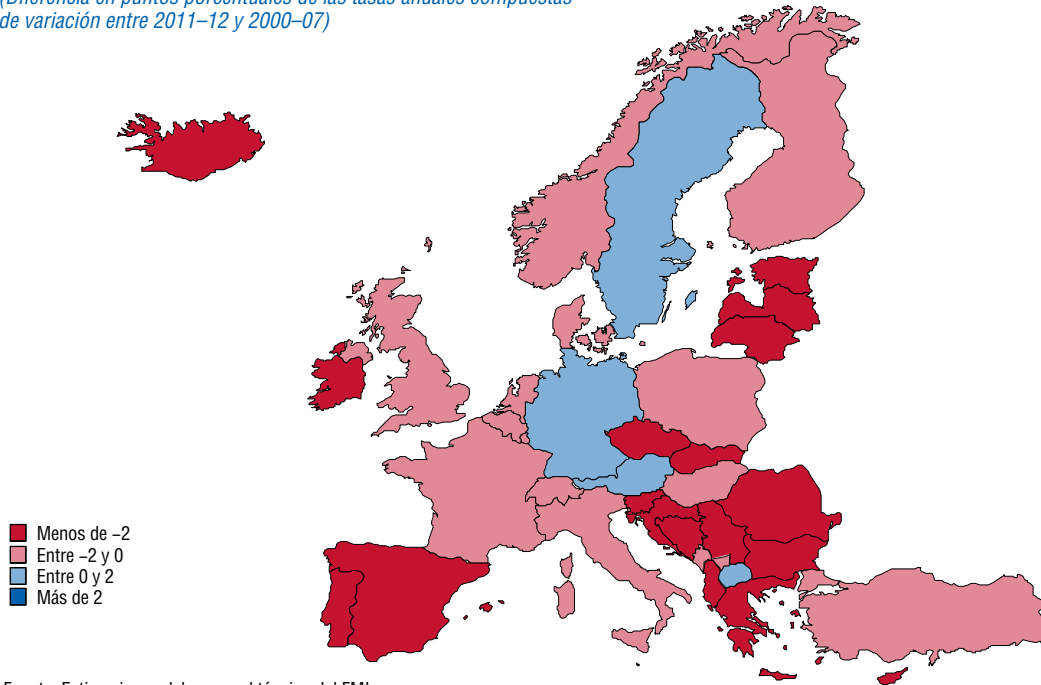
Las políticas para alcanzar el equilibrio interno, centradas en una consolidación fiscal cautelosa, también ayudarán a reducir el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos —un factor esencial para restablecer el equilibrio mundial a nivel más general— pero existen limitaciones. A menos que la consolidación fiscal resulte duradera, el déficit en cuenta corriente se ampliará nuevamente a mediano plazo, aunque sin superar los niveles previos a la crisis. Además, los efectos de la contracción fiscal en el saldo en cuenta corriente de Estados Unidos serán menores debido a que los principales socios comerciales de Estados Unidos, incluidos Canadá y el Reino Unido, ya han puesto en marcha ajustes fiscales más ambiciosos y duraderos (véase el capítulo 4).

Europa: Persiste la turbulencia económica y financiera

Los grandes déficits públicos y los altos niveles de deuda, la disminución del producto potencial y las tensiones cada vez mayores en los mercados están afectando al crecimiento de la mayoría de las economías avanzadas

³Véanse más detalles en el capítulo 1 y FMI (2011g). En septiembre, el Presidente Obama propuso un programa de medidas de estímulo adicionales que ampliarán las prestaciones de desempleo, prolongarán y reforzarán las reducciones del impuesto sobre la nómina para los trabajadores, introducirán nuevas reducciones del impuesto sobre la nómina para los empleadores y créditos especiales para contratar a personas que llevan mucho tiempo desempleadas, y aumentarán el gasto en infraestructura y en transferencias a los gobiernos estatales y locales. El equivalente a alrededor del 40% de este programa ya se había incorporado a los pronósticos elaborados por el personal técnico del FMI. El programa propuesto se financiará mediante medidas vinculadas al ingreso, como el límite a las deducciones y exenciones tributarias para los grandes contribuyentes. Si se aprueba e implementa integralmente este programa, la reducción del déficit fiscal proyectada para 2012 desaparecerá en gran parte, y ello también implicará un repliegue fiscal considerable en 2013 si no se registran cambios en las políticas que se supone que se aplicarán ese año.

⁴Véase el capítulo 4 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 2.5. Europa: Crecimiento actual frente al promedio registrado antes de la crisis*(Diferencia en puntos porcentuales de las tasas anuales compuestas de variación entre 2011–12 y 2000–07)*

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Debido a las limitaciones en los datos disponibles, los datos sobre Kosovo, Malta y Montenegro corresponden al diferencial de crecimiento entre el promedio de 2011–12 y de 2001–07.

de Europa (gráfico 2.5). Además, se está avanzando en la transición hacia una mayor diferenciación de los riesgos de deuda soberana de los distintos miembros de la zona del euro, un cambio que está progresando a un ritmo muy variable. Fuera de la zona del euro, muchas economías de Europa central y oriental están experimentando un repunte relativamente vigoroso después de registrar profundas recesiones. No obstante, se proyecta una desaceleración de la actividad en gran parte de Europa, con riesgos a la baja (gráfico 2.6; cuadro 2.2). Las respuestas de las autoridades de política económica para hacer frente a la crisis de la deuda en la zona del euro afectarán a las perspectivas a corto plazo en el continente. En particular, la rápida implementación de las medidas acordadas en la cumbre de la UE celebrada en julio será esencial para ganar la credibilidad del mercado. No obstante, la mayor distribución del riesgo deberá corresponderse con un mayor reparto de la responsabilidad de las políticas macroeconómicas y financieras.

Europa se ve afectada nuevamente por la volatilidad en los mercados y el fuerte aumento de los

riesgos para la estabilidad financiera⁵. Los diferenciales de la deuda soberana y de los bancos en la periferia de la zona del euro (especialmente Grecia) han alcanzado nuevos máximos. Las tensiones han resultado ser contagiosas: los diferenciales han aumentado incluso en las economías que no se habían visto afectadas hasta el momento (Bélgica, Chipre, España, Italia y en menor medida Francia) y los mercados diferencian cada vez más el riesgo soberano dentro de la zona del euro sobre la base de los desafíos económicos y fiscales de cada país y de la exposición de los bancos de los distintos países a la deuda soberana y los bancos de la periferia. La aversión mundial al riesgo, calculada según el índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VIX), ha superado recientemente los niveles alcanzados al comienzo de la crisis de la deuda griega en el segundo trimestre de 2010. Las pruebas de resistencia realizadas por la Autoridad Bancaria Europea en julio de 2011 apenas contribu-

⁵ Véase también la edición de septiembre de 2011 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report, GFSR*).

Cuadro 2.2. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Europa

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Europa	2,2	2,0	1,5	2,4	3,1	2,1	0,3	0,1	0,4	...	...	...
Economías avanzadas	1,8	1,6	1,3	1,9	2,8	1,7	0,8	0,8	1,0	9,4	9,2	9,1
Zona del euro ^{4,5}	1,8	1,6	1,1	1,6	2,5	1,5	-0,4	0,1	0,4	10,1	9,9	9,9
Alemania	3,6	2,7	1,3	1,2	2,2	1,3	5,7	5,0	4,9	7,1	6,0	6,2
Francia	1,4	1,7	1,4	1,7	2,1	1,4	-1,7	-2,7	-2,5	9,8	9,5	9,2
Italia	1,3	0,6	0,3	1,6	2,6	1,6	-3,3	-3,5	-3,0	8,4	8,2	8,5
España	-0,1	0,8	1,1	2,0	2,9	1,5	-4,6	-3,8	-3,1	20,1	20,7	19,7
Países Bajos	1,6	1,6	1,3	0,9	2,5	2,0	7,1	7,5	7,7	4,5	4,2	4,2
Bélgica	2,1	2,4	1,5	2,3	3,2	2,0	1,0	0,6	0,9	8,4	7,9	8,1
Austria	2,1	3,3	1,6	1,7	3,2	2,2	2,7	2,8	2,7	4,4	4,1	4,1
Grecia	-4,4	-5,0	-2,0	4,7	2,9	1,0	-10,5	-8,4	-6,7	12,5	16,5	18,5
Portugal	1,3	-2,2	-1,8	1,4	3,4	2,1	-9,9	-8,6	-6,4	12,0	12,2	13,4
Finlandia	3,6	3,5	2,2	1,7	3,1	2,0	3,1	2,5	2,5	8,4	7,8	7,6
Irlanda	-0,4	0,4	1,5	-1,6	1,1	0,6	0,5	1,8	1,9	13,6	14,3	13,9
República Eslovaca	4,0	3,3	3,3	0,7	3,6	1,8	-3,5	-1,3	-1,1	14,4	13,4	12,3
Eslovenia	1,2	1,9	2,0	1,8	1,8	2,1	-0,8	-1,7	-2,1	7,3	8,2	8,0
Luxemburgo	3,5	3,6	2,7	2,3	3,6	1,4	7,8	9,8	10,3	6,2	5,8	6,0
Estonia	3,1	6,5	4,0	2,9	5,1	3,5	3,6	2,4	2,3	16,9	13,5	11,5
Chipre	1,0	0,0	1,0	2,6	4,0	2,4	-7,7	-7,2	-7,6	6,4	7,4	7,2
Malta	3,1	2,4	2,2	2,0	2,6	2,3	-4,8	-3,8	-4,8	6,9	6,3	6,2
Reino Unido ⁵	1,4	1,1	1,6	3,3	4,5	2,4	-3,2	-2,7	-2,3	7,9	7,8	7,8
Suecia	5,7	4,4	3,8	1,9	3,0	2,5	6,3	5,8	5,3	8,4	7,4	6,6
Suiza	2,7	2,1	1,4	0,7	0,7	0,9	15,8	12,5	10,9	3,6	3,4	3,4
República Checa	2,3	2,0	1,8	1,5	1,8	2,0	-3,7	-3,3	-3,4	7,3	6,7	6,6
Noruega	0,3	1,7	2,5	2,4	1,7	2,2	12,4	14,0	12,8	3,6	3,6	3,5
Dinamarca	1,7	1,5	1,5	2,3	3,2	2,4	5,1	6,4	6,4	4,2	4,5	4,4
Islandia	-3,5	2,5	2,5	5,4	4,2	4,5	-10,2	1,9	3,2	8,1	7,1	6,0
Economías emergentes⁶	4,5	4,3	2,7	5,3	5,2	4,5	-4,6	-6,2	-5,4	...	...	...
Turquía	8,9	6,6	2,2	8,6	6,0	6,9	-6,6	-10,3	-7,4	11,9	10,5	10,7
Polonia	3,8	3,8	3,0	2,6	4,0	2,8	-4,5	-4,8	-5,1	9,6	9,4	9,2
Rumania	-1,3	1,5	3,5	6,1	6,4	4,3	-4,3	-4,5	-4,6	7,6	5,0	4,8
Hungría	1,2	1,8	1,7	4,9	3,7	3,0	2,1	2,0	1,5	11,2	11,3	11,0
Bulgaria	0,2	2,5	3,0	3,0	3,8	2,9	-1,0	1,6	0,6	10,3	10,2	9,5
Serbia	1,0	2,0	3,0	6,2	11,3	4,3	-7,2	-7,7	-8,9	19,6	20,5	20,6
Croacia	-1,2	0,8	1,8	1,0	3,2	2,4	-1,1	-1,8	-2,7	12,2	12,7	12,2
Lituania	1,3	6,0	3,4	1,2	4,2	2,6	1,8	-1,9	-2,7	17,8	15,5	14,0
Letonia	-0,3	4,0	3,0	-1,2	4,2	2,3	3,6	1,0	-0,5	19,0	16,1	14,5

¹La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Saldo en cuenta corriente con corrección de discrepancias en las declaraciones sobre transacciones dentro de la zona.

⁵Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

⁶Incluye Albania, Bosnia y Herzegovina, Kosovo, Montenegro y la ex República Yugoslava de Macedonia.

yeron a estabilizar las acciones de los bancos a corto plazo. Los inversionistas siguen estando preocupados, a pesar de las recientes modificaciones de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), el programa de medidas adoptado en julio de 2011 para ayudar a Grecia a hacer frente a su crisis de deuda y la prolongación de las medidas no conven-

cionales aplicadas por el Banco Central Europeo (BCE).

Después de un vigoroso primer trimestre, el crecimiento se desaceleró considerablemente en el segundo trimestre de 2011, debido en parte a la presión de los elevados precios de las materias primas sobre los ingresos disponibles reales y a la contracción fiscal en

marcha, pero también debido al efecto de la crisis en la confianza de los consumidores y las empresas en toda la región, incluidas las economías que conforman el núcleo. En general, el crecimiento de la demanda interna fue inferior al del PIB en la mayoría de las economías europeas avanzadas, como reflejo principalmente de la atonía del consumo de los hogares. En cambio, el crecimiento de la demanda interna en muchas economías de Europa central y oriental siguió siendo vigoroso en el primer semestre del año, como consecuencia de las presiones de demanda en un contexto de condiciones laxas de política económica hasta el momento (Turquía) o de la fuerte reactivación después de la reciente crisis (Lituania). La demanda externa se moderó en gran parte de Europa y es probable que siga moderándose, coincidiendo con la desaceleración mundial de mitad del ciclo.

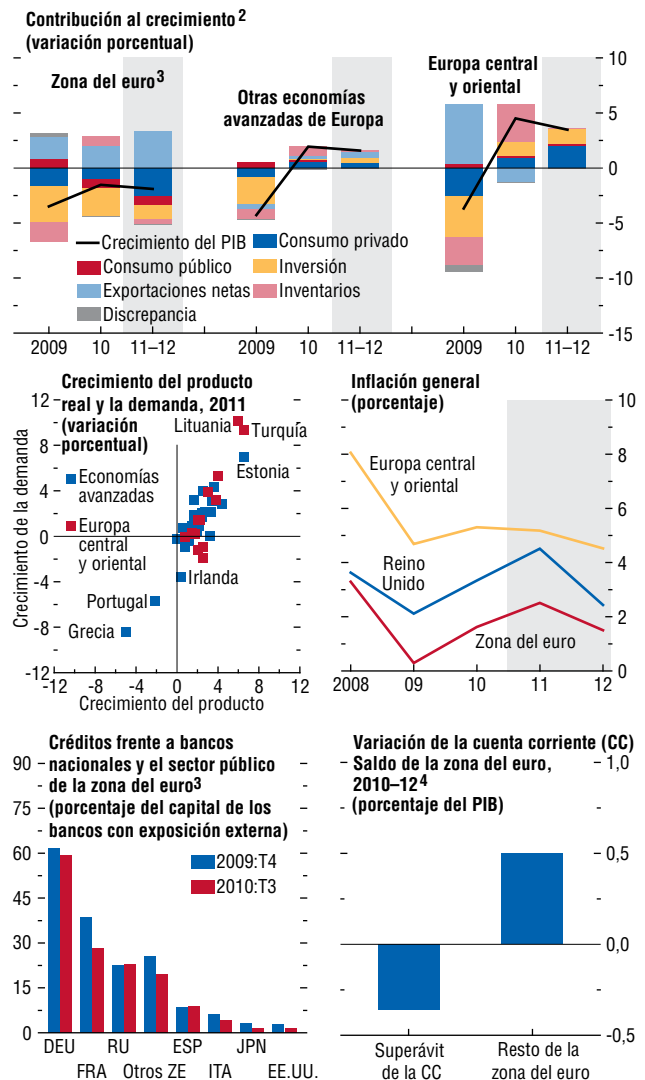
Se prevé que el crecimiento del PIB real de la zona del euro se desacelere de una tasa anual de alrededor de 2% en el primer semestre de 2011 a ¼% en el segundo semestre, antes de aumentar ligeramente por encima del 1% a finales de 2012. La persistente turbulencia financiera frenará considerablemente la actividad a través de la reducción de la confianza y el financiamiento, aun cuando disminuyan los efectos negativos de factores temporales como los elevados precios de las materias primas y los trastornos de la oferta derivados del terremoto de Japón. Sin embargo, las proyecciones se basan en el supuesto de que las autoridades de política económica europeas contendrán la crisis en la periferia de la zona del euro, de conformidad con los compromisos acordados en la cumbre de la UE celebrada en julio. En las economías de Europa central y oriental, el crecimiento se desacelerará del 4¼% en 2011 a alrededor del 2¾% en 2012, al moderarse la demanda interna y externa.

