

INTRODUCCIÓN

La economía mundial continúa recuperándose, en términos generales, según lo previsto. De hecho, nuestras proyecciones de crecimiento prácticamente no han cambiado desde la *Actualización de las Perspectivas de la economía mundial* de enero de 2011 y pueden resumirse en tres cifras: el crecimiento rondaría 4½% tanto en 2011 como en 2012 a nivel de la economía mundial, pero en las economías avanzadas llegaría apenas a 2½%, mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo sería mucho más alto, de 6½%.

El temor de que la recesión sufriera una recaída —temor que no compartíamos— no se ha hecho realidad. La preocupación principal era que, tras una recuperación inicial impulsada por el ciclo de las existencias y el estímulo fiscal, el crecimiento de las economías avanzadas tambalearía. El ciclo de las existencias en gran medida ya ha llegado a término y del estímulo fiscal se ha pasado a la consolidación fiscal, aunque la demanda privada ha tomado mayormente el relevo.

Lo que despierta temor ahora son los precios de las materias primas, que han subido más de lo previsto como consecuencia de un vigoroso aumento de la demanda, sumado a shocks de la oferta. Aunque estos aumentos llevan a pensar en la estancamiento de la década de 1970, parece poco probable que descarrilen la recuperación. En las economías avanzadas, la proporción decreciente que le corresponde al petróleo, la desaparición de la indexación salarial y el anclaje de las expectativas inflacionarias, tomados en conjunto, hacen pensar que los efectos en el crecimiento y la inflación subyacente serán pequeños. Sin embargo, el reto será mayor en las economías emergentes y en desarrollo, en las cuales los alimentos y los combustibles ocupan una proporción mayor del consumo, y donde las políticas monetarias suelen tener menos credibilidad. Es posible que la inflación sea más alta durante un tiempo, pero, como sugieren nuestras proyecciones, no esperamos un efecto negativo profundo en el

crecimiento. Ahora bien, los riesgos para la recuperación causados por los nuevos trastornos de la oferta petrolera son motivo de preocupación.

Sin embargo, la recuperación sigue desequilibrada.

En la mayoría de las economías avanzadas, el producto aún está muy por debajo del potencial. El desempleo es elevado, y el bajo nivel de crecimiento implica que se mantendrá así durante muchos años. Ese bajo nivel de crecimiento puede atribuirse a los excesos previos a la crisis y a sus secuelas: en muchos países, sobre todo Estados Unidos, el mercado de la vivienda continúa deprimido, con lo cual la inversión en vivienda es anémica. La propia crisis empeoró drásticamente la situación fiscal, obligando a poner en marcha una consolidación fiscal sin disipar las inquietudes de los mercados en torno a la sostenibilidad fiscal. En muchos países, los bancos se están esforzando por alcanzar coeficientes de capitalización más altos frente a los crecientes préstamos en mora.

Los problemas en la periferia de la Unión Europea, que son consecuencia de la interacción entre un crecimiento bajo, problemas fiscales y presiones financieras, son particularmente agudos. Restablecer la sostenibilidad fiscal y financiera frente a un nivel de crecimiento bajo o negativo y tasas de interés elevadas representa un desafío sustancial. Y, aunque son extremos, los problemas de la periferia de la Unión Europea apuntan a un problema más general: el nivel fundamentalmente bajo de la tasa de crecimiento del producto potencial. El ajuste es muy difícil cuando el crecimiento es muy bajo.

La recomendación para las economías avanzadas es, en líneas generales, igual que la presentada en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* y sigue en parte desatendida: más claridad en torno a la exposición de los balances de los bancos y planes de recapitalización listos en caso de ser necesario; una consolidación fiscal inteligente que no sea demasiado rápida, a fin de salvaguardar el crecimiento, ni demasiado lenta, a fin de salvaguardar la credibilidad; la reformulación de la

regulación y la supervisión financiera; y, sobre todo en Europa, una mayor concentración en las reformas que permitan incrementar el crecimiento potencial.

En las economías de mercados emergentes, por el contrario, la crisis no ha dejado secuelas duraderas. En la mayoría de los casos, la situación fiscal y financiera inicial era más sólida, y los efectos negativos de la crisis fueron más suaves. Gracias a un crecimiento subyacente elevado y al bajo nivel de las tasas de interés, el ajuste fiscal es mucho más fácil. Las exportaciones en gran medida se han recuperado, y toda disminución de la demanda externa por lo general ha quedado compensada por un aumento de la demanda interna. Las salidas de capital se han transformado en entradas de capital, ya que las perspectivas de crecimiento son mejores y las tasas de interés son más elevadas que en las economías avanzadas.

El reto para la mayoría de las economías de mercados emergentes es, por lo tanto, bastante diferente del que tienen ante sí las economías avanzadas; a saber, cómo evitar el sobrecalentamiento frente al cierre de las brechas del producto y al aumento de los flujos de capital. La respuesta debería ser doble: primero, combinar la consolidación fiscal con tasas de interés más altas para mantener el producto al nivel potencial y, segundo, utilizar herramientas macroprudenciales —y, de ser necesario, controles de capital— para evitar que recrudezca el riesgo

sistémico generado por la afluencia de capitales. Los países muchas veces sienten la tentación de resistirse a la apreciación del tipo de cambio que resulta probable cuando suben las tasas de interés y aumenta la afluencia de capitales. Pero la apreciación incrementa el ingreso real y es parte de un ajuste deseable, y no conviene oponerle resistencia.

Globalmente, los planes de política macroeconómica para la economía mundial siguen siendo los mismos, pero con el paso del tiempo adquieren urgencia. A fin de sustentar la recuperación, las economías avanzadas deben lograr una consolidación fiscal. Para lograr esa meta y mantener el crecimiento, deben apoyarse más en la demanda externa. Paralelamente, las economías de mercados emergentes deben apoyarse menos en la demanda externa y más en la demanda interna. La apreciación de las monedas de las economías de mercados emergentes en relación con las de las economías avanzadas es una clave importante para este ajuste mundial. La necesidad de un diseño cuidadoso a nivel nacional y de coordinación a nivel mundial puede ser tan importante hoy como lo era en el momento más grave de la crisis hace dos años.