La evolución económica variará mucho de un país a otro de la región:

- Unas pocas economías están operando a tasas cercanas a los promedios registrados antes de la crisis, con un exceso de capacidad escaso o nulo (por ejemplo, Alemania, Dinamarca, los Países Bajos, Polonia, Suecia, Suiza, Turquía), y en algunos casos las tasas de desempleo se mantienen en niveles similares o inferiores a los registrados antes de la crisis. Estas economías evitaron los grandes desequilibrios observados antes de la crisis y se han beneficiado de un

Gráfico 2.6. Europa: Un desempeño desigual y riesgos elevados¹

El desempeño económico de Europa ha sido desequilibrado. En muchas economías del núcleo de la zona del euro y en las economías emergentes de Europa el crecimiento ha sido más vigoroso que en la periferia de la zona del euro. No obstante, las presiones de contagio derivadas del deterioro de la situación en este último grupo son un motivo de creciente preocupación y es preciso contenerlas para garantizar la estabilidad mundial y regional. Los planes actuales de consolidación fiscal ayudarían a reducir los desequilibrios externos dentro de la zona del euro.



Fuentes: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Zona del euro (ZE): Alemania (DEU), Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España (ESP), Estonia, Finlandia, Francia (FRA), Grecia, Irlanda, Italia (ITA), Luxemburgo, Malta, los Países Bajos, Portugal y la República Eslovaca. Europa central y oriental: Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Montenegro, Polonia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Rumanía, Serbia y Turquía. Los agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.
²Zona del euro 3: Grecia, Irlanda y Portugal. Otras economías avanzadas de Europa comprende los países de esta zona que no forman parte de la zona del euro 3 y Dinamarca, Islandia, Portugal, Suecia, Suiza, el Reino Unido (RU) y la República Checa. Europa central y oriental no incluye Kosovo debido a las limitaciones en los datos.
³Otros ZE: Austria, Bélgica, Irlanda, Portugal y los Países Bajos. Japón (JPN) y Estados Unidos (EE.UU.).
⁴Superávit de la CC: Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Irlanda, Luxemburgo y los Países Bajos.

fuerte repunte de la manufactura a nivel mundial. Sin embargo, Turquía está experimentando una gran expansión, impulsada en gran medida por la aplicación de políticas excesivamente laxas.

- Las tasas de algunas economías se mantienen claramente por debajo de los niveles registrados antes de la crisis como consecuencia de los fuertes ajustes económicos en el contexto de las crisis financieras. Estas economías comprenden los países de la periferia de la zona del euro que siguen viéndose afectados por profundas crisis de deuda soberana (Grecia, Irlanda, Portugal), con recesiones paralelas o crecimiento frágil. Otras se están recuperando de las crisis recientes y al mismo tiempo están haciendo frente a diversos desafíos, como por ejemplo, a sistemas bancarios débiles y/o a altos niveles de desempleo (Islandia, Letonia). Estas economías deben seguir avanzando con firmeza en el ajuste de sus balances, lo que probablemente mantendrá el producto por debajo de su capacidad durante cierto tiempo.
- El resto de la región incluye una amplia gama de economías, la mayoría de las cuales probablemente crecerán a tasas promedio inferiores a las registradas antes de la crisis. Unas pocas se ven afectadas por el contagio de la periferia de la zona del euro y están experimentando una mayor volatilidad en los mercados y aumentos de los diferenciales de sus bonos (España, Italia), mientras que otras se ven menos afectadas. En este último grupo, se proyecta que algunas de ellas experimentarán un crecimiento relativamente sólido (Bulgaria, Serbia) y otras seguirán enfrentándose a dificultades (Croacia, Reino Unido).

Se prevé que la presión inflacionaria se mantendrá bien contenida, suponiendo que los precios de las materias primas se reducirán. Se prevé una caída de la inflación en la zona del euro de 2½% en 2011 a alrededor de 1½% en 2012. En las economías de Europa central y oriental, se prevé que la disminución será del 5¼% en 2011 al 4½% en 2012.

En un entorno muy incierto caracterizado por la tensión proveniente de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, los riesgos para el crecimiento son principalmente a la baja. Una preocupación fundamental es si la inversión empujará la recuperación, especialmente a medida que los mayores diferenciales de la deuda

soberana y de los bancos en varios miembros de la zona del euro acaben trasladándose a los costos de financiamiento de las empresas. Además, si la crisis de la deuda en la periferia sigue propagándose a las economías que conforman el núcleo de la zona del euro, pueden producirse perturbaciones que afectarán significativamente a la estabilidad financiera mundial⁶. Aunque el comercio exterior directo y la exposición financiera de las economías de Europa central y oriental con la periferia de la zona del euro son limitados, la propagación de los problemas de deuda soberana y del sector financiero al núcleo de la zona del euro dañaría el crecimiento en las economías emergentes de Europa, dadas las estrechas vinculaciones económicas y financieras. Los riesgos externos también apuntan a la baja y están relacionados con los efectos de contagio negativos derivados de una desaceleración de la trayectoria del crecimiento en Estados Unidos y del colapso de la confianza del mercado en la política fiscal estadounidense —lo que daría lugar a una fuerte contracción de los flujos de capital— o del repunte de los precios de las materias primas.

En general, las políticas fiscales adoptadas por las economías de la zona del euro son adecuadas tal como están planificadas actualmente, aunque la aplicación de reformas adicionales de los programas de prestaciones sociales ayudaría a crear más margen para la política económica. Las medidas anunciadas recientemente por varios países para mantener una orientación fiscal aún más restrictiva y/o adelantar algunas medidas son positivas y deberán implementarse tal como se anunciaron. No obstante, algunos países deberán identificar las medidas que utilizarán para alcanzar sus metas fiscales a mediano plazo (España y Francia). En algunas economías europeas (por ejemplo, Alemania, los Países Bajos, Suecia), las perspectivas fiscales más sólidas proporcionan margen para permitir que los estabilizadores automáticos operen plenamente para hacer frente a sorpresas en el ámbito del crecimiento. Si la actividad no llegara a alcanzar las expectativas actuales, los países que se enfrentan a rendimientos históricamente bajos también deberán considerar la posibilidad de aplazar parte del ajuste planeado (Alemania, Reino Unido). En aquellas economías en que la recuperación ya se ha afianzado (por ejemplo, Polonia, Turquía),

⁶Véanse FMI (2011a y 2011e).

es necesario intensificar la consolidación fiscal para reforzar las cuentas fiscales y generar margen de manobra fiscal en caso de que se produzca un cambio de dirección duradero de los flujos de capital, y también para evitar un aumento de la presión inflacionaria. En toda la región, la consolidación fiscal debería respaldarse mediante medidas estructurales para reforzar las perspectivas de crecimiento.

En la zona del euro, dados la débil recuperación, la reducción de la presión inflacionaria y, en general, el entorno económico y financiero muy incierto, el BCE debería reducir la tasa de interés de política si persisten los riesgos a la baja para el crecimiento y la inflación. Además, el BCE debería seguir ofreciendo apoyo no convencional para contener la volatilidad en los mercados al menos hasta la implementación de los compromisos contraídos en la cumbre de la UE celebrada en julio. En otras economías de la región, incluidas la mayor parte de las economías de Europa central y oriental, la contracción monetaria podría ser más gradual dado el debilitamiento significativo del entorno económico.

El fortalecimiento del sistema financiero sigue siendo la principal prioridad. Los esfuerzos para aumentar el capital de fuentes privadas con miras a subsanar las deficiencias identificadas durante las recientes pruebas de resistencia deberán avanzar inmediatamente y ser más ambiciosos de lo que los supervisores consideraron necesario. El objetivo debería ser elevar el capital de los bancos más allá de los mínimos establecidos en Basilea III y mucho antes de lo previsto en el calendario de Basilea III, permitiendo al mismo tiempo cierto grado de flexibilidad en el uso de los instrumentos macroprudenciales para abordar los riesgos sistémicos y financieros específicos de cada país. Dada la mayor vulnerabilidad de los bancos de la zona del euro a los mercados de financiamiento mayoristas potencialmente deteriorados, deberán adoptarse cuanto antes los compromisos contraídos en la cumbre de la UE celebrada en julio implementando plenamente el mandato ampliado de la FEEF a través de la compra de títulos en los mercados secundarios y apoyo a la capitalización bancaria. En las economías de Europa central y oriental afectadas por la crisis, los sistemas bancarios se están estabilizando de manera gradual, pero persiste la vulnerabilidad del sector financiero en aquellos mercados en que la calidad y rentabilidad siguen siendo bajas.

En estos casos, se justifica retirar de manera más lenta las medidas de apoyo relacionadas con la crisis a medida que el sector bancario se recupera. En otros casos, incluidos aquellos que hasta hace poco experimentaron un sólido crecimiento del crédito impulsado por los flujos de capital, la supervisión financiera deberá mantenerse atenta a un posible debilitamiento de la estabilidad del sistema bancario como consecuencia del posible agotamiento del financiamiento mayorista o al deterioro de la calidad de los activos.

El desafío fundamental de política económica, además de contener la crisis, es avanzar en la integración europea. El fortalecimiento de los marcos de gobernanza europeos es esencial para alinear las políticas fiscales y limitar los desequilibrios externos. El establecimiento de mercados de trabajo y de productos y servicios más integrados y flexibles facilitaría el ajuste necesario para hacer frente a los shocks. Esto es particularmente importante para el sector financiero, que necesita de manera urgente un marco de estabilidad financiera verdaderamente integrado, que se base en un código normativo único, una supervisión integrada y la distribución de la carga. Estas medidas ofrecen la mejor perspectiva para aumentar la capacidad de resistencia ante futuros shocks. Se han logrado importantes avances en el establecimiento de un marco para compartir el riesgo soberano en la zona del euro⁷. El desafío consiste en garantizar que todo apoyo desembolsado a través de este marco esté condicionado al establecimiento de acuerdos que fomenten un ajuste sostenido orientado a mejorar las posiciones fiscales y externas. Y lo que es más importante, la mayor distribución del riesgo deberá ir acompañada por un aumento de la distribución de la responsabilidad de las políticas macroeconómicas y financieras. Los países deben estar preparados para sacrificar cierto grado de autonomía política por el bien común de Europa.

Se ha progresado en el restablecimiento del equilibrio externo en la zona del euro, debido principalmente al bajo crecimiento de la demanda interna. Sin embargo, los déficits en cuenta corriente de los países de la periferia de la zona del euro golpeados por la crisis se han contraído mucho menos que los de algunas economías de Europa central y oriental durante las

⁷ En la edición de septiembre de 2011 de *Monitor Fiscal* se describen algunas reformas institucionales importantes en otras economías europeas.

crisis de 2008–09 (Letonia, Lituania). En los primeros, la afluencia de capitales privados ha sido sustituida en gran medida por el financiamiento oficial y del BCE. En estas últimas, el cambio de sentido de los flujos de capitales llevó a un fuerte ajuste de los déficits en cuenta corriente, que ahora se están corrigiendo de manera gradual. Por lo tanto, en la periferia de la zona del euro, el restablecimiento del equilibrio deberá continuar durante cierto tiempo mediante la aplicación de programas de ajuste interno y el débil crecimiento resultante fomentará la moderación y reestructuración salariales. En este sentido, la naturaleza actual de los planes fiscales de la zona del euro —basados en menos ajuste en las economías con superávits y más en las economías con déficits, incluido el uso de medidas permanentes en lugar de limitarse a poner fin al estímulo— respalda una nueva contracción de los desequilibrios de la cuenta corriente dentro de la zona del euro. En muchas otras economías emergentes de Europa (por ejemplo, Turquía), la contracción fiscal seguirá siendo clave para reducir los riesgos de un ajuste profundo e imprevisto de la cuenta corriente en el futuro.

Comunidad de Estados Independientes: Crecimiento moderado

La recuperación en la región de la CEI se está afianzando incluso en un contexto en que el continuo desapalancamiento de los hogares y el sector financiero sigue frenando la actividad económica. El crecimiento se ha visto respaldado hasta el momento por los elevados precios de las materias primas, pero se han intensificado los riesgos a la baja al desacelerarse la actividad económica mundial. Como en otras economías emergentes y en desarrollo, los esfuerzos deberán centrarse en recomponer el espacio de política fiscal y mantener la inflación bajo control. También es necesario aplicar importantes reformas para mejorar el clima empresarial, desarrollar los sistemas financieros y establecer instituciones sólidas para aumentar el potencial de crecimiento de la región.

Dados los altos precios de las materias primas hasta el momento, el crecimiento en la región de la CEI ha seguido recuperándose, aunque de manera moderada en comparación con las tasas de expansión registradas antes de la crisis (gráfico 2.7). La demanda privada

Gráfico 2.7. Comunidad de Estados Independientes: Crecimiento actual frente al promedio registrado antes de la crisis

(Diferencia en puntos porcentuales de las tasas anuales compuestas de variación entre 2011–12 y 2000–07)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Incluye Georgia y Mongolia.

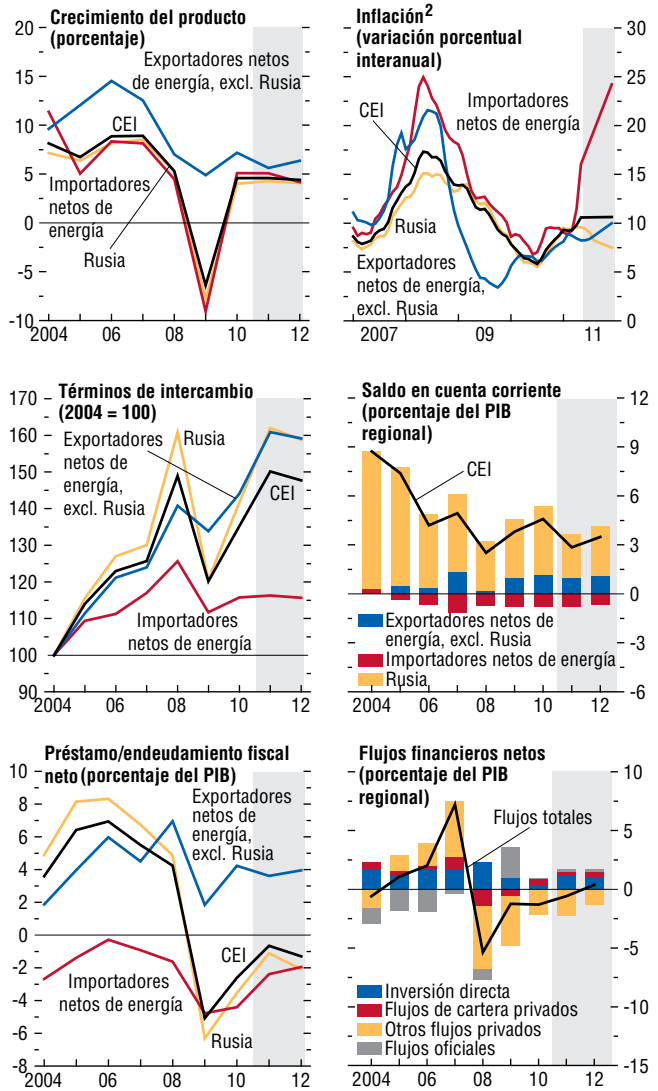
sigue siendo baja en las economías con sistemas financieros débiles y en proceso de desapalancamiento. Además, las remesas y los flujos de capitales se encuentran muy por debajo de los niveles registrados en el período anterior a la crisis, cuando muchas economías de la región se enfrentaban a crecientes presiones de sobrecalentamiento. La desaceleración económica mundial y el aumento de la aversión de los inversionistas al riesgo supondrán un desafío para la región dado que generarán un entorno de financiamiento externo más limitado.

Se proyecta un crecimiento promedio de 4½% en 2011–12 (gráfico 2.8, cuadro 2.3). Sin embargo, las perspectivas varían considerablemente de un país a otro de la región:

- En Rusia, se proyecta que el crecimiento alcanzará el 4¼% aproximadamente en 2011–12. Las perspectivas muestran que los precios del petróleo, aunque se mantienen altos, serán más bajos que los indicados en la actualización de junio de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. Además, los flujos de capitales —que impulsaron el crédito, la demanda privada y el crecimiento antes de la crisis— aún no han vuelto debido a que los inversionistas siguen preocupados por la incertidumbre política en el período previo a las elecciones presidenciales y el clima de negocios poco favorable.
- En la mayoría de las demás economías exportadoras de energía también se proyecta una moderación del crecimiento, dado que los precios de la energía disminuirán ligeramente en 2012. No obstante, en Azerbaiyán, el trastorno de la producción petrolera relacionado con el mantenimiento dará lugar a una fuerte desaceleración del crecimiento en 2011 —a pesar de la aceleración del crecimiento del PIB no petrolero, como reflejo del considerable presupuesto suplementario aprobado en mayo— seguida de un repunte el próximo año. En general, se prevé que el crecimiento del producto petrolero se reducirá a mediano plazo dado que los yacimientos existentes se acercan a su capacidad. En Kazajstán, se prevé que el aumento de la producción petrolera será menor que en años anteriores. También se prevé que el crecimiento del PIB no petrolero sea más moderado tras el fuerte repunte en 2010 en Kazajstán, así como en Turkmenistán.

Gráfico 2.8. Comunidad de Estados Independientes (CEI): Una recuperación gradual¹

La recuperación en la región de la CEI se está afianzando, impulsada por el ritmo vigoroso de las exportaciones y el repunte de la actividad en Rusia. Los elevados precios de las materias primas han ayudado a reforzar los saldos fiscales y externos. No obstante, la prioridad es retirar las políticas procíclicas, crear espacio para futuras políticas contracíclicas y mejorar la capacidad de resistencia de la región a futuros shocks.



Fuentes: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Exportadores netos de energía: Azerbaiyán, Kazajstán, Rusia, Turkmenistán y Uzbekistán. Importadores netos de energía: Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, Mongolia, la República Kirguisa, Tayikistán y Ucrania. Los agregados correspondientes a la economía externa son sumatorias de los datos individuales de los países. Los demás agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.

²Debido a las limitaciones de datos, Turkmenistán y Uzbekistán no se incluyen en el grupo de exportadores netos de energía, excluido Rusia.

Cuadro 2.3. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en la Comunidad de Estados Independientes

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Comunidad de Estados Independientes (CEI)⁴	4,6	4,6	4,4	7,2	10,3	8,7	3,8	4,6	2,9	...	...	...
Rusia	4,0	4,3	4,1	6,9	8,9	7,3	4,8	5,5	3,5	7,5	7,3	7,1
Ucrania	4,2	4,7	4,8	9,4	9,3	9,1	-2,1	-3,9	-5,3	8,1	7,8	7,4
Kazajstán	7,3	6,5	5,6	7,4	8,9	7,9	2,9	5,9	4,6	5,8	5,7	5,6
Belarús	7,6	5,0	1,2	7,7	41,0	35,5	-15,5	-13,4	-9,9	0,7	0,7	0,7
Azerbaiyán	5,0	0,2	7,1	5,7	9,3	10,3	27,7	22,7	19,3	6,0	6,0	6,0
Turkmenistán	9,2	9,9	7,2	4,4	6,1	7,2	-11,7	-2,9	-2,6	...	...	...
Mongolia	6,4	11,5	11,8	10,2	10,2	14,3	-14,9	-15,0	-10,5	3,3	3,0	3,0
Países de bajo ingreso de la CEI	6,5	6,5	6,2	8,3	12,3	9,4	-0,7	-0,7	-0,7	...	...	...
Uzbekistán	8,5	7,1	7,0	9,4	13,1	11,8	6,7	8,0	7,4	0,2	0,2	0,2
Georgia	6,4	5,5	5,2	7,1	9,6	5,0	-9,6	-10,8	-9,2	16,3	16,2	16,0
Armenia	2,1	4,6	4,3	7,3	8,8	3,3	-13,9	-11,7	-10,7	7,0	7,0	7,0
Tayikistán	6,5	6,0	6,0	6,5	13,6	10,0	2,1	-3,6	-6,7	...	...	...
República Kirguisa	-1,4	7,0	6,0	7,8	19,1	9,4	-7,2	-7,7	-7,6	9,3	8,4	8,3
Moldova	6,9	7,0	4,5	7,4	7,9	7,8	-8,3	-9,9	-10,3	7,4	7,3	7,0
<i>Partidas informativas</i>												
Exportadores netos de energía ⁵	4,5	4,5	4,4	6,9	9,0	7,6	5,2	6,0	4,1	...	...	...
Excluido Rusia	7,2	5,6	6,4	7,2	9,6	9,2	7,5	9,2	7,8	...	...	...
Importadores netos de energía ⁶	5,1	5,1	4,2	8,7	16,8	14,7	-6,5	-7,1	-7,0	...	...	...

¹La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales del desempleo pueden variar.

⁴Georgia y Mongolia, que no pertenecen a la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitud de estructura económica.

⁵Los exportadores netos de energía comprenden Azerbaiyán, Kazajstán, Rusia, Turkmenistán y Uzbekistán.

⁶Los importadores netos de energía comprenden Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, Mongolia, la República Kirguisa, Tayikistán y Ucrania.

- Se prevé que las economías importadoras de energía crecerán, en promedio, aproximadamente al mismo ritmo que en 2010. Sin embargo, varios factores idiosincrásicos elevarán el crecimiento en algunas de estas economías: la recuperación después de la mala cosecha del año pasado en Armenia y el repunte en la República Kirguisa después de la contracción causada por los anteriores disturbios civiles y la turbulencia política. En cambio, en Belarús se prevé una fuerte desaceleración a medida que la demanda interna se contraiga debido a la crisis cambiaria y a un cambio de sentido de los flujos de capitales.

El nivel general de inflación ha comenzado a repuntar y se proyecta que alcanzará tasas de dos dígitos en varias economías de la región. Esto refleja principalmente el fuerte repunte de los precios de las materias primas en el primer semestre del año y la elevada proporción que representan los alimentos en las canastas

de consumo, pero en algunos casos, también se debe a presiones de demanda recientes o actuales (Azerbaiyán, Belarús, República Kirguisa, Uzbekistán).

La región de la CEI es particularmente vulnerable a los efectos de contagio del resto del mundo, como lo demuestra el colapso económico ocurrido durante la crisis financiera mundial. Los precios de las materias primas determinan en gran medida los resultados económicos de la mayoría de las grandes economías de la región, mientras que el financiamiento externo ha sido esencial para el crecimiento de la inversión y el consumo. A su vez, el desempeño de estas economías, particularmente de Rusia, tiene importantes repercusiones para muchas otras economías de la región, en particular a través de las remesas de trabajadores⁸.

⁸Véase la edición de abril de 2011 de *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*

En este contexto, los riesgos netos a la baja para las perspectivas han aumentado. Del lado positivo, los exportadores de energía se beneficiarán de un nuevo aumento de los precios del petróleo, y los mayores costos de importación para los países importadores de energía se mitigarán en cierta medida por el aumento de las remesas provenientes de Rusia. En cambio, una desaceleración mundial más profunda reduciría aún más los precios de las materias primas, empañando las perspectivas para la región. Además, con el aumento de la aversión mundial al riesgo, los flujos de capitales podrían mantenerse alejados de estas economías durante más tiempo del previsto, lo que afectaría al crecimiento regional. Por último, el entorno sociopolítico de la región, caracterizado por persistentes tensiones y conflictos pendientes, sigue siendo una fuente de riesgos, los cuales se ven exacerbados por los posibles efectos de contagio derivados de la situación en la región de OMNA.

Ha llegado el momento para la región de la CEI de poner fin a las políticas procíclicas y aprovechar las reformas estructurales para aumentar su capacidad de resistencia a futuros shocks. Varios países han comenzado a elevar las tasas de interés para contener las presiones de precios (por ejemplo, Azerbaiyán, la República Kirguisa, Rusia) y a reforzar los requisitos de reservas y de liquidez. Sin embargo, dada la mayor incertidumbre de las perspectivas mundiales, el ritmo de contracción monetaria podría ser más lento en las economías en que las presiones de sobrecalentamiento se mantienen bien contenidas. En este contexto, una mayor transparencia de la política monetaria —comunicando con mayor claridad la evolución y los objetivos de inflación— también ayudará a anclar las expectativas.

Para garantizar la estabilidad macroeconómica y lograr un crecimiento sostenido y equilibrado en la región es esencial establecer una orientación fiscal prudente. Para asegurar su duración, la consolidación debe estar respaldada por sólidos marcos fiscales y reformas estructurales fundamentales, incluidas las pensiones, la atención de la salud y la protección social. Para los países exportadores de energía, el desafío consistirá en resistir a la presión de aumentar el gasto mientras exista amplio margen de política fiscal y mejorar la eficiencia del gasto público. Los países importadores de energía deberían comenzar a recomponer los márgenes de maniobra fiscal agotados durante la crisis para poder atender las posibles necesidades futuras y garantizar

la sostenibilidad fiscal a mediano plazo (por ejemplo, República Kirguisa, Tayikistán).

También es necesario adoptar medidas para restablecer la solidez del sistema financiero. En Rusia, el sistema financiero sigue siendo frágil debido a la gran proporción de activos en mora y el provisionamiento inadecuado. Deben subsanarse las lagunas reglamentarias, entre otras formas, mejorando la autoridad del banco central para llevar a cabo una supervisión efectiva. En otras economías (por ejemplo, Kazajstán, la República Kirguisa, Tayikistán, Ucrania), los balances problemáticos siguen afectando al crecimiento del crédito y a la intermediación eficiente de los recursos. El fortalecimiento de las prácticas de gestión del riesgo, las reformas del sistema jurídico y regulatorio para mejorar la recuperación de las garantías y aumentar la competencia bancaria, y la eliminación del crédito dirigido evitarán que estos problemas vuelvan a ocurrir en el futuro.

Estos desafíos económicos inmediatos no deben llevar a la región a apartar la mira de sus objetivos a más largo plazo de reducir la vulnerabilidad externa y elevar el crecimiento potencial a través de una estructura de desarrollo económico más diversificada. La mejora del clima empresarial, el fortalecimiento del papel del sector privado, el mayor desarrollo del sector financiero y el establecimiento de instituciones más sólidas son medidas clave para alcanzar dichos objetivos. Estas medidas también contribuirán a aumentar el potencial de exportación de la región y a mejorar las balanzas de pagos —independientemente de los precios de las materias primas— y ayudarán a atraer fuentes más duraderas de financiamiento externo y flujos de capitales.

Asia: Asegurar una expansión más equilibrada

La trayectoria económica de Asia durante la crisis y la recuperación ha sido envidiable. El crecimiento sigue siendo vigoroso, aunque se está moderando dados la aparición de limitaciones de capacidad y el debilitamiento de la demanda externa. Las corrientes desfavorables provocadas por la desaceleración de la actividad en las principales economías avanzadas sugieren que en algunas economías se podría justificar una pausa en el ciclo de contracción de la política económica y subrayan la importancia de reequilibrar el crecimiento hacia fuentes internas. La mayor flexibilidad del tipo de cambio debe ser un instrumento clave de política para gran parte de la región a fin de

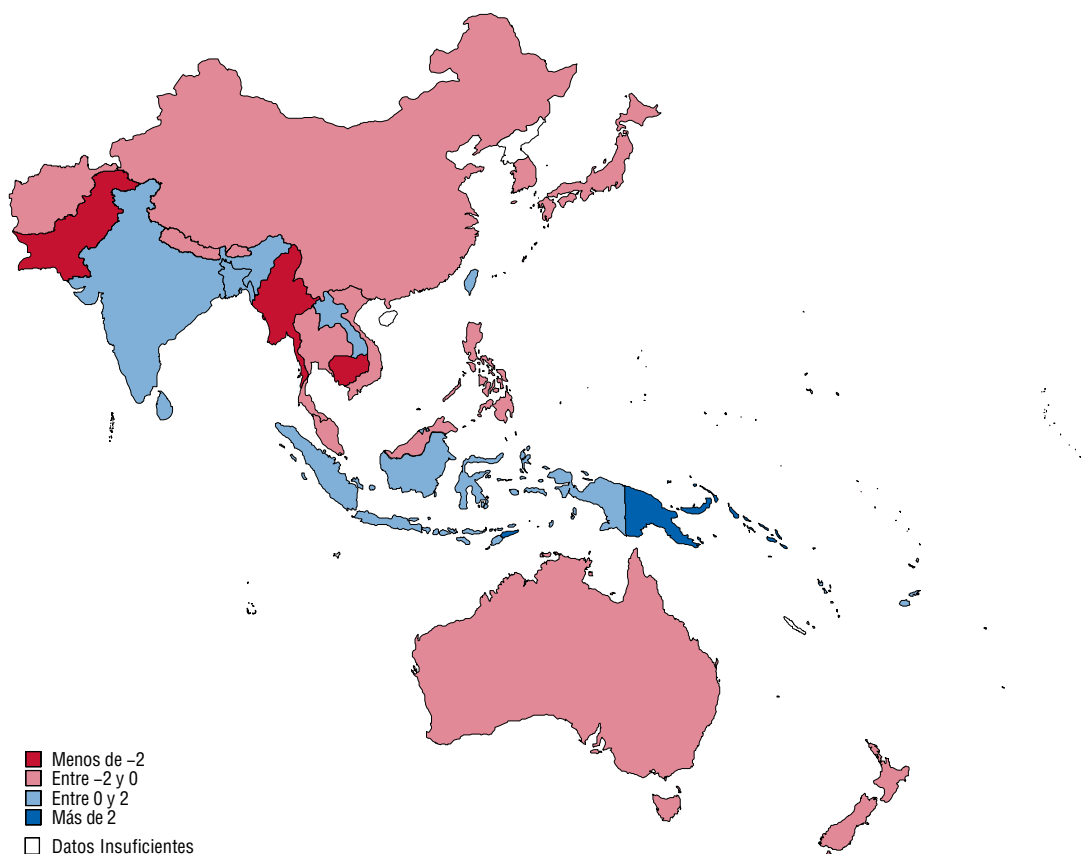
aliviar las presiones de precios sobre los mercados de bienes y de activos, y —junto con las reformas estructurales— fomentar un crecimiento más equilibrado en las economías con persistentes superávits en cuenta corriente.