Olivier Blanchard
Consejero Económico

La recuperación está cobrando ímpetu, pero el desempleo se mantiene elevado en las economías avanzadas, y se están formando nuevos riesgos macroeconómicos en las economías de mercados emergentes. En las economías avanzadas, la demanda privada está reemplazando a la demanda pública, lo cual aleja el temor de que la disminución del apoyo que brinda la política fiscal provoque una recaída en la recesión. Las condiciones financieras continúan mejorando, aunque todavía son inusitadamente frágiles. En muchas economías de mercados emergentes, la demanda es vigorosa y el sobrecalentamiento genera creciente inquietud para la política económica. En las economías en desarrollo, sobre todo las de África subsahariana, también se ha reanudado un crecimiento rápido y sostenible. El aumento de precios de los alimentos y de las materias primas representa una amenaza para los hogares pobres y exacerba las tensiones socioeconómicas, particularmente en Oriente Medio y Norte de África. El avance de los precios del petróleo desde enero de 2011 y la información sobre la oferta —incluida la capacidad ociosa— hacen pensar que los trastornos ocurridos hasta ahora tendrían apenas efectos ligeros sobre la actividad económica. El terremoto que golpeó a Japón ha cobrado innumerables víctimas. Su impacto macroeconómico proyectado es limitado, pero las proyecciones están rodeadas de gran incertidumbre. Globalmente, teniendo en cuenta una recuperación más vigorosa por un lado y una desaceleración de la oferta de petróleo por el otro, las proyecciones del crecimiento del PIB real mundial en 2011–12 no son muy diferentes de las consignadas en la *Actualización de las Perspectivas de la economía mundial* de enero de 2011. No obstante, los riesgos a la baja han recrudecido.

Según las proyecciones, el PIB real mundial crecerá alrededor de 4½% en 2011 y 2012, lo cual representa una pequeña disminución respecto del 5% de 2010. En las economías avanzadas y en las economías de mercados emergentes y en desarrollo,

el PIB real se expandiría alrededor de 2½% y 6½%, respectivamente. Los riesgos a la baja siguen siendo mayores que los riesgos al alza. En las economías avanzadas, la debilidad de los balances soberanos y la condición aún desfalleciente de los mercados inmobiliarios continúan siendo motivos de gran inquietud, sobre todo en ciertas economías de la zona del euro; los riesgos financieros también son a la baja debido a las fuertes necesidades de financiamiento de los bancos y de los entes soberanos. Están surgiendo nuevos riesgos a la baja como consecuencia de los precios de las materias primas —sobre todo del petróleo— y, en un ámbito relacionado, de la incertidumbre geopolítica, así como debido al sobrecalentamiento y al auge de los mercados de los activos en las economías de mercados emergentes. Sin embargo, existe también la posibilidad de que el crecimiento sorprenda al alza a corto plazo, gracias a la solidez de los balances empresariales en las economías avanzadas y a la pujante demanda de las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Muchos de los retos que la política económica ya debía enfrentar siguen sin corregir, y al mismo tiempo están pasando a primer plano otros nuevos. Para que la reactivación se afiance en las economías avanzadas será necesario mantener la orientación acomodaticia de la política monetaria mientras las presiones salariales sean moderadas, las expectativas inflacionarias estén bien ancladas y el crédito bancario sea anémico. A la vez, habrá que trazar una trayectoria fiscal sostenible a mediano plazo mediante la ejecución de planes de consolidación fiscal y la reforma de los programas de derechos a prestaciones, respaldados por un fortalecimiento de las reglas y las instituciones fiscales. Esta necesidad es particularmente urgente en Estados Unidos para disipar el riesgo de fluctuaciones de los mercados de bonos que podrían provocar una desestabilización internacional. En Estados Unidos, los planes de política económica para 2011 de hecho han pasado de la consolidación a la expansión. Habría

que esforzarse por reducir el déficit proyectado para el ejercicio 2011. Las medidas encaminadas a recortar el gasto discrecional constituyen un paso acertado, pero para lograr una reducción sensible de los déficits proyectados a mediano plazo resultarán esenciales medidas más amplias, como las reformas de la tributación y la seguridad social. En Japón, la prioridad fiscal inmediata consiste en respaldar la reconstrucción. Una vez que la reconstrucción se encuentre en marcha y que esté más clara la magnitud de los daños, la atención deberá centrarse en vincular el gasto en reconstrucción a una estrategia fiscal clara encaminada a recortar el coeficiente de deuda pública a mediano plazo. En la zona del euro, a pesar de un avance significativo, los mercados siguen preocupados por las perspectivas de los países sometidos a presión en los mercados. Para ellos, lo que se necesita a nivel de la zona del euro es un financiamiento suficiente, flexible y de bajo costo para respaldar un ajuste fiscal sólido, la reestructuración bancaria y reformas que promuevan la competitividad y el crecimiento. A nivel más general, es necesario restablecer y apuntalar la confianza en los bancos de la zona del euro a través de pruebas de resistencia de amplio alcance y programas de reestructuración y recapitalización. Asimismo, la reforma del sistema financiero internacional sigue siendo decididamente una labor inconclusa.

El reto para muchas economías de mercados emergentes y algunas economías en desarrollo consiste en evitar que las condiciones actuales, que parecen un auge, no se transformen en un sobreca lentamiento a lo largo del próximo año. La presión inflacionaria probablemente recrudezca a medida que la creciente producción se tope con limitaciones de la capacidad, y que los fuertes aumentos de los precios de los alimentos y de la energía —cuya ponderación es elevada dentro de las canastas de consumo— lleven a exigir salarios más altos. Las tasas de interés reales todavía están bajas y las políticas fiscales son considerablemente más acomodaticias que antes de la crisis. Las políticas que corresponde adoptar varían según la situación cíclica y externa de cada economía. Sin embargo, en muchas economías de mercados emergentes es necesario adoptar políticas macroeconómicas más restrictivas.