La actividad en Asia se mantuvo firme pero se moderó ligeramente en el primer semestre de 2011, debido a las perturbaciones temporales de las cadenas mundiales de suministros causadas por el terremoto y el tsunami de Japón, especialmente en el sector automotriz y de artículos electrónicos. Algunas economías emergentes de Asia también experimentaron una desaceleración de las exportaciones, aunque la demanda interna sigue estando respaldada por políticas relativamente laxas, un vigoroso crecimiento del crédito y de los precios de los activos en el primer semestre del año, la firme confianza

de los consumidores y las empresas, y sólidos mercados de trabajo. Además, los flujos de capitales han sido considerables hasta hace poco, aunque más volátiles en 2011. La actividad en las economías avanzadas de Asia también se recuperó de manera bastante enérgica después del revés inicial causado por las catástrofes naturales. Sin embargo, la reciente volatilidad en los mercados financieros de Estados Unidos y la zona del euro también sacudió a muchos mercados de acciones de Asia, y si esta se prolonga, podría afectar a las perspectivas económicas de las economías de la región.

Se proyecta que el crecimiento se desacelerará pero seguirá siendo sólido y autosostenido, suponiendo que las tensiones financieras mundiales no se intensifiquen (gráficos 2.9–2.10; cuadro 2.4). Con respecto a las economías emergentes de Asia, aunque

Gráfico 2.9. Asia: Crecimiento actual frente al promedio registrado antes de la crisis
(Diferencia en puntos porcentuales de las tasas anuales compuestas de variación entre 2011–12 y 2000–07)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Debido a las limitaciones de datos, los datos sobre la República Islámica del Afganistán corresponden al diferencial de crecimiento entre el promedio de 2011–12 y de 2003–07, y los datos sobre Tuvalu al diferencial de crecimiento entre el promedio de 2011–12 y de 2001–07.

Cuadro 2.4. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Asia
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
Asia	8,2	6,2	6,6	4,1	5,3	4,0	3,3	2,9	2,9	...	...	...
Economías avanzadas	5,4	1,7	3,3	0,8	1,6	1,3	3,3	2,5	2,3	4,8	4,4	4,4
Japón	4,0	-0,5	2,3	-0,7	-0,4	-0,5	3,6	2,5	2,8	5,1	4,9	4,8
Australia	2,7	1,8	3,3	2,8	3,5	3,3	-2,7	-2,2	-4,7	5,2	5,0	4,8
Nueva Zelanda	1,7	2,0	3,8	2,3	4,4	2,7	-4,1	-3,9	-5,6	6,5	6,4	5,6
Economías asiáticas recientemente industrializadas	8,4	4,7	4,5	2,3	3,7	3,1	7,0	6,4	6,1	4,1	3,5	3,5
Corea ⁴	6,2	3,9	4,4	3,0	4,5	3,5	2,8	1,5	1,4	3,7	3,3	3,3
Taiwan, provincia china de	10,9	5,2	5,0	1,0	1,8	1,8	9,3	11,0	11,0	5,2	4,3	4,2
Hong Kong, RAE de	7,0	6,0	4,3	2,3	5,5	4,5	6,2	5,4	5,5	4,3	3,6	3,7
Singapur	14,5	5,3	4,3	2,8	3,7	2,9	22,2	19,8	18,5	2,2	2,3	2,3
Economías en desarrollo	9,5	8,2	8,0	5,7	7,0	5,1	3,3	3,3	3,4	...	...	...
China	10,3	9,5	9,0	3,3	5,5	3,3	5,2	5,2	5,6	4,1	4,0	4,0
India	10,1	7,8	7,5	12,0	10,6	8,6	-2,6	-2,2	-2,2	...	...	...
ASEAN-5	6,9	5,3	5,6	4,4	6,1	5,6	3,3	2,5	1,6	...	...	...
Indonesia	6,1	6,4	6,3	5,1	5,7	6,5	0,8	0,2	-0,4	7,1	6,8	6,6
Tailandia	7,8	3,5	4,8	3,3	4,0	4,1	4,6	4,8	2,5	1,0	1,2	1,2
Malasia	7,2	5,2	5,1	1,7	3,2	2,5	11,5	11,3	10,8	3,3	3,2	3,1
Filipinas	7,6	4,7	4,9	3,8	4,5	4,1	4,2	1,7	1,3	7,2	7,2	7,2
Vietnam	6,8	5,8	6,3	9,2	18,8	12,1	-3,8	-4,7	-3,8	5,0	5,0	5,0
Otras economías en desarrollo⁵	5,2	4,6	5,0	9,1	10,9	9,5	-0,4	-0,1	-1,3	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia ⁶	9,3	7,7	7,5	5,2	6,6	4,9	3,9	3,8	3,8	...	...	...

¹Los movimientos de los precios al consumidor se indican como promedios anuales. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Pronóstico del crecimiento del PIB anual de 2011 al 5 de septiembre de 2011. La reciente revisión de los datos del PIB del segundo trimestre implicaría una revisión del pronóstico del crecimiento del PIB anual de 2011 al 4%.

⁵Las otras economías en desarrollo de Asia comprenden Bangladesh, Bhután, Brunei Darussalam, Camboya, Fiji, Islas Salomón, Kiribati, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papua Nueva Guinea, la República Democrática Popular Lao, la República Islámica de Afganistán, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu y Vanuatu.

⁶Las economías emergentes de Asia comprenden todas las economías en desarrollo de Asia y las economías asiáticas recientemente industrializadas.

la desaceleración en Estados Unidos y la zona del euro debilitará la demanda externa, se prevé que la demanda interna siga respaldando el crecimiento. En los países avanzados de Asia, la actividad económica se verá impulsada por la inversión en reconstrucción.

La naturaleza de la expansión y los motores del crecimiento variarán considerablemente de un país a otro de la región:

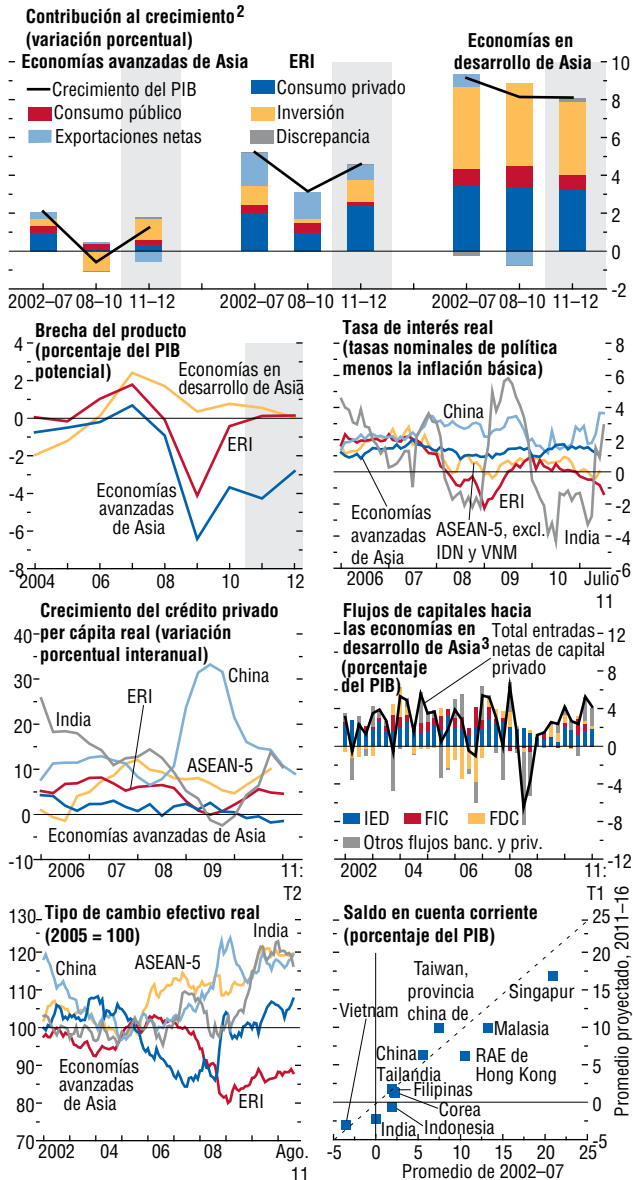
- En China, el crecimiento será, en promedio, de 9%–9½% en 2011–12, menos del promedio de 10½% en 2000–07, dado que la continua aplicación de políticas más restrictivas y una contribución menor de la demanda externa neta moderan la actividad. El crecimiento de la inversión se ha desacelerado al retirarse las medidas de estímulo fiscal,

pero sigue siendo el principal motor del crecimiento. Aunque persiste la presión inflacionaria, los esfuerzos por retirar las medidas de estímulo del crédito —mediante límites administrativos sobre el crecimiento del crédito, tasas de interés más elevadas y requisitos de encaje legal más estrictos— y controlar la inflación de los precios inmobiliarios —mediante límites a la relación préstamo-valor del crédito hipotecario y restricciones a la compra de múltiples casas— han ido ganando terreno: la inflación de los precios inmobiliarios y el crecimiento del crédito se han moderado con respecto a los recientes niveles récord.

- En India, se proyecta un crecimiento promedio de 7½%–7¾% en 2011–12. Se prevé que la actividad estará impulsada por el consumo privado.

Gráfico 2.10. Asia: Un punto positivo en la economía mundial¹

Se prevé que el crecimiento continúe siendo vigoroso y que el debilitamiento de la demanda externa se vea compensado por la demanda interna aún sólida. No obstante, el avance hacia el reequilibrio externo necesario para reforzar de manera duradera el papel de la demanda interna en el crecimiento ha sido limitado. Las monedas se han apreciado a un ritmo más lento en las economías con superávits en cuenta corriente que en el resto, y se prevé que estos superávits sigan siendo considerables o que aumenten a mediano plazo.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Economías avanzadas de Asia: Australia, Japón y Nueva Zelanda; economías asiáticas recientemente industrializadas (ERI): Corea, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Singapur; economías en desarrollo de Asia: resto de Asia; ASEAN-5: Filipinas, Indonesia (IND), Malasia, Tailandia y Vietnam (VNM). Los agregados correspondientes a la economía externa son sumatorias de los datos individuales de los países. Los demás agregados se calculan en función de las ponderaciones de la paridad de poder adquisitivo.

² Se excluye a Bhután, Brunei Darussalam, Kiribati, Maldivas, la República Democrática Popular Lao, la República de Fiji, Samoa, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu y Vanuatu, debido a limitaciones de datos.

³ IED: inversión extranjera directa; FIC: flujos de inversión de cartera; FDC: flujos de deuda de cartera.

También se prevé que la inversión seguirá siendo poco dinámica, debido, en parte, a los recientes problemas relacionados con la estructura de gobierno corporativo y los efectos de arrastre negativos derivados de la incertidumbre que se cierne de nuevo sobre la economía mundial y al entorno menos favorable del financiamiento externo. Un desafío clave para las autoridades de política económica será reducir la inflación, que se mantiene a un nivel cercano a los dos dígitos y afecta en general a todos los sectores. A pesar de la aplicación de políticas restrictivas, las tasas de interés reales son mucho más bajas que los promedios registrados antes de la crisis y el crecimiento del crédito sigue siendo vigoroso.

- En las economías asiáticas recientemente industrializadas (ERI), se espera que el crecimiento disminuya de casi el 8½% en 2010 a un nivel ligeramente superior a 4½% en 2011–12 a medida que la actividad se modere para cerrar las brechas positivas del producto. Se proyecta que la contribución de las exportaciones netas seguirá siendo positiva, en parte debido a la apreciación limitada de los tipos de cambio efectivos reales a pesar de los superávits sostenidos en cuenta corriente.
- Según las proyecciones, el crecimiento a corto plazo en la ASEAN-5⁹ será, en promedio, de 5½%, impulsado por la demanda interna —en particular, el ritmo vigoroso de la inversión— que contrarrestará la desaceleración del dinamismo de las exportaciones. Aunque los precios de las materias primas seguirán respaldando la actividad, estos proporcionarán un impulso menos importante al crecimiento de los países exportadores de materias primas (Indonesia, Malasia).
- En Japón, las limitaciones de la oferta desde el terremoto y el tsunami de marzo se han moderado, la confianza ha repuntado y la actividad está comenzando a recuperarse. Se prevé que la economía se contraiga ½% este año, pero se proyecta que el crecimiento alcanzará 2¼% en 2012, y que la actividad repuntará con fuerza impulsada por la inversión en reconstrucción.

⁹ La Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) comprende Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

- Las recientes catástrofes naturales desaceleraron el crecimiento solo temporalmente en Australia y, a pesar de los recientes terremotos, la recuperación en Nueva Zelanda está cobrando fuerza, respaldada por los términos de intercambio favorables y los efectos comerciales positivos que benefician a la región. Se proyecta un repunte del crecimiento del 1¾% en 2011 al 3¾% en 2012 en Australia y del 2% al 3¾% en Nueva Zelanda.

Según las proyecciones, el nivel general de inflación en Asia se mantendrá, en promedio, en el 5¼% en 2011, antes de disminuir al 4% en 2012, suponiendo que los precios de las materias primas permanezcan estables. Sin embargo, las presiones inflacionarias varían de un país a otro de la región y son más elevadas en las economías con un fuerte crecimiento sostenido del crédito, brechas positivas del producto y/o políticas relativamente laxas (por ejemplo, Corea, India, Vietnam). En estas economías, los riesgos de inflación siguen apuntando al alza. En el resto de la región, los riesgos están más equilibrados. En Japón, se prevé que los precios se mantendrán estables, en términos generales, con una inflación escasa o nula. Los precios inmobiliarios también han seguido aumentando (China, las ERI), aunque gracias al uso de una amplia gama de medidas macroprudenciales, el ritmo ha comenzado a moderarse en muchas economías.

Como en otras regiones, los riesgos en torno a las perspectivas apuntan a la baja, debido principalmente al deterioro del entorno externo. Los riesgos al alza relacionados con el persistente apoyo de las políticas laxas se ven ampliamente compensados por los efectos potencialmente más negativos de la demanda externa, la posible presión de los precios de las materias primas y los persistentes shocks financieros de Estados Unidos y la zona del euro que amenazan con afectar a la demanda interna y la estabilidad financiera regional. En cambio, si los riesgos al alza para la inflación se materializan, las autoridades podrían verse obligadas a endurecer considerablemente sus políticas y provocar un aterrizaje brusco. Dada la creciente importancia sistémica de Asia, una profunda desaceleración de la actividad en algunas economías clave de Asia podría frenar la actividad mundial y regional a través de los canales comerciales estándar, la caída de la demanda de materias primas y de sus

precios o los efectos sobre la confianza¹⁰. En Japón, además de los riesgos externos negativos derivados de la demanda externa deprimida y la presión potencialmente sostenida a la apreciación del tipo de cambio generada por la entrada de capitales en búsqueda de un refugio seguro, las demoras más largas de lo previsto para corregir los trastornos del lado de la oferta y reconstruir la capacidad de generación de electricidad podrían minar la confianza y frenar aún más la demanda interna. A pesar de su participación limitada en el comercio mundial, los efectos posteriores del terremoto pusieron de manifiesto la capacidad de Japón para originar y transmitir shocks debido a su papel de proveedor clave de insumos muy especializados en la cadena mundial de suministro. Además, aunque los rendimientos de los bonos del Gobierno de Japón se mantienen bajos, la pérdida de confianza del mercado relacionada con el alto nivel de deuda pública de Japón podría dar lugar a un incremento de los rendimientos de los bonos en otras economías con problemas similares¹¹.

En este contexto, una de las prioridades clave para las economías emergentes de Asia sigue siendo flexibilizar el tipo de cambio. No obstante, los tipos de cambio efectivos reales de muchas economías con superávits en cuenta corriente (por ejemplo, China, Corea) han variado menos que en aquellas economías con déficits (por ejemplo, India) y se mantienen en niveles inferiores a los registrados antes de la crisis, y las reservas internacionales han seguido aumentando. En estas economías, un tipo de cambio más fuerte, combinado con reformas estructurales (véase más abajo) elevaría el poder adquisitivo de los hogares y permitiría el reequilibrio externo, conteniendo al mismo tiempo la presión inflacionaria. En términos más generales, la flexibilidad del tipo de cambio complementada con instrumentos macroprudenciales reduciría la percepción de que el tipo de cambio es una “apuesta segura” y desaceleraría el ritmo de las entradas de capitales generadoras de deuda y la acumulación de pasivos externos a corto plazo (por ejemplo, en Corea).

Además de la apreciación de los tipos de cambio en las economías con superávit, los requisitos de política

¹⁰ Véase FMI (2011d).

¹¹ Véase FMI (2011b).

monetaria varían de un país a otro de Asia. Dada la incertidumbre inusual de las condiciones externas, en algunas economías se justificaría adoptar una actitud de esperar y ver qué pasa. Sin embargo, la presión inflacionaria deberá monitorearse cuidadosamente. En algunas economías, a pesar de los aumentos de la tasa nominal de política monetaria, el costo real del capital se encuentra en niveles históricamente bajos debido a la inflación elevada (Corea, India, Vietnam) y las expectativas de inflación aumentan lentamente. En estas economías, la fase de contracción monetaria debe mantenerse mientras predomine el escenario de referencia. En otras economías, podría detenerse la contracción, salvo si se intensifican los riesgos al alza para inflación. En China, la transparencia y eficacia de la política monetaria deberían reforzarse, apoyándose más en las tasas de interés que en las medidas cuantitativas de control monetario. En Japón, la política monetaria debería seguir siendo laxa para eliminar el riesgo de deflación, dada la brecha crónica del producto. En particular, el Banco de Japón podría comprar más títulos públicos a más largo plazo e incluir los activos privados en su programa de compras de activos.

Aunque la región ha avanzado considerablemente en el fortalecimiento de su sistema financiero, el aumento significativo del crédito y los precios inmobiliarios en los últimos años intensifica los riesgos para la estabilidad financiera. En muchas economías, los sistemas bancarios se mantienen sólidos, gracias a los importantes niveles de capital y de provisiones para pérdidas crediticias, los altos niveles de liquidez y el fortalecimiento de los marcos de las pruebas de resistencia de los sistemas nacionales (China, Corea, Indonesia). Sin embargo, el rápido aumento de la intermediación no bancaria muestra que es necesario ampliar el perímetro de la supervisión financiera para garantizar que las vulnerabilidades sean detectadas y contenidas. Además, el desarrollo y la liberalización del sector financiero siguen siendo una prioridad máxima para algunas economías. Por ejemplo, en China es necesario seguir avanzado en la liberalización financiera, incluido el uso de tasas de interés determinadas por el mercado, lo que creará incentivos para que las instituciones financieras gestionen mejor sus riesgos de mercado, eliminará el costo artificialmente bajo del capital que favorece más la inversión

que el consumo y, al mismo tiempo, reforzará la transmisión de la política monetaria¹².

Las prioridades de política fiscal también varían de una economía a otra de la región. Según los supuestos de referencia, es más urgente acelerar el ritmo de retirada del estímulo fiscal en las economías con un margen de política fiscal limitado y altos niveles de deuda pública (por ejemplo, India, Vietnam). El ahorro fiscal también generará el margen necesario para financiar las necesidades de infraestructura (por ejemplo, India, Indonesia, Malasia). En el caso de Japón, aunque la prioridad inmediata debe ser la reconstrucción de la infraestructura, es esencial establecer un plan integral para encauzar la deuda pública en una trayectoria sostenida a mediano plazo. En este sentido, el aumento propuesto del impuesto al consumo de 10% para mediados de esta década es un primer paso importante. Sin embargo, es necesario un plan de reducción del déficit más ambicioso —basado en la reforma de los programas de prestaciones sociales y un aumento gradual del impuesto al consumo de 15%— para encauzar el coeficiente de deuda en una trayectoria descendente. La adopción de una regla fiscal podría ayudar a salvaguardar los avances en el ajuste fiscal. En Australia, la previsión de una vuelta a un superávit para 2012/13 es un hecho positivo, dado que aumentará el margen de maniobra de política fiscal y reducirá la presión sobre la política monetaria y el tipo de cambio. El auge de la minería también brinda la oportunidad de crear más espacio para la política fiscal a mediano plazo y contribuir al ahorro nacional. En Nueva Zelanda, si bien el reciente terremoto afectará negativamente a los saldos fiscales a corto plazo, la consolidación programada a mediano plazo ayudará a crear margen de maniobra para la política económica, contener el déficit en cuenta corriente y reforzar la posición presupuestaria para hacer frente al aumento de los costos relacionados con el envejecimiento de la población y la atención de la salud. No obstante, si se materializan los riesgos a la baja para el crecimiento, la mayor parte de los países de la región tendrán el espacio fiscal necesario para desacelerar o revertir el ritmo de la consolidación fiscal.

Asia debe adoptar un enfoque duradero y polifacético para reequilibrar la demanda. La disminución

¹²Véase FMI (2011c).

de los superávits con respecto a los niveles registrados antes de la crisis obedece en gran medida a la moderación del ciclo mundial y a la desaceleración de la demanda interna en las economías avanzadas. En las principales economías con superávits (China), se prevé que los superávits en cuenta corriente se mantendrán elevados o aumentarán nuevamente a medida que avance la expansión mundial. En otras, los superávits se reducirán muy lentamente a mediano plazo. Además, la retirada en curso del estímulo fiscal probablemente aumentará los superávits externos, salvo en el caso de Tailandia, donde las políticas públicas anunciadas recientemente impulsarán la demanda interna y, en particular, el consumo. En consecuencia, es necesario hacer hincapié en otros elementos del programa de política económica, como la apreciación del tipo de cambio en algunas economías y las reformas estructurales para potenciar el papel de la demanda interna en el crecimiento. Esto implicaría aumentar la contribución del consumo de los hogares en algunas economías (por ejemplo, China) y de la inversión en otras (por ejemplo, Corea, Indonesia, Malasia)¹³. Dada la importancia sistémica cada vez mayor de Asia, el reequilibrio sostenido y bien estructurado de las economías de Asia también ayudaría a fomentar un crecimiento más equilibrado de sus socios comerciales.

América Latina y el Caribe: Hacia un crecimiento sostenible

Hasta el momento gran parte de la región se ha beneficiado de términos de intercambio y condiciones de financiamiento externo favorables. En muchas economías, la actividad está por encima de su potencial, el crecimiento del crédito es elevado, la inflación muestra una tendencia cercana o por encima del límite superior del rango fijado como meta y los déficits en cuenta corriente están aumentando a pesar de la evolución favorable de los precios de las materias primas. Las perspectivas siguen siendo sólidas, aunque han surgido riesgos a la baja y el impulso proporcionado por los precios de las materias primas será menos vigoroso en el futuro. La aplicación de políticas macroeconómicas

más restrictivas sigue siendo esencial para restablecer el margen de maniobra en materia de política económica y contener las presiones de demanda. Pero en la mayoría de las economías, se puede hacer una pausa en el proceso de contracción monetaria hasta que se despeje la incertidumbre.

Los países de América Latina y el Caribe (ALC) experimentaron una rápida expansión en el primer semestre de 2011, impulsada por la vigorosa actividad en muchos países exportadores de materias primas de la región. El dinamismo de la demanda interna, respaldado por políticas macroeconómicas acomodaticias, una gran afluencia de capitales (aunque más volátiles en los últimos tiempos) y términos de intercambio favorables, apoyó el impulso de la actividad económica. Sin embargo, el ritmo de la expansión ha comenzado a moderarse, ahora que muchas economías se han recuperado completamente de la crisis mundial y se están adoptando políticas macroeconómicas más restrictivas (gráfico 2.11). No obstante, el crecimiento se mantiene por encima de su potencial y varios indicadores económicos —incluidos las brechas positivas del producto, los niveles de inflación por encima de la meta, el deterioro de los saldos en cuenta corriente, el rápido crecimiento del crédito, los elevados precios de los activos y la apreciación sostenida de los tipos de cambio reales— sugieren que algunas economías podrían estar sobrecalentándose (gráfico 2.12). En otras economías de la región, incluidas las de América Central y el Caribe, la actividad económica sigue siendo moderada, lo que refleja las vinculaciones reales más estrechas con Estados Unidos y otras economías avanzadas y, en algunos casos, los altos niveles de deuda pública. Las condiciones financieras se han vuelto algo más inestables como consecuencia del incremento sincronizado de la volatilidad de los mercados mundiales de acciones y la mayor aversión mundial al riesgo, pero el impacto en la región ha sido limitado hasta la fecha.

Para la región de ALC se proyecta un crecimiento de 4½% en 2011, que se moderará aproximadamente al 4% en 2012, el producto se mantendrá por encima de su potencial (cuadro 2.5). Se proyecta una desaceleración del crecimiento económico, a medida que se modere el crecimiento de la demanda interna en respuesta a políticas macroeconómicas menos laxas y que la demanda

¹³Véase la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.

externa pérdida fuerza según las proyecciones. En general, se proyecta que las condiciones de financiamiento externo seguirán siendo favorables, aunque la aversión al riesgo aumentará ligeramente y el impulso de los precios de las materias primas será menor. Las perspectivas de crecimiento a corto plazo del escenario de referencia varían considerablemente de un país a otro de la región:

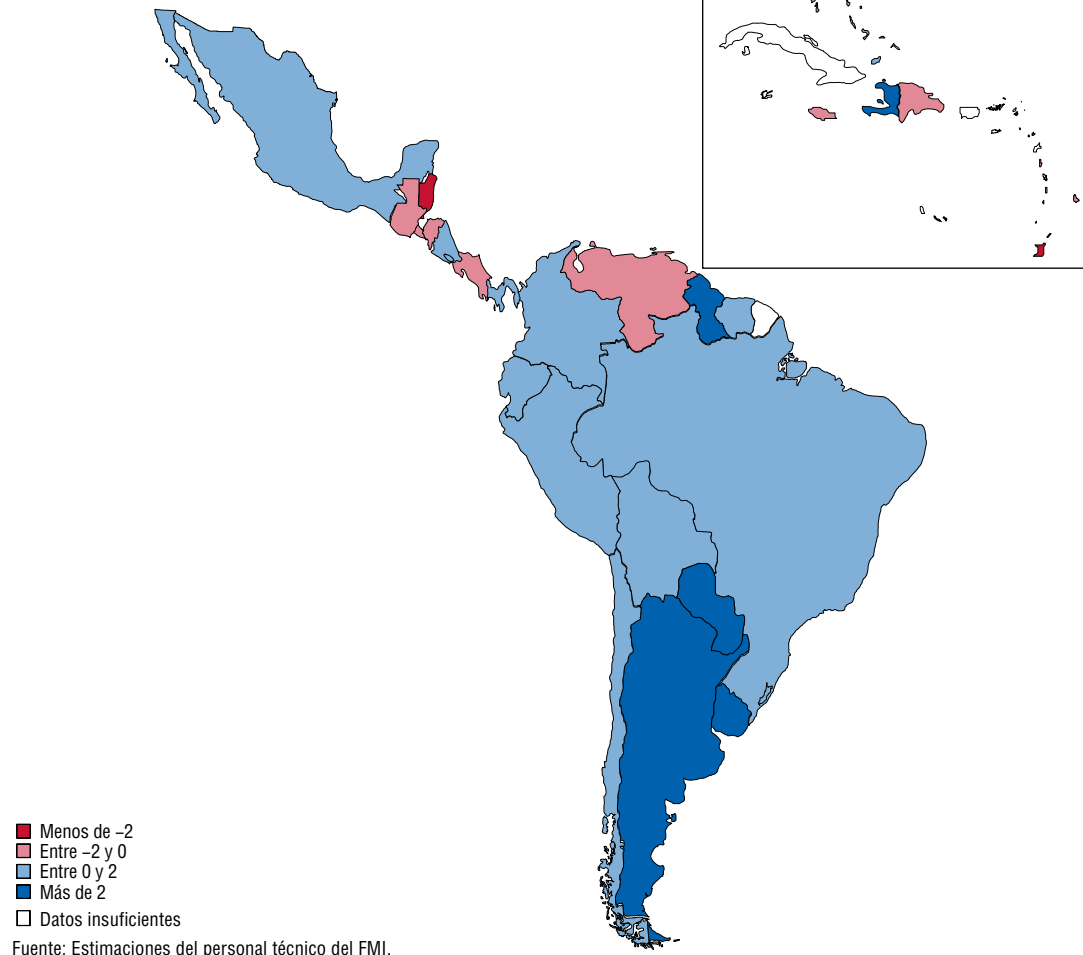
- El crecimiento estará liderado por muchos países exportadores de materias primas de América del Sur —en particular, Argentina, Chile, Paraguay, Perú y Uruguay— que, según las proyecciones, crecerán en todos los casos a niveles cercanos o por encima de 6% en 2011. Se proyecta que el crecimiento en América del Sur se moderará hacia su tasa poten-

cial —entre 3½% y 5½%— en 2012. En el caso de Brasil, el crecimiento ha comenzado a moderarse y la actividad creció al 4% en el primer semestre de 2011, en comparación con el 7½% en 2010. Se prevé que el crecimiento a corto plazo se desacelerará hasta un nivel inferior a su potencial y ubicará la inflación en dirección a su meta, en parte como reflejo de perspectivas externas menos favorables.

- En México, el crecimiento se mantuvo bastante vigoroso durante el primer semestre del año, a pesar del débil crecimiento en Estados Unidos y de los efectos del terremoto y el tsunami de Japón en el sector de automotores. Sin embargo, los efectos negativos de la anémica recuperación de Estados

Gráfico 2.11. América Latina y el Caribe: Crecimiento actual frente al promedio registrado antes de la crisis

(Diferencia en puntos porcentuales de las tasas anuales compuestas de variación entre 2011–12 y 2000–07)



Unidos mantendrán el crecimiento en alrededor del 3¾% en 2011–12.

- En América Central y el Caribe, el crecimiento seguirá estando limitado por la lenta recuperación de las remesas y el turismo, y en muchos países de la región del Caribe, por los problemas relacionados con los elevados niveles de deuda pública.