- En las economías con superávits externos, muchas de las cuales tienen un tipo de cambio dirigido y no enfrentan problemas fiscales, el endurecimiento de la política monetaria y la apreciación del tipo de cambio son necesarios para mantener el equilibrio interno —poniendo freno a la presión inflacionaria y a la expansión excesiva del crédito— y facilitar el reequilibrio de la demanda mundial.
- Muchas economías con déficits externos deben adoptar políticas fiscales y monetarias más restrictivas, y posiblemente tolerar a corto plazo cierto reajuste excesivo del tipo de cambio.
- En algunas economías con superávits o con déficits, el rápido aumento del crédito y de los precios de los activos podría alertar sobre una amenaza a la estabilidad financiera. Las autoridades de estas economías deberán actuar pronto para poner a resguardo la estabilidad y construir sistemas financieros con mayor capacidad de resistencia.
- Muchas economías emergentes y en desarrollo tendrán que proporcionar un respaldo bien focalizado a los hogares pobres que luchan con los elevados precios de los alimentos.

Los flujos de capital dirigidos a las economías de mercados emergentes se reanudaron con notable rapidez tras la crisis. Sin embargo, a medida que aumenten las tasas de política monetaria de las economías avanzadas, dejando atrás sus niveles inusualmente bajos, es posible que estos flujos volátiles escapen nuevamente de las economías de mercados emergentes. De acuerdo con las circunstancias de cada país, y suponiendo que se hayan instituido las políticas macroeconómicas y prudenciales debidas, las medidas encaminadas a limitar la afluencia de capitales pueden contribuir a suavizar el efecto de su excesiva volatilidad en la economía real. Sin embargo, esas medidas no reemplazan a la adopción de políticas macroeconómicas más restrictivas.

Para que la recuperación tenga una base más sólida a mediano plazo es fundamental avanzar más en el reequilibrio de la demanda mundial. Ello requerirá la colaboración de muchos países, y especialmente ajuste fiscal en las economías con déficits externos críticas, mayor flexibilidad cambiaria y reformas estructurales que eliminen las

distorsiones que promueven el ahorro en economías con superávits críticas.

Existe amplio acuerdo en torno al perfil de las políticas de respuesta esbozadas aquí. Sin embargo, ahora que ha pasado lo peor de la crisis, se están atenuando el imperativo de actuar y la voluntad de cooperar entre las autoridades. Sería un error que las economías avanzadas postergaran el ajuste fiscal debido a dificultades internas de economía política. Además, aunque la eliminación de las distorsiones que promueven el ahorro en economías con superávits externos críticas apuntalaría el crecimiento y ayudaría a lograr la consolidación fiscal en econo-

mías avanzadas clave, un avance insuficiente en un ámbito no debería ser excusa para la inacción en el otro. También sería un error que las economías de mercados emergentes postergaran el ajuste cambiario ante la creciente presión inflacionaria. Muchas no pueden darse el lujo de postergar la adopción de políticas más restrictivas hasta que las economías avanzadas pongan en marcha ese mismo proceso. La tarea que tienen por delante las autoridades es convencer a sus respectivas poblaciones de que estas políticas de respuesta son las que más convienen a sus intereses económicos, más allá de lo que estén haciendo otros.

La recuperación se ha fortalecido, pero el desempleo sigue siendo elevado

En términos generales, la recuperación mundial continúa tal como lo proyectó *Perspectivas de la economía mundial* en octubre de 2010 y enero de 2011 (gráfico 1.1, cuadro 1.1). El crecimiento mundial se desaceleró alrededor de 3¼% durante el segundo semestre de 2010, en comparación con alrededor de 5¼% en el primero. Esta desaceleración refleja un ciclo de existencias normal. A medida que se disipó el temor a una depresión mundial en 2009, las empresas primero redujeron la tasa de agotamiento de las existencias y luego, a medida que la confianza siguió mejorando, comenzaron a reponer las existencias agotadas. Esto promovió un drástico repunte del comercio y de la producción industrial a lo largo del primer semestre de 2010. A medida que esa fase siguió su curso, la reposición de las existencias y, por ende, el comercio y la producción industrial disminuyeron de ritmo en el segundo semestre del año pasado. Sin embargo, en el ínterin, la contracción del exceso de capacidad, las políticas acomodaticias y el nuevo afianzamiento de la confianza y de las condiciones financieras estimularon la inversión y redujeron drásticamente la tasa de destrucción de empleos. El consumo también se fortaleció. En consecuencia, la recuperación es ahora más autosustentable, los riesgos de una recaída de las economías avanzadas han disminuido y la actividad mundial parece estar en condiciones de acelerarse nuevamente.

Con todo, el ritmo de la actividad aún no es uniforme desde el punto de vista geográfico, y el empleo se encuentra rezagado.

- En las grandes economías avanzadas, el crecimiento económico es modesto, especialmente teniendo en cuenta la profundidad de la recesión, y alcanzó apenas 3% en 2010. En Estados Unidos y la zona del euro, la economía está siguiendo una trayectoria tan débil como la observada tras las recesiones de comienzos de los años noventa, a

pesar de que la caída fue mucho más pronunciada (gráfico 1.1, panel central).

- Por el contrario, muchas economías emergentes y en desarrollo han experimentado un crecimiento vigoroso, que superó 7% en 2010, y tienen bajas tasas de desempleo, aunque la desocupación tiende a afectar desproporcionadamente a los jóvenes. En un número creciente de estas economías, se observan indicios de restricciones cada vez más fuertes de la capacidad. Muchas enfrentan fuertes aumentos de los precios de los alimentos, lo cual genera otros retos sociales.
- Globalmente, el crecimiento no es lo suficientemente vigoroso como para producir un impacto profundo en las elevadas tasas de desempleo (gráfico 1.1, panel superior). Alrededor de 205 millones de personas aún están buscando trabajo; es decir, alrededor de 30 millones más que en 2007 a escala mundial, según la Organización Internacional del Trabajo. El aumento del desempleo ha sido muy grave en las economías avanzadas; en las economías emergentes y en desarrollo, el elevado desempleo juvenil es un motivo de inquietud especial, como ya se señaló.

En términos generales, la recuperación está avanzando a dos velocidades: las brechas del producto son amplias en las economías avanzadas y se están cerrando o ya se han cerrado en las economías emergentes y en desarrollo, pero con diferencias notables entre cada grupo de países (capítulo 2). Las economías que van a la zaga de la recuperación mundial por lo general sufrieron profundos shocks financieros durante la crisis, a menudo relacionados con auges de la vivienda y un elevado endeudamiento externo. Entre las economías avanzadas, las de Asia han experimentado un fuerte repunte (gráfico 1.1, panel inferior izquierdo). La recuperación de las economías de la zona del euro que sufrieron un colapso del mercado de la vivienda o que se enfrentan a presiones en los mercados financieros ha sido más débil que la de Alemania y otras economías de la zona del euro. Entre las economías emergentes y en

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

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	Interanual									
			Proyecciones		Diferencia con las proyecciones de enero de 2011		T4 a T4			
	2009	2010	2011	2012	2011	2012	Estimaciones 2010	Proyecciones 2011 2012		
Producto mundial¹	-0,5	5,0	4,4	4,5	0,0	0,0	4,7	4,5	4,4	
Economías avanzadas	-3,4	3,0	2,4	2,6	-0,1	0,1	2,7	2,6	2,5	
Estados Unidos	-2,6	2,8	2,8	2,9	-0,2	0,2	2,7	3,0	2,7	
Zona del euro ²	-4,1	1,7	1,6	1,8	0,1	0,1	2,0	1,5	2,1	
Alemania	-4,7	3,5	2,5	2,1	0,3	0,1	4,0	1,9	2,5	
Francia	-2,5	1,5	1,6	1,8	0,0	0,0	1,5	1,7	2,0	
Italia	-5,2	1,3	1,1	1,3	0,1	0,0	1,5	1,3	1,2	
España	-3,7	-0,1	0,8	1,6	0,2	0,1	0,6	1,1	1,9	
Japón	-6,3	3,9	1,4	2,1	-0,2	0,3	2,5	2,5	1,3	
Reino Unido	-4,9	1,3	1,7	2,3	-0,3	0,0	1,5	2,2	2,4	
Canadá	-2,5	3,1	2,8	2,6	0,5	-0,1	3,2	2,8	2,5	
Otras economías avanzadas ³	-1,2	5,7	3,9	3,8	0,1	0,1	4,8	4,3	3,7	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	-0,8	8,4	4,9	4,5	0,2	0,2	6,1	5,9	3,8	
Economías de mercados emergentes y en desarrollo⁴	2,7	7,3	6,5	6,5	0,0	0,0	7,4	6,9	6,9	
África subsahariana	2,8	5,0	5,5	5,9	0,0	0,1	...	...	...
América Latina y el Caribe	-1,7	6,1	4,7	4,2	0,4	0,1	5,2	5,0	4,6	
Brasil	-0,6	7,5	4,5	4,1	0,0	0,0	5,0	5,0	4,0	
México	-6,1	5,5	4,6	4,0	0,4	-0,8	4,4	4,4	3,7	
Comunidad de Estados Independientes	-6,4	4,6	5,0	4,7	0,3	0,1	4,7	4,5	3,7	
Rusia	-7,8	4,0	4,8	4,5	0,3	0,1	4,7	4,3	3,5	
Excluido Rusia	-3,1	6,0	5,5	5,1	0,4	-0,1	...	...	...
Economías en desarrollo de Asia	7,2	9,5	8,4	8,4	0,0	0,0	9,2	8,4	8,5	
China	9,2	10,3	9,6	9,5	0,0	0,0	9,8	9,4	9,5	
India	6,8	10,4	8,2	7,8	-0,2	-0,2	9,7	7,7	8,0	
ASEAN-5 ⁵	1,7	6,9	5,4	5,7	-0,1	0,0	6,1	5,4	5,6	
Europa central y oriental	-3,6	4,2	3,7	4,0	0,1	0,0	3,7	3,7	4,0	
Oriente Medio y Norte de África	1,8	3,8	4,1	4,2	-0,5	-0,5	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>										
Unión Europea	-4,1	1,8	1,8	2,1	0,1	0,1	2,1	1,8	2,4	
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	-2,1	3,9	3,5	3,7	0,0	0,1	...	...	...
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	-10,9	12,4	7,4	6,9	0,3	0,1	...	...	...
Importaciones										
Economías avanzadas	-12,6	11,2	5,8	5,5	0,3	0,3	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	-8,3	13,5	10,2	9,4	0,9	0,2	...	...	...
Exportaciones										
Economías avanzadas	-12,2	12,0	6,8	5,9	0,6	0,1	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	-7,5	14,5	8,8	8,7	-0,4	-0,1	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)										
Petróleo ⁶	-36,3	27,9	35,6	0,8	22,2	0,5	...	...	...
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	-15,8	26,3	25,1	-4,3	14,1	1,3	...	...	...
Precios al consumidor										
Economías avanzadas	0,1	1,6	2,2	1,7	0,6	0,1	1,6	2,2	1,5	
Economías emergentes y en desarrollo ⁴	5,2	6,2	6,9	5,3	0,9	0,5	6,3	5,9	4,2	
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)⁷										
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	1,1	0,5	0,6	0,9	-0,1	0,0	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	1,2	0,8	1,7	2,6	0,5	0,9	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0,7	0,4	0,6	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 8 de febrero y el 8 de marzo 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 Estonia.