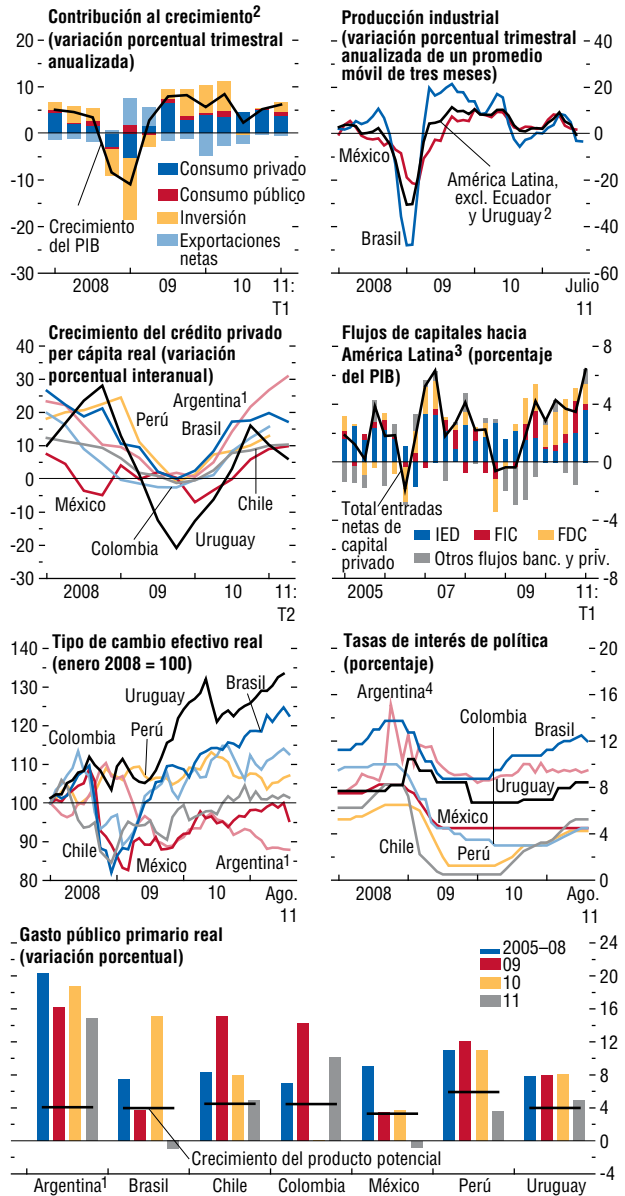
Se proyecta que la inflación se reducirá de 6¾% en 2011 a 6% en 2012 a medida que se modere la actividad económica y se estabilicen los precios de las materias primas, aunque existen amplias diferencias intrarregionales. En los países con regímenes de metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay) se proyecta que esta se mantendrá dentro del rango fijado como meta en 2011, pero cerca o por encima del límite superior (Brasil, Perú, Uruguay). En otras economías, como Argentina y Venezuela, se proyecta que la inflación se mantendrá en niveles de dos dígitos, como reflejo de las políticas expansivas¹⁴.

Los riesgos a corto plazo para las perspectivas regionales apuntan a la baja. Una desaceleración más profunda en las economías avanzadas, como Estados Unidos, dañaría el crecimiento, en particular en las economías dependientes del comercio exterior, el turismo y las remesas (América Central, la región del Caribe, México). Si la aversión mundial al riesgo se mantiene elevada, podrían intensificarse los riesgos de financiamiento externo para la región a través de un cambio de sentido de los flujos de capital y un fuerte ajuste de los desequilibrios en cuenta corriente y de los tipos de cambio. La importante presencia de bancos españoles en la región podría plantear algunos riesgos en un escenario de movimientos extremos en los mercados, pero estos riesgos se verán compensados por el modelo de filiales existente. Por último, los posibles efectos de contagio de China podrían materializarse a través del comercio exterior —es decir, la manufactura y los precios de las materias primas— en el sentido de que una desaceleración más profunda en China inducida por las políticas podría dañar las perspectivas para los exportadores de materias primas de la región. No obstante, persisten algunos riesgos positivos: el crecimiento de la demanda interna podría superar las expectativas si los riesgos mundiales

¹⁴ Los analistas del sector privado estiman que la inflación de precios al consumidor en Argentina desde 2007 es considerablemente más elevada que las estimaciones oficiales.

Gráfico 2.12. América Latina: Mantener el dinamismo del crecimiento¹

El crecimiento en la región sigue siendo vigoroso, respaldado por el dinamismo de la demanda interna, las benignas condiciones de financiamiento externo y los términos de intercambio aún favorables. Ahora lo más importante es mantener un crecimiento más sólido a medida que se aplican políticas macroeconómicas más neutrales. Es necesario contener los riesgos de auge y caída, entre otras formas, mediante políticas fiscales y macroprudenciales más restrictivas.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; FMI, *Balance of Payments Statistics*; FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Cálculos basados en los datos oficiales del IPC y del PBI de Argentina.

²Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Los agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.

³IED: inversión extranjera directa; FIC: flujos de inversión de cartera; FDC: flujos de deuda de cartera.

⁴La variable representativa de la tasa de política es la tasa de los préstamos interbancarios a corto plazo.

Cuadro 2.5. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de América*(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
América del Norte	3,3	1,8	2,0	1,9	3,0	1,5	-3,1	-3,0	-2,2	...	...	...
Estados Unidos	3,0	1,5	1,8	1,6	3,0	1,2	-3,2	-3,1	-2,1	9,6	9,1	9,0
Canadá	3,2	2,1	1,9	1,8	2,9	2,1	-3,1	-3,3	-3,8	8,0	7,6	7,7
México	5,4	3,8	3,6	4,2	3,4	3,1	-0,5	-1,0	-0,9	5,4	4,5	3,9
América del Sur⁴	6,6	4,9	4,1	6,7	7,9	7,0	-1,1	-1,3	-1,7	...	...	...
Brasil	7,5	3,8	3,6	5,0	6,6	5,2	-2,3	-2,3	-2,5	6,7	6,7	7,5
Argentina ⁵	9,2	8,0	4,6	10,5	11,5	11,8	0,8	-0,3	-0,9	7,8	7,3	6,9
Colombia	4,3	4,9	4,5	2,3	3,3	2,9	-3,1	-2,6	-2,5	11,8	11,5	11,0
Venezuela	-1,5	2,8	3,6	28,2	25,8	24,2	4,9	7,3	5,8	8,6	8,1	8,0
Perú	8,8	6,2	5,6	1,5	3,1	2,4	-1,5	-2,7	-2,8	7,9	7,5	7,5
Chile	5,2	6,5	4,7	1,5	3,1	3,1	1,9	0,1	-1,5	8,3	7,2	7,2
Ecuador	3,6	5,8	3,8	3,6	4,4	4,9	-3,3	-3,0	-3,1	7,6	7,3	7,5
Uruguay	8,5	6,0	4,2	6,7	7,7	6,5	-0,4	-1,6	-3,0	6,7	6,6	6,6
Bolivia	4,1	5,0	4,5	2,5	9,8	4,8	4,6	4,2	3,9	...	...	...
Paraguay	15,0	6,4	5,0	4,7	8,7	7,8	-2,8	-3,9	-3,7	6,1	5,8	5,6
América Central⁶	3,7	3,9	4,0	3,9	6,0	5,7	-5,2	-6,3	-6,4	...	...	...
El Caribe⁷	3,3	3,3	4,3	7,1	7,8	5,9	-3,7	-3,6	-2,7	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe ⁸	6,1	4,5	4,0	6,0	6,7	6,0	-1,2	-1,4	-1,7	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental ⁹	-1,1	1,1	2,0	2,5	3,5	3,0	-21,4	-23,3	-21,0	...	...	...

¹La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴También incluye Guyana y Suriname.

⁵Las cifras se basan en los datos oficiales del PBI y del índice de precios al consumidor (IPC-GBA). Las autoridades se han comprometido a mejorar la calidad de los datos oficiales sobre el PBI y el IPC-GBA de Argentina, de modo tal que la provisión de dichos datos se torne consistente con el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el Convenio Constitutivo del FMI. Hasta tanto mejore la calidad de los datos reportados, el personal del FMI utilizará también otros indicadores alternativos de crecimiento del PBI e inflación para el seguimiento macroeconómico, entre los cuales se incluyen estimaciones de analistas privados, que han mostrado desde 2008 un crecimiento que, en promedio, es significativamente más bajo que el crecimiento del PBI oficial; y datos elaborados por oficinas estadísticas provinciales y estimaciones de analistas privados, que han mostrado desde 2007 una tasa de inflación considerablemente más alta que la inflación oficial.

⁶América Central comprende Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

⁷El Caribe comprende Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Dominica, Granada, Haití, Jamaica, la República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas y Trinidad y Tabago.

⁸América Latina y el Caribe incluye México y las economías del Caribe, América Central y América del Sur.

⁹La Unión Monetaria del Caribe Oriental comprende Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas, así como Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

se disipan con relativa rapidez, reanudando una fuerte ola de flujos de capital hacia la región, y si el proceso de contracción de la política macroeconómica no avanza lo suficiente.

Teniendo en cuenta esta situación, es necesario diseñar políticas que hagan frente a dos fuerzas que se compensan: contener la presión interna de sobrecalentamiento y la acumulación de vulnerabilidades, respondiendo al mismo tiempo de manera adecuada al deterioro de las condiciones externas. En este contexto,

los esfuerzos realizados hasta el momento por mantener una orientación monetaria neutral son positivos, aunque en los países donde se ha reducido la presión inflacionaria se podría considerar una pausa temporal en el proceso de contracción monetaria hasta que se despeje la incertidumbre. Probablemente se justifique una mayor contracción monetaria en aquellas economías donde los riesgos de sobrecalentamiento parecen más inminentes (Argentina, Paraguay, Venezuela). En México, dadas las expectativas de inflación firmemente ancladas junto con

el posible aumento de corrientes desfavorables provenientes de Estados Unidos, la política monetaria puede mantener una orientación acomodaticia siempre que la presión y las expectativas inflacionarias se mantengan bajo control.

No obstante, la consolidación fiscal debería continuar (especialmente donde sea necesario para mantener la sostenibilidad de la deuda), protegiendo al mismo tiempo el gasto social y en infraestructura¹⁵. En las economías exportadoras de materias primas es necesario que la política fiscal evite el gasto procíclico, y debería considerarse la adopción de metas fiscales estructurales (que controlan por el ciclo y los precios de las materias primas) y planes a mediano plazo vinculantes. En América Central, las políticas deberán orientarse a reconstituir los márgenes de política económica utilizados durante la crisis y a adoptar reformas estructurales para impulsar el crecimiento a mediano plazo. En la región del Caribe, deberán redoblar los esfuerzos para reducir el sobreendeudamiento, abordando al mismo tiempo la baja competitividad.

En muchas economías de ALC, el rápido aumento del crédito y de los precios de las acciones después de la crisis, impulsado en parte por la fuerte afluencia de capitales, exige actuar con cautela para limitar los consiguientes riesgos para la estabilidad financiera. La región ha respondido a los flujos de capitales y al vigoroso crecimiento del crédito con una combinación de políticas. En general, los países han dejado que sus monedas fueran flexibles y han intervenido en los mercados cambiarios en distintos grados (Brasil, Perú y Uruguay más que Colombia y México). Otros han adoptado medidas macroprudenciales, como el aumento del encaje legal y de los requisitos de capital para algunas operaciones de crédito al consumo (Brasil, Perú). En algunos casos, estas medidas se han complementado con controles de capital (Brasil). En general, el sistema bancario se mantiene sólido y los indicadores prudenciales han mejorado, incluidos la suficiencia de capital, el coeficiente de préstamos en mora y los niveles de provisionamiento¹⁶. No obstante, el gran crecimiento del crédito apunta a un deterioro potencial de la calidad del crédito, y la exposición de los bancos al financiamiento mayorista ha aumentado, aunque partiendo de un bajo nivel. En

este sentido, es importante seguir monitoreando las posibles vulnerabilidades del sector financiero y reforzar la supervisión del mismo, incluidos los intermediarios financieros no bancarios, a fin de contener la acumulación de un apalancamiento excesivo y evitar ciclos de auge y caída del crédito.

Se prevé que los déficits de la cuenta corriente externa aumentarán ligeramente en 2011–12, a pesar de la fortaleza de los precios de las materias primas. De hecho, la dependencia de los flujos de capitales para financiar estos déficits ha incrementado la susceptibilidad de la región a un cambio repentino de la actitud de los inversionistas. Es preciso reforzar las medidas macroprudenciales y de supervisión (examinadas más arriba) para mantener la estabilidad financiera; los controles de capital podrían proporcionar cierto alivio temporal dada la gran afluencia de capitales, pero estas medidas no deberían reemplazar el ajuste macroeconómico necesario. Es positivo que en la región se esté recurriendo a la flexibilidad del tipo de cambio como mecanismo de absorción de shocks, pero es necesaria una mayor contracción fiscal, no solo para reducir la vulnerabilidad fiscal sino también para mitigar las presiones sobre el tipo de cambio real y respaldar los saldos externos.

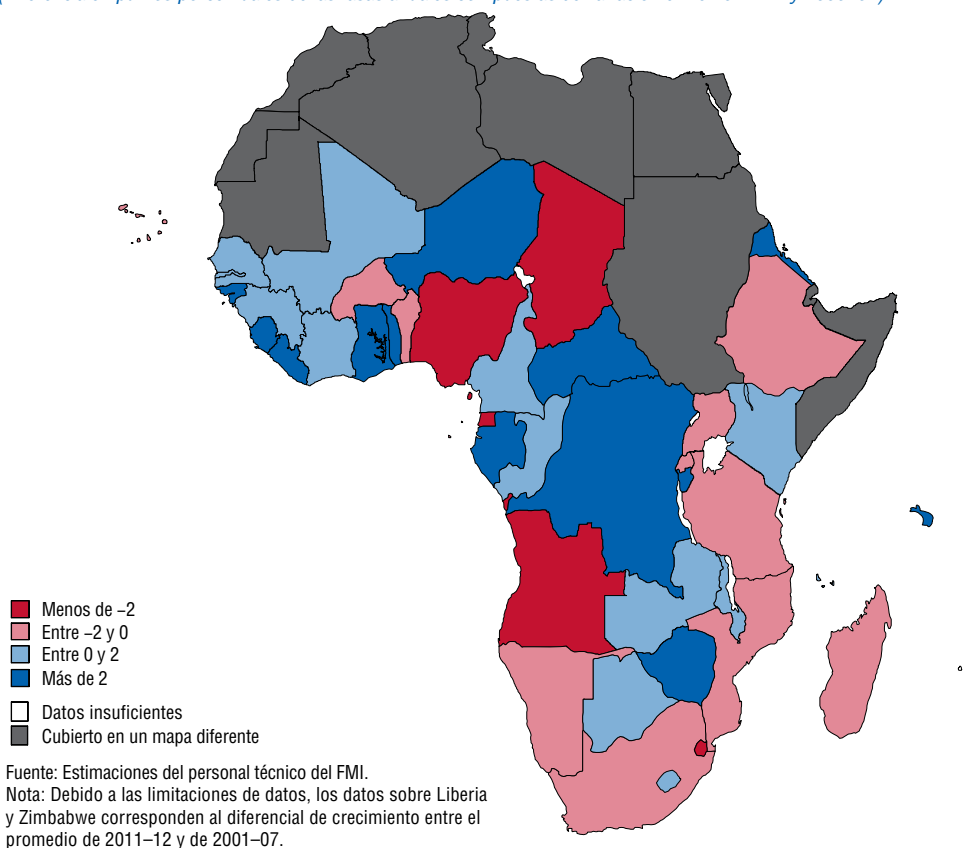
África subsahariana: Respaldar la expansión

La región de África subsahariana también muestra un sólido desempeño macroeconómico, y muchas economías ya están creciendo a tasas cercanas a los promedios registrados antes de la crisis (gráfico 2.13). Hasta la fecha, la desaceleración mundial no ha afectado considerablemente a la región, pero los riesgos a la baja han aumentado. La inflación se ha incrementado claramente en varios países de la región. Según el escenario de referencia, dada la vigorosa recuperación en marcha, ahora es el momento oportuno para volver a centrarse en las prioridades tradicionales de la región: mejorar los marcos institucionales y de política económica, fortalecer la capacidad de resistencia para hacer frente a los vaivenes de los precios de las materias primas y desarrollar los mercados financieros, todo lo cual ayudaría a impulsar el crecimiento potencial de la región y a aliviar la pobreza. En el caso de una pronunciada desaceleración mundial, los países deberían crear espacio para futuras políticas contracíclicas orientadas a respaldar el crecimiento.