³Excluidos Estados Unidos, la zona del euro y Japón, pero incluido Estonia.

⁴Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan aproximadamente el 79% de las economías emergentes y en desarrollo.

⁵Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

⁶Promedio 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 \$107,16 en 2011 y \$108,00 en 2012.

⁷Tasa a seis meses para Estados Unidos y Japón, y a tres meses para la zona del euro.

desarrollo, las de Asia se encuentran a la vanguardia, seguidas de las de África subsahariana, en tanto que las de Europa oriental recién están comenzando a gozar de un crecimiento significativo.

Las condiciones financieras están mejorando

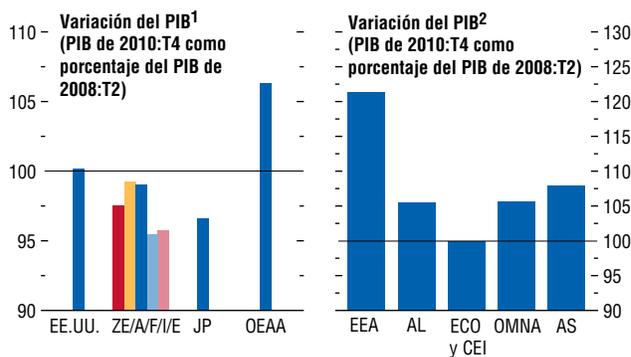
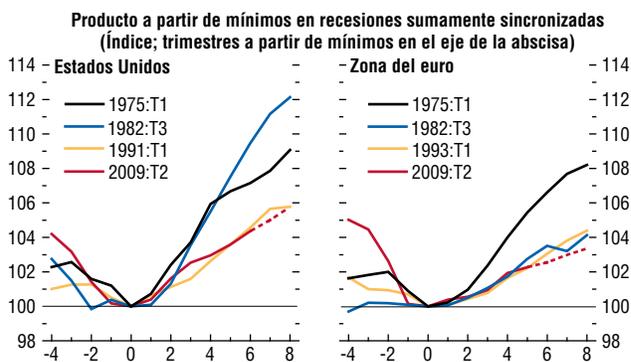
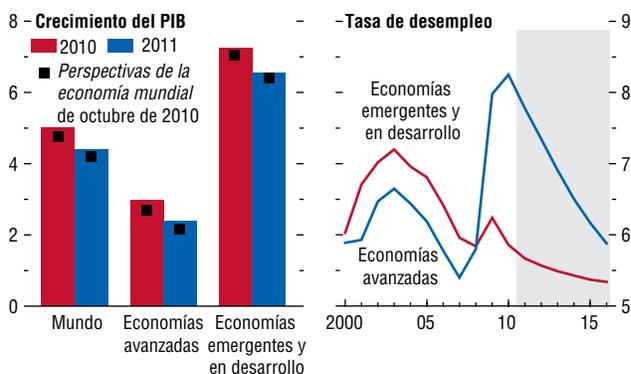
El elevado nivel de las utilidades, que refleja y refuerza resultados generalmente positivos, ha estimulado el avance de los precios de las acciones y empujado a la baja los precios de los bonos, y la volatilidad se ha atenuado (gráfico 1.2, paneles superior e inferior). Los precios de las acciones en las economías emergentes de Asia, América Latina y Estados Unidos se han acercado a los máximos previos a la crisis (gráficos 1.2 y 1.3, paneles superiores). Sin embargo, las acciones financieras en la zona del euro han tenido un desempeño anémico, reflejo de la continua vulnerabilidad de las economías periféricas (gráfico 1.2, panel central). En las economías periféricas de la zona del euro, los diferenciales de los bonos públicos y de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor (*credit default swaps*) de los bancos siguen siendo elevados, lo cual apunta a vulnerabilidades significativas (gráfico 1.4, panel central). En Japón, entre tanto, las acciones van rezagadas debido a la apreciación del yen y al impacto del terremoto reciente. El crecimiento del crédito continúa siendo muy atenuado en las economías avanzadas. Las condiciones de crédito bancario en las grandes economías avanzadas, incluidas las de la zona del euro, se están distendiendo lentamente tras haber ido endureciéndose a lo largo de un período prolongado (gráfico 1.4, panel superior); desde el punto de vista de la pequeña y la mediana empresa, ahora son más favorables o apenas un poco más estrictas. En el ínterin, la expansión del crédito nuevamente ha llegado a niveles elevados en muchas economías de mercados emergentes, sobre todo de Asia y América Latina (gráfico 1.3, panel inferior).

Los flujos de capital internacionales repuntaron con fuerza tras el colapso sufrido durante la crisis, pero aún se mantienen en promedios inferiores a los observados antes de la crisis en muchas economías (gráfico 1.5, paneles central e inferior; capítulo 4). Por lo tanto, los mercados accionarios y el crédito en las economías de mercados emergentes