¹⁵ Véase la edición de septiembre de 2011 de *Monitor Fiscal*.

¹⁶ Véase la edición de abril de 2011 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

Gráfico 2.13. África subsahariana: Crecimiento actual frente al promedio registrado antes de la crisis
(Diferencia en puntos porcentuales de las tasas anuales compuestas de variación entre 2011–12 y 2000–07)



La actividad real en la región creció vigorosamente en 2010 y, hasta el momento, en 2011. El fuerte consumo privado y público sustentó estos sólidos resultados, dado que muchos países utilizaron el margen de política macroeconómica disponible para acelerar la recuperación después de la desaceleración inducida por la crisis. La anterior escalada de los precios de las materias primas provocó un aumento de la inflación. Como reflejo de las condiciones monetarias relativamente laxas, se observan indicios no triviales de presión inflacionaria en algunas economías (como Etiopía, Kenya y Uganda). Sin embargo, los flujos de capitales privados, que cobraron importancia como fuente de financiamiento externo antes de la crisis, solo se han reanudado hacia un pequeño grupo de economías emergentes y de economías frontera (Ghana, Mauricio, Sudáfrica).

La región está lista para seguir adelante con la expansión económica a corto plazo siempre que el

reciente aumento de la inestabilidad económica y financiera en las principales economías avanzadas se mantenga contenido (gráfico 2.14; cuadro 2.6). Según las proyecciones, el crecimiento del PIB real en la región de África subsahariana alcanzará, en promedio, entre 5¼% y 5¾% en 2011–12, con considerables diferencias de un país a otro de la región:

- La mayoría de los países de bajo ingreso de la región, que estuvieron ampliamente protegidos de los efectos de la crisis financiera mundial gracias a su integración limitada en las redes manufactureras y financieras mundiales, han vuelto a alcanzar tasas de crecimiento similares a las registradas antes de la crisis. La grave sequía en el cuerno de África ha precipitado una importante crisis humanitaria en algunas economías de la región y ha causado un fuerte aumento de la inflación. Se proyecta un crecimiento promedio para este grupo de 6% en 2011, impulsado por la fuerte demanda interna y

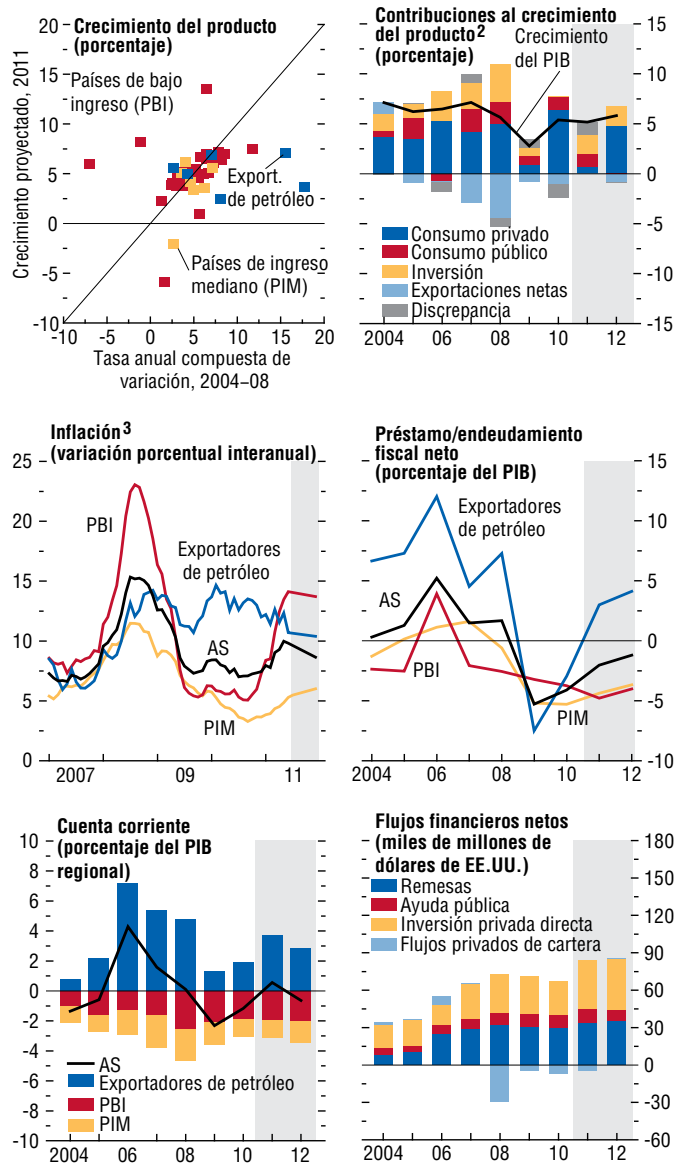
el aumento de las exportaciones. En 2012, se prevé que el crecimiento se acelerará hasta el 6½% a medida que se fortalezca la inversión en Kenya, se normalice la actividad económica en Côte d'Ivoire tras las graves perturbaciones ocurridas después de las elecciones de 2010 y que se pongan en marcha varios proyectos petroleros y mineros importantes en Níger y Sierra Leona.

- Las perspectivas de las economías exportadoras de petróleo también son positivas. Se proyecta un crecimiento de alrededor de 6% en 2011, que aumentará al 7¼% en 2012. La aceleración del crecimiento en 2012, a pesar de los precios del petróleo más bajos que los proyectados en la actualización de junio de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, refleja el continuo dinamismo del gasto en inversión pública interna, así como algunos factores idiosincrásicos, como el vigoroso repunte de la producción en Angola tras las perturbaciones de 2011.
- Los países de ingreso mediano, cuya mayor integración en los mercados mundiales los hizo más vulnerables a la crisis, aún no se han recuperado totalmente de su impacto. El aumento del desempleo, el alto nivel de endeudamiento de los hogares, la baja utilización de la capacidad, la desaceleración en las economías avanzadas y la sustancial apreciación del tipo de cambio real explican la tímida recuperación en Sudáfrica, la economía más grande de la región. No obstante, en los próximos 12 meses, se proyecta que la brecha del producto se cerrará al repuntar el crecimiento al 3½% en 2011–12. El crecimiento económico estará impulsado por el consumo privado y el fortalecimiento de la inversión, respaldado por un entorno de bajas tasas de interés y la reanudación de la emisión y renovación de las concesiones mineras.

En toda la región de África subsahariana, la inflación ha aumentando notablemente. La anterior escalada de los precios de las materias primas podría impulsar la inflación al alza en un contexto de capacidad ociosa limitada en los países de bajo ingreso (por ejemplo, Uganda), especialmente en los países importadores netos de productos básicos (como Etiopía) o donde el efecto de traspaso de los precios internacionales de los alimentos a los precios internos es significativo (por ejemplo, Kenya). En los países exportadores de petróleo, se proyecta que la inflación se mantendrá alta,

Gráfico 2.14. África subsahariana Continuo dinamismo¹

La recuperación está claramente en marcha y el crecimiento en muchas economías ha vuelto a las altas tasas registradas a principios de la década de 2000. La fuerte demanda interna, el cierre de las brechas del producto y el aumento de la inflación exigen una normalización de la orientación fiscal. La creación de espacio para políticas contracíclicas es esencial para contener los riesgos derivados del mayor deterioro de las perspectivas mundiales.



Fuentes: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Los agregados correspondientes a la economía externa son sumatorias de los datos individuales de los países. Los demás agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.

²Se excluyen Liberia y Zimbabwe debido a limitaciones de datos.

³Debido a limitaciones de datos, se excluyen los siguientes países: Chad, Guinea Ecuatorial y República del Congo de los exportadores de petróleo; Burundi, Camerún, Comoras, Eritrea, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, Malawi, República Centroafricana, la República Democrática del Congo, Santo Tomé y Príncipe, Togo, Zambia y Zimbabwe de los países de bajo ingreso.

Cuadro 2.6. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de África subsahariana

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
África subsahariana	5,4	5,2	5,8	7,5	8,4	8,3	-1,2	0,6	-0,6	...	...	...
Exportadores de petróleo	7,3	6,0	7,2	12,3	10,5	9,4	6,0	11,1	8,6	...	...	...
Nigeria	8,7	6,9	6,6	13,7	10,6	9,0	8,4	13,5	11,1	4,5	4,5	4,5
Angola	3,4	3,7	10,8	14,5	15,0	13,9	8,9	12,0	7,3	...	...	...
Guinea Ecuatorial	-0,8	7,1	4,0	7,5	7,3	7,0	-24,2	-9,6	-10,5	...	...	...
Gabón	5,7	5,6	3,3	1,4	2,3	3,4	10,5	14,8	12,3	...	...	...
República del Congo	8,8	5,0	7,0	5,0	5,9	5,2	5,1	7,4	9,7	...	...	...
Chad	13,0	2,5	6,9	-2,1	2,0	5,0	-31,3	-18,9	-13,0	...	...	...
Países de mediano ingreso	3,1	3,5	3,7	4,4	6,0	5,1	-3,1	-3,0	-3,8	...	...	...
Sudáfrica	2,8	3,4	3,6	4,3	5,9	5,0	-2,8	-2,8	-3,7	24,9	24,5	23,8
Botswana	7,2	6,2	5,3	6,9	7,8	6,2	-4,9	-4,3	-1,7	...	...	...
Mauricio	4,2	4,2	4,1	2,9	6,7	5,3	-8,2	-9,9	-8,0	7,8	8,2	8,4
Namibia	4,8	3,6	4,2	4,5	5,0	5,6	-1,3	-0,7	-3,3	...	...	...
Swazilandia	2,0	-2,1	0,6	4,5	8,3	7,8	-18,5	-11,8	-9,0	...	...	...
Cabo Verde	5,4	5,6	6,4	2,1	5,0	4,9	-11,2	-12,9	-11,9	10,3	...	...
Países de bajo ingreso⁴	5,8	5,9	6,5	6,2	8,8	10,3	-6,3	-7,0	-7,0	...	...	...
Etiopía	8,0	7,5	5,5	2,8	18,1	31,2	-4,4	-6,3	-8,6	...	...	...
Kenya	5,6	5,3	6,1	4,1	12,1	7,4	-7,0	-8,9	-8,5	...	...	...
Ghana	7,7	13,5	7,3	10,7	8,7	8,7	-7,0	-6,5	-4,9	...	...	...
Tanzania	6,4	6,1	6,1	10,5	7,0	9,4	-8,8	-8,8	-10,2	...	...	...
Camerún	3,2	3,8	4,5	1,3	2,6	2,5	-2,8	-3,8	-3,3	...	...	...
Uganda	5,2	6,4	5,5	9,4	6,5	16,9	-8,8	-4,0	-8,9	...	...	...
Côte d'Ivoire	2,4	-5,8	8,5	1,4	3,0	2,5	5,0	1,0	-0,4	...	...	...

¹La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye Benín, Burkina Faso, Burundi, Comoros, Eritrea, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Lesotho, Liberia, Madagascar, Malawi, Malí, Mozambique, Níger, la República Centroafricana, la República Democrática del Congo, Rwanda, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Seychelles, Sierra Leona, Togo, Zambia y Zimbabwe.

dominada por la evolución de los precios en Nigeria y Angola, donde la rápida expansión monetaria antes de la crisis (Nigeria) y los fuertes aumentos de los precios internos de los combustibles (Angola) impulsaron las subidas de precios. En los países de ingreso mediano de la región, la recuperación incompleta de la crisis limitará el aumento de la inflación en estas economías.

Un mayor deterioro del entorno económico mundial podría tener sustanciales efectos de contagio para la región de África subsahariana. Una débil recuperación en Europa o en Estados Unidos podría socavar las perspectivas de crecimiento de las exportaciones, las remesas, la ayuda oficial y los flujos de capitales privados. Los efectos de contagio en los mercados de activos derivados de la persistente turbulencia de los mercados o de los fuertes aumentos de la aversión al riesgo probablemente solo afectarán a unos pocos mercados frontera, como ocurrió durante la crisis de

2008–09 crisis y, por el momento, la situación está bien contenida. Por último, un fuerte aumento de los precios del petróleo, si bien impulsaría el crecimiento en los países exportadores de petróleo, plantearía importantes desafíos para los países importadores¹⁷. Del mismo modo, un aumento persistente de los precios de las materias primas no petroleras implicaría grandes costos sociales y fiscales para los países importadores netos de materias primas de la región. Los demás riesgos para las perspectivas son principalmente internos, por ejemplo, la incertidumbre política y los shocks climáticos también podrían empañar las perspectivas de crecimiento.

¹⁷Las simulaciones sugieren que el crecimiento en las economías importadoras de petróleo de África subsahariana se reducirá entre 0,5% y 0,7% si los precios del petróleo alcanzan un promedio de \$150 en 2011 (véase la edición de abril de 2011 de *Sub-Saharan Africa Regional Economic Outlook*).

Según el escenario de referencia, ahora que el crecimiento se está recuperando, especialmente en los países de bajo ingreso, se debería dar especial prioridad a restablecer el margen de maniobra fiscal y reorientar la política fiscal hacia la inversión a más largo plazo y la reducción de la pobreza. Para los países exportadores de petróleo, el desafío consistirá en gestionar la bonanza actual de ingresos fiscales, en particular dado el debilitamiento de las perspectivas de los precios. Las metas de gasto impulsadas por la capacidad de absorción y ancladas dentro de un marco fiscal a mediano plazo serán útiles. Debería considerarse el uso de intervenciones de política focalizadas y con plazos específicos para mitigar el impacto de los altos precios de las materias primas en los grupos vulnerables. Dado el repunte de la inflación, la política monetaria también debería retomar una orientación más neutral, como ya está ocurriendo en varias economías (Kenya, Tanzania, Uganda).

Si el crecimiento mundial se desacelerara de manera significativa, las economías con espacios adecuados para la aplicación de políticas contracíclicas deberían centrar su atención en respaldar el crecimiento. Algunos países, como Sudáfrica, deberían permitir que los estabilizadores automáticos operaran del lado fiscal y moderar las condiciones monetarias. Los países de bajo ingreso también deberían centrarse en respaldar la actividad utilizando el margen de maniobra disponible en materia de política económica, protegiendo el gasto y dejando que los ingresos fiscales fluctúen según la actividad en la medida en que el financiamiento lo permita.

Se prevé que el saldo externo agregado de la región mejore ligeramente en 2011, pero que se deteriore en 2012. Los superávits externos en cuenta corriente en los países exportadores de materias primas se reducirán en cierta medida al disminuir ligeramente los precios de las materias primas. Se proyecta que los déficits en cuenta corriente se mantendrán estables en el resto de las economías, coincidiendo con el continuo dinamismo de la demanda interna de estos países, aunque se mantendrán contenidos a mediano plazo.

Oriente Medio y Norte de África: Estancamiento del crecimiento en un contexto incierto

Los movimientos de precios de las materias primas y el malestar social siguen determinando la experiencia y las perspectivas de la región. Las perspectivas a corto

plazo siguen estando sujetas a una incertidumbre excepcionalmente grande, provocada principalmente por la cambiante situación política y de seguridad en algunas economías de OMNA, así como la creciente incertidumbre sobre la demanda externa. Una prioridad inmediata clave es preservar la estabilidad macroeconómica fortaleciendo al mismo tiempo la cohesión social; también sigue siendo esencial restablecer la situación fiscal y diseñar un modelo de crecimiento que permita lograr un crecimiento inclusivo y crear empleo a mediano plazo.