Gráfico 1.1. Indicadores mundiales

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

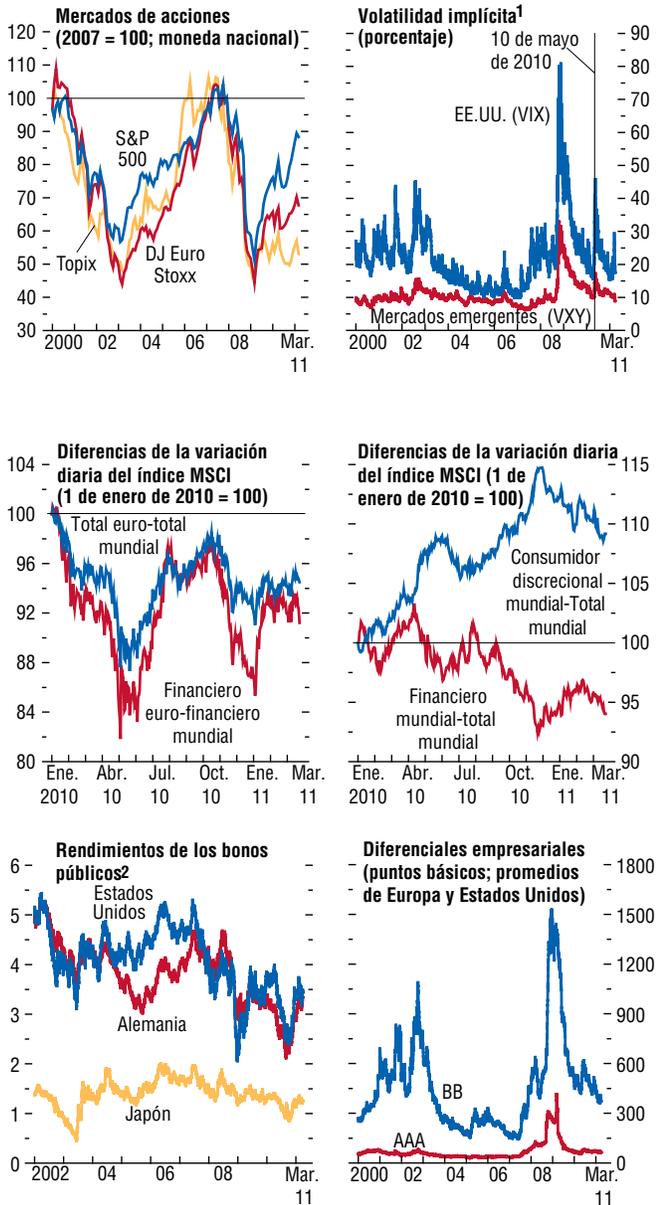
La actividad mundial ha evolucionado más o menos tal como estaba proyectado en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*. El crecimiento es bajo en las economías avanzadas y el desempleo, elevado. En Estados Unidos y la zona del euro, las recuperaciones están siguiendo la misma trayectoria que en la década de 1990, a pesar de que la caída del producto durante la Gran Recesión fue mucho más profunda. Las economías emergentes y en desarrollo que no han sido duramente golpeadas por la crisis ya se encuentran en expansión.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹EE.UU.: Estados Unidos; ZE/A/F/I/E: zona del euro/Alemania/Francia/Italia/España; JP: Japón; OEA: otras economías avanzadas de Asia.
²EAA: 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 la falta de datos, se utilizaron datos anuales para OMNA y AS.

Gráfico 1.2. Evolución reciente de los mercados financieros

Los precios de las acciones se han acercado a los máximos registrados antes de la crisis en Estados Unidos; pero se encuentran rezagados en Europa y Japón como consecuencia de las inquietudes en torno al sector financiero y a las exportaciones, respectivamente. La volatilidad ha disminuido. Los diferenciales empresariales han regresado a niveles bajos. Los rendimientos de los bonos públicos a largo plazo han aumentado gracias al fortalecimiento de la actividad, pero se mantienen por debajo de los niveles de comienzos de 2010.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets 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.
²Bonos públicos a 10 años.

se han reanimado con inusitada rapidez tras caídas profundas (recuadro 1.1). Las alentadoras perspectivas de crecimiento y el nivel relativamente elevado de los rendimientos están atrayendo flujos hacia los mercados emergentes. El nivel anémico de la actividad y el daño sufrido por los sistemas financieros continúan deprimiendo los flujos entre las economías avanzadas. Estas fuerzas plantean retos para las políticas que se analizan con más detalle en este capítulo y en la edición de abril de 2011 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report, GFSR*, por sus siglas en inglés).

- Los flujos de capital hacia algunas de las economías de mercados emergentes más grandes —por ejemplo, Brasil, China, India, Indonesia, México, Perú, Polonia y Turquía— se encuentran dentro de los niveles previos a la crisis, o los superan. Hasta el momento, la recuperación está liderada por los flujos bancarios y de inversiones de cartera; el porcentaje de entradas en forma de inversión extranjera directa va en disminución. Estos hechos no concuerdan con la experiencia y podrían generar inestabilidad en el futuro, e incluso salidas de capital. Sin embargo, durante el otoño de 2010, el repunte de los activos de los mercados emergentes —alimentado por los flujos de capital— volvió a flaquear. En otras regiones, como África oriental y occidental, la afluencia de capitales aún no se ha reavivado mucho.
- La desintermediación financiera causada por la crisis asestó un duro golpe a los flujos entre las economías avanzadas (gráfico 1.5, panel central). Los flujos de capital procedentes de Estados Unidos han retomado los niveles vigentes antes de la crisis, pero se han alejado de las economías avanzadas para orientarse hacia las economías de mercados emergentes. Los flujos de capital procedentes de la zona del euro, especialmente a través de los bancos, continúan muy por debajo de los niveles previos a la crisis. El grueso de esta reducción es atribuible a la disminución de los flujos destinados a otras economías avanzadas, aunque los flujos hacia las economías de mercados emergentes también son débiles.

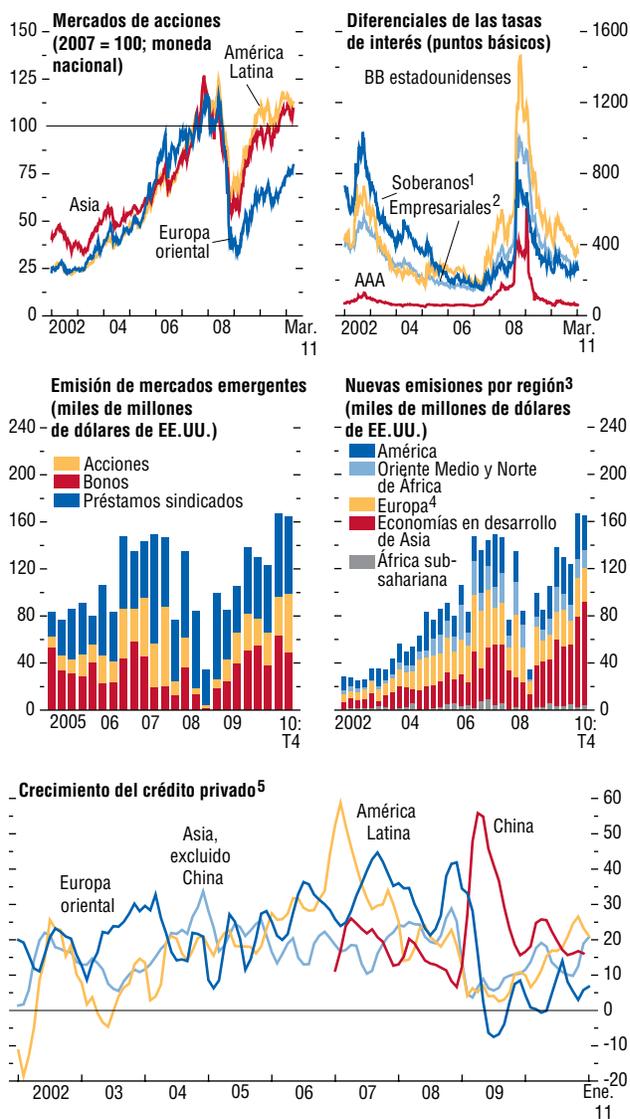
Es poco probable que la evolución de las condiciones financieras brinde un respaldo adicional sig-

nificativo al crecimiento del producto a corto plazo. Dado el estado en que se encuentra la recuperación “real”, la aversión al riesgo y la volatilidad ya son bajas en los grandes mercados financieros, como lo demuestran la recuperación vigorosa de los mercados de acciones y la disminución de los diferenciales de riesgo crediticio. Aunque en las economías avanzadas las condiciones de crédito bancario aún distan de ser normales, lo más probable es que todo nuevo avance sea lento. Los mercados de titulización continúan trastornados. Los bancos necesitarán tiempo para reorientarse hacia depósitos más estables y un régimen de financiamiento mayorista a largo plazo. La adopción de regímenes de supervisión y regulación más estrictos tiene sus buenas razones. Además, es probable que las condiciones sigan siendo volátiles debido a la incertidumbre que continúa rodeando a la resolución de la crisis en la zona del euro. Los índices de las condiciones financieras generales compilados por el personal técnico del FMI confirman esta interpretación cualitativa. Sugieren que las condiciones están mejorando lentamente y en un grado parecido en Estados Unidos, la zona del euro y Japón, y los pronósticos simples apuntan a que esa mejora continuará de manera muy gradual (gráfico 1.4, panel inferior; apéndice 1.1).

Es posible que los flujos de capital vigorosos hacia las principales economías de mercados emergentes continúen, si bien los interrogantes en torno a las políticas macroeconómicas y la incertidumbre geopolítica podrían desacelerarlos a corto plazo. El diferencial de crecimiento entre estas economías y las economías avanzadas no disminuirá significativamente, de acuerdo con las proyecciones. Este hecho, sumado a la capacidad de resistencia de la que dieron muestra las economías emergentes durante la crisis financiera, respalda una mayor reorientación estructural de las carteras hacia estas economías. Sin embargo, la incertidumbre en torno a la magnitud y a la posibilidad de alzas de las tasas de política monetaria para hacer frente a la creciente inflación quizá ya esté frenando estos flujos, junto con la agudización de la incertidumbre geopolítica. El fortalecimiento de la recuperación de Estados Unidos, el aumento de los rendimientos (capítulo 4) y el recrudescimiento de la incertidumbre en la zona del euro también podrían moderarlos.

Gráfico 1.3. Condiciones en los mercados emergentes

Los precios de las acciones en Asia y América Latina están cerca de los máximos registrados antes de la crisis. Además, los diferenciales de crédito han regresado a niveles bajos, los flujos de capital se han intensificado con notable rapidez, y el crecimiento del crédito al sector privado está alcanzando nuevamente altos niveles en muchas economías de mercados emergentes.

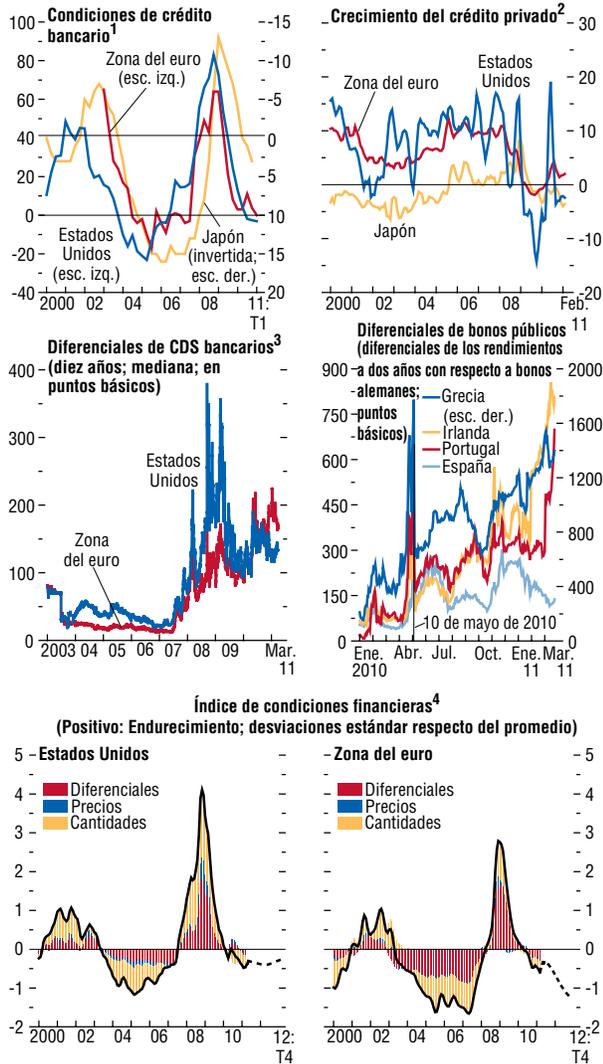


Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

- 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.
- 5Variación porcentual anualizada del promedio trimestral móvil con respecto al promedio trimestral móvil anterior.