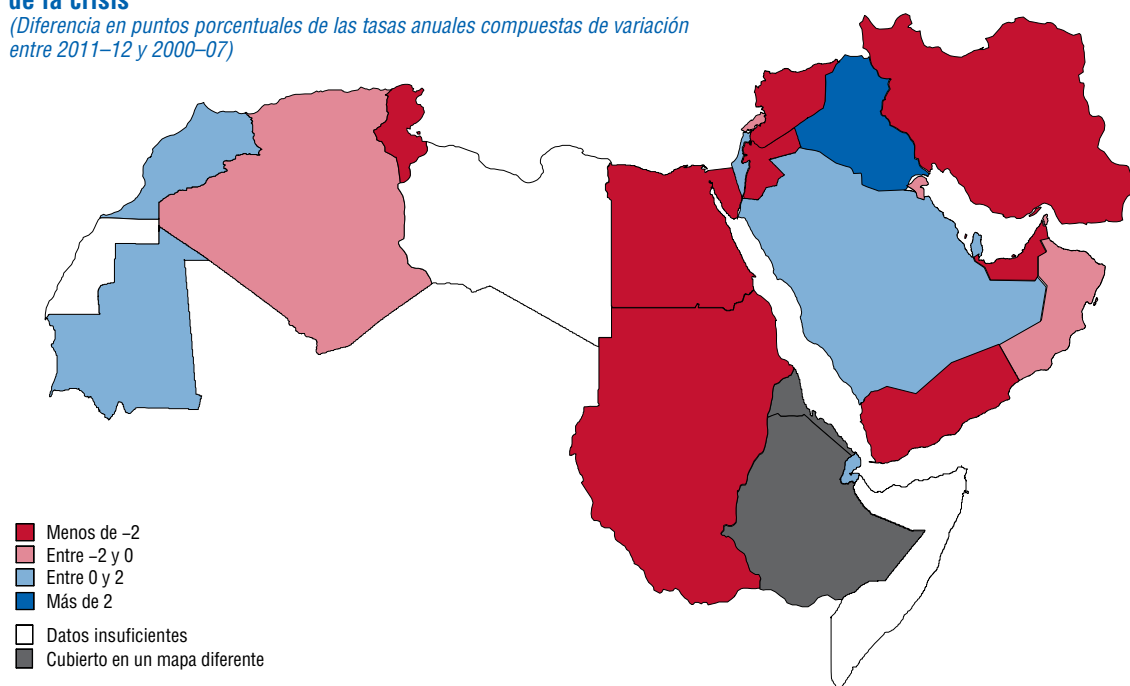
Hasta el momento los elevados precios del petróleo han mejorado las perspectivas de los países exportadores de petróleo de la región, planteando al mismo tiempo desafíos para los países importadores de petróleo. En los países exportadores de petróleo, la actividad también se ha visto impulsada por políticas macroeconómicas expansivas en general. Al mismo tiempo, la actividad en varias economías de OMNA se está viendo negativamente afectada por el malestar social y los constantes conflictos, que tienen repercusiones considerables en los ingresos del turismo, los flujos de capitales y la inversión.

Según las proyecciones, el crecimiento en las economías exportadoras de petróleo alcanzará el 5% en 2011 y alrededor del 4% en 2012 (gráficos 2.15 y 2.16, cuadro 2.7), con crecimiento liderado por Qatar (impulsado por el aumento de las exportaciones de gas natural), Iraq y Arabia Saudita. Las perspectivas de los países importadores de petróleo son mucho más moderadas (especialmente en Egipto, la República Árabe Siria y Túnez), y se proyecta un crecimiento de 1½% en 2011. La actividad en algunas economías se verá limitada por el malestar social interno que incide en la lenta recuperación de los ingresos del turismo y las remesas. Se proyecta un repunte del crecimiento de los países importadores hasta el 2½% en 2012, respaldado por una recuperación lenta de inversión.

La inflación se mantendrá elevada en la región de OMNA en 2011, pero se reducirá ligeramente en 2012, debido a la disminución de los precios de las materias primas. Se proyecta que la inflación se reducirá de 10¾% en 2011 a 7½% en 2012 para los países exportadores de petróleo, si bien permanecerá por debajo de 8% en 2011–12 para los países importadores de petróleo.

Gráfico 2.15. Oriente Medio y Norte de África: Crecimiento actual frente al promedio registrado antes de la crisis

(Diferencia en puntos porcentuales de las tasas anuales compuestas de variación entre 2011–12 y 2000–07)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los datos excluyen Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política. Las proyecciones correspondientes a 2011 y años posteriores excluyen Sudán del Sur.

Las perspectivas están sujetas a importantes riesgos a la baja. Los riesgos externos están relacionados con perspectivas más débiles para Estados Unidos y Europa, lo que podría deprimir considerablemente la actividad y, por lo tanto, los precios de las materias primas o desacelerar aún más los flujos de financiamiento externo a la región. Sin embargo, la mayor parte de los riesgos están relacionados con la persistente inestabilidad interna, combinada con el contagio intrarregional. La turbulencia política ha venido acompañada por un aumento de las primas de riesgo y la caída del financiamiento privado y los ingresos del turismo, no solo en aquellas economías directamente afectadas por la turbulencia, sino en toda la región. Una intensificación de las crisis políticas exacerbaría la difícil situación económica de la región, planteando el riesgo extremo de que la producción de petróleo de OMNA se viera aún más afectada, lo que tendría repercusiones en los mercados mundiales de energía. Hasta hace poco, los efectos de contagio a nivel mundial derivados del trastorno de la producción petrolera en Libia se vieron atenuados

por el aumento de la producción en otras economías de OMNA, especialmente Arabia Saudita.

La región se enfrenta a importantes desafíos de política económica. Más allá de asegurar la estabilidad económica y social, los desafíos a más corto plazo se centran en la necesidad de encauzar las finanzas públicas en una trayectoria sostenida. Con respecto a los países exportadores de petróleo, es necesario que los gobiernos aprovechen la oportunidad que presentan los elevados precios del petróleo para avanzar hacia una economía más sostenida y diversificada. Además, el malestar social observado en los países de OMNA pone de manifiesto la necesidad de adoptar un plan de crecimiento inclusivo a mediano plazo para establecer instituciones sólidas que estimulen la actividad del sector privado, brindar mayor acceso a oportunidades económicas y luchar contra el crónicamente elevado nivel de desempleo, en particular entre los jóvenes.

Las prioridades de política fiscal de las economías de OMNA son bastante diversas, entre ellas, la necesidad de avanzar en la consolidación fiscal, especialmente en las economías importadoras de petróleo que se enfrentan a

crecientes inquietudes acerca de la sostenibilidad fiscal. En todos los países de OMNA, un objetivo a mediano plazo es la reorientación de las políticas fiscales para alcanzar los objetivos de reducir la pobreza y aumentar la inversión productiva. Sin embargo, los gobiernos han estado sujetos recientemente a presiones para aumentar el gasto corriente —a fin de respaldar el mayor gasto social y los subsidios a las materias primas— y atender problemas sociales urgentes. El aumento del gasto en subsidios a los combustibles y alimentos (con la importante excepción de la República Islámica del Irán), junto con las presiones para aumentar los salarios y pensiones de los funcionarios, están imponiendo una pesada carga sobre las finanzas públicas (en particular, en las economías importadoras de petróleo), que no será sostenible a mediano plazo. Además, la expansión fiscal procíclica podría desplazar aún más a la inversión privada que la región necesita, lo que perpetuará los problemas para la creación de empleos en el sector privado.

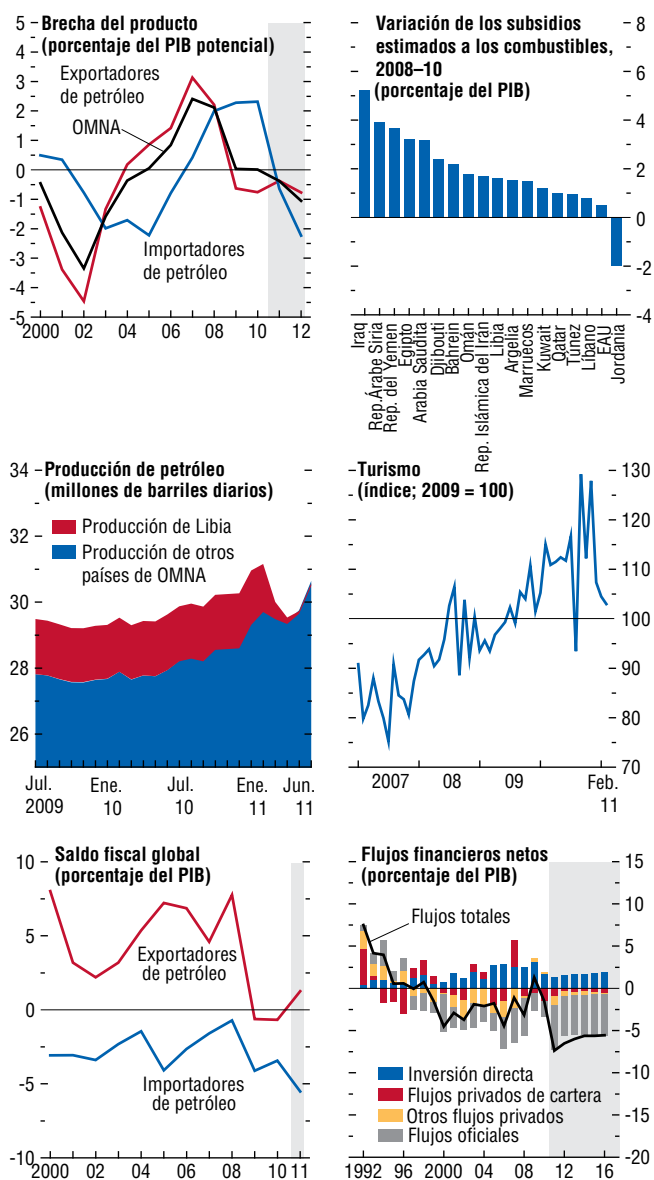
Se prevé que el saldo externo de la región siga siendo elevado en 2011–12, aunque se reducirá ligeramente en 2012 debido a la leve disminución de los precios de las materias primas. En los países exportadores de petróleo, los precios de las materias primas se mantendrán elevados, lo que reforzará las posiciones externas y aumentará las reservas. Los déficits en cuenta corriente en los países importadores de petróleo seguirán siendo elevados, de alrededor del 4¾%, en un contexto caracterizado por el aumento del costo de las importaciones de materias primas, el deterioro de las remesas y la disminución de los ingresos del turismo. Se proyecta que los saldos en cuenta corriente se deteriorarán particularmente en la zona del Mashreq (Jordania, Líbano, la República Árabe Siria). Con respecto al financiamiento externo en 2011, las entradas de capitales privados (principalmente de inversión extranjera directa) probablemente no serán suficientes para compensar los crecientes déficits en cuenta corriente de los países importadores de petróleo, lo que dará lugar a una disminución de las reservas internacionales.

Referencias

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2011a, *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/185

Gráfico 2.16. Oriente Medio y Norte de África (OMNA): Debilitamiento de la actividad en un contexto incierto¹

El nivel de actividad económica se está desacelerando y el producto se está alejando aún más de su potencial. El alto nivel de desempleo, el creciente malestar social y el alza de precios de los alimentos están deprimiendo las perspectivas de crecimiento, especialmente en las economías importadoras de petróleo. Los superávits (déficits) fiscales y en cuenta corriente impulsados por el petróleo han aumentado en los países exportadores (importadores) de petróleo.



Fuentes: Haver Analytics; Agencia Internacional de Energía; Organización Internacional del Trabajo; FMI, Sistema de precios de productos primarios; fuentes nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Exportadores de petróleo: Arabia Saudita, Argelia, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos (EAU), Iraq, Kuwait, Libia, Omán, Qatar, Sudán, la República del Yemen y la República Islámica del Irán. Importadores de petróleo: Djibouti, Egipto, Jordania, Líbano, Marruecos, Mauritania, la República Árabe Siria y Túnez. Los agregados correspondientes a la economía externa son sumatorias de los datos individuales de los países. Los demás agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo. Los datos excluyen Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política. Las proyecciones correspondientes a 2011 y años posteriores excluyen Sudán del Sur.

Cuadro 2.7. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Oriente Medio y Norte de África

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
Oriente Medio y Norte de África	4,4	4,0	3,6	6,8	9,9	7,6	7,7	11,2	9,0	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	4,4	4,9	3,9	6,6	10,8	7,6	10,6	15,0	12,4	...	...	...
Irán, República Islámica del	3,2	2,5	3,4	12,4	22,5	12,5	6,0	7,8	7,1	14,6	15,3	15,6
Arabia Saudita	4,1	6,5	3,6	5,4	5,4	5,3	14,9	20,6	14,2	10,0	...	...
Argelia	3,3	2,9	3,3	3,9	3,9	4,3	7,9	13,7	10,9	10,0	9,8	9,5
Emiratos Árabes Unidos	3,2	3,3	3,8	0,9	2,5	2,5	7,0	10,3	9,2	...	...	...
Qatar	16,6	18,7	6,0	-2,4	2,3	4,1	25,3	32,6	30,1	...	...	...
Kuwait	3,4	5,7	4,5	4,1	6,2	3,4	27,8	33,5	30,4	2,1	2,1	2,1
Iraq	0,8	9,6	12,6	2,4	5,0	5,0	-3,2	-0,9	-1,2	...	...	...
Sudán ⁵	6,5	-0,2	-0,4	13,0	20,0	17,5	-6,7	-7,3	-7,6	13,7	-10,2	-11,7
Importadores de petróleo⁶	4,5	1,4	2,6	7,6	7,5	7,7	-3,9	-4,8	-4,7	...	...	...
Egipto	5,1	1,2	1,8	11,7	11,1	11,3	-2,0	-1,9	-2,2	9,0	10,4	11,5
Marruecos	3,7	4,6	4,6	1,0	1,5	2,7	-4,3	-5,2	-4,0	9,1	9,0	8,9
República Árabe Siria	3,2	-2,0	1,5	4,4	6,0	5,0	-3,9	-6,1	-6,1	8,4	...	...
Túnez	3,1	0,0	3,9	4,4	3,5	4,0	-4,8	-5,7	-5,5	13,0	14,7	14,4
Líbano	7,5	1,5	3,5	4,5	5,9	5,0	-10,9	-14,7	-13,8	...	...	...
Jordania	2,3	2,5	2,9	5,0	5,4	5,6	-4,9	-6,7	-8,4	12,5	12,5	12,5
<i>Partidas informativas</i>												
Israel	4,8	4,8	3,6	2,7	3,4	1,6	2,9	0,3	0,7	6,7	5,9	5,8
Magreb ⁷	3,5	2,9	3,9	3,1	3,1	3,8	4,4	4,9	3,7	...	...	...
Mashreq ⁸	4,9	0,8	1,9	9,6	9,6	9,5	-3,6	-4,5	-4,7	...	...	...

¹La variación de precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye también Bahrein, Libia, Omán y la República de Yemen. Excluye Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

⁵Las proyecciones correspondientes a 2011 y años posteriores excluyen Sudán del Sur.

⁶Incluye Djibouti y Mauritania.

⁷El Magreb comprende Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez. Excluye Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

⁸El Mashreq comprende Egipto, Jordania, Líbano y la República Árabe Siria.

(Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11185.pdf.

———, 2011b, *Japan: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/183 (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11183.pdf.

———, 2011c, *People's Republic of China: 2011 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 11/192 (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11192.pdf.

———, 2011d, *People's Republic of China: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/193 (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11193.pdf.

———, 2011e, *United Kingdom: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/225 (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11225.pdf.

———, 2011f, *The United States Spillover Report—2011 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 11/203 (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11203.pdf.

———, 2011g, *United States: Staff Report for the 2011 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 11/201 (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11201.pdf.