Gráfico 1.4. Evolución de los mercados de crédito maduros

Las condiciones de préstamo bancario ya no se están endureciendo significativamente ni volviendo a distender, pero las tasas de crecimiento del crédito siguen siendo muy bajas. Las principales preocupaciones en torno a la estabilidad financiera mundial surgen de las necesidades de financiamiento muy elevadas de los bancos y los entes soberanos, especialmente en los países periféricos de la zona del euro. Cabe prever una mayor distensión paulatina de las condiciones crediticias.



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.

¹Porcentaje de encuestados que declararon que las normas de crédito eran "considerablemente" o "un poco" más estrictas que tres meses antes, menos los que declararon que eran "considerablemente" o "un poco" menos estrictas. Encuesta sobre la evolución de las normas de préstamos o líneas de crédito a empresas en la zona del euro; promedio de encuestas sobre la evolución de las normas de préstamos comerciales/industriales e inmobiliarios comerciales en Estados Unidos; índice de difusión de condiciones "acomodaticias" menos "estrictas", encuesta Tankan de actitud de préstamo de las instituciones financieras de Japón.

²Variación porcentual anualizada del promedio trimestral móvil con respecto al promedio trimestral móvil anterior.

³CDS = swaps de riesgo de incumplimiento del deudor (*credit default swap*).

⁴Los datos históricos son mensuales y las proyecciones (líneas punteadas) son trimestrales.

Los precios de las materias primas están repuntando

Los precios de las materias primas han retomado niveles elevados con rapidez, debido a factores tanto estructurales como cíclicos y especiales, y las presiones continúan siendo fuertes en los mercados. El principal cambio estructural es el veloz crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo, que ha incrementado y transformado el consumo de materias primas. Al mismo tiempo, la oferta ha tardado en responder y la producción se ha topado con costos marginales extremadamente más altos. El factor cíclico principal fue un crecimiento inesperadamente vigoroso de la demanda de materias primas durante el segundo semestre de 2010, que empujó los precios del petróleo de 2011 a alrededor de \$90 el barril a comienzos de enero de 2011, frente a los \$83 el barril previstos en abril de 2010. Entre los factores especiales cabe mencionar una producción inesperadamente baja de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) cuando los precios superaron \$70-\$80, una banda considerada "justa" en declaraciones previas, lo cual avivó la inquietud del mercado en torno a la oferta. Otro factor especial han sido los disturbios en Oriente Medio y Norte de África desde enero de 2011. En el caso de los alimentos, el principal factor especial fueron los shocks de la oferta causados por las condiciones meteorológicas.

Una demanda mundial de materias primas superior a la prevista ha reducido las existencias y provocado un aumento fuerte, sostenido y generalizado de los precios (apéndice 1.2). El índice general de precios de las materias primas del FMI subió 32% entre mediados de 2010 y febrero de 2011, recuperando alrededor de tres cuartas partes de la disminución de 55% ocurrida tras el máximo cíclico de julio de 2008 a comienzos de 2009. Los precios de los alimentos están cerca de los máximos de 2008. Afortunadamente, las buenas cosechas de África subsahariana han brindado cierta protección a cierta parte de la población pobre del mundo. Sin embargo, los disturbios sociales de Oriente Medio y Norte de África podrían generar nuevas presiones al alza sobre los precios de los alimentos si los gobiernos de los grandes importadores de cereales dentro y fuera de esa zona incrementan los volúmenes de compra para garantizar una oferta suficiente en estos

mercados, en que los precios internos de los alimentos están subsidiados.

Se prevé que la oferta de materias primas responderá al avance de los precios en 2011. Existe capacidad ociosa en el sector energético, lo cual podría compensar las pérdidas de producción atribuibles a la guerra civil libia, y la normalización prevista de las condiciones meteorológicas debería estimular la producción agrícola. Al mismo tiempo, el crecimiento de la demanda debería moderarse ligeramente, siguiendo los patrones cíclicos usuales. Todos estos hechos se traducirían en un crecimiento más equilibrado tanto de la oferta como de la demanda. Sin embargo, las perspectivas de los mercados petroleros siguen siendo más bien inciertas, ya que los riesgos geopolíticos para la oferta pueden crear impresiones cambiantes.

- La oferta de petróleo crudo está respondiendo lentamente al repunte actual de la demanda, y esto es en gran medida reflejo de la orientación que ha imprimido a sus políticas la OPEP. Las limitaciones de la capacidad fuera de la OPEP y el trastorno de la producción libia significan que la presión sobre la producción de crudo de otros proveedores de la OPEP aumentará en 2011¹. Los actuales niveles de capacidad excedentaria de la OPEP, estimados en alrededor de 4½% de la demanda mundial, son suficientes para compensar la pérdida de la oferta libia y atender el aumento esperado de la demanda. Si la oferta responde debidamente, debería poner freno a nuevas presiones al alza sobre los precios. Las actuales proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* están basadas en los precios de los mercados de futuros durante marzo de 2011, cuando los precios del petróleo se estabilizaron en torno a \$108 el barril; es decir, alrededor de 35% más que en 2010 y 20% más que los niveles contemplados para 2011 en la actualización de enero de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*.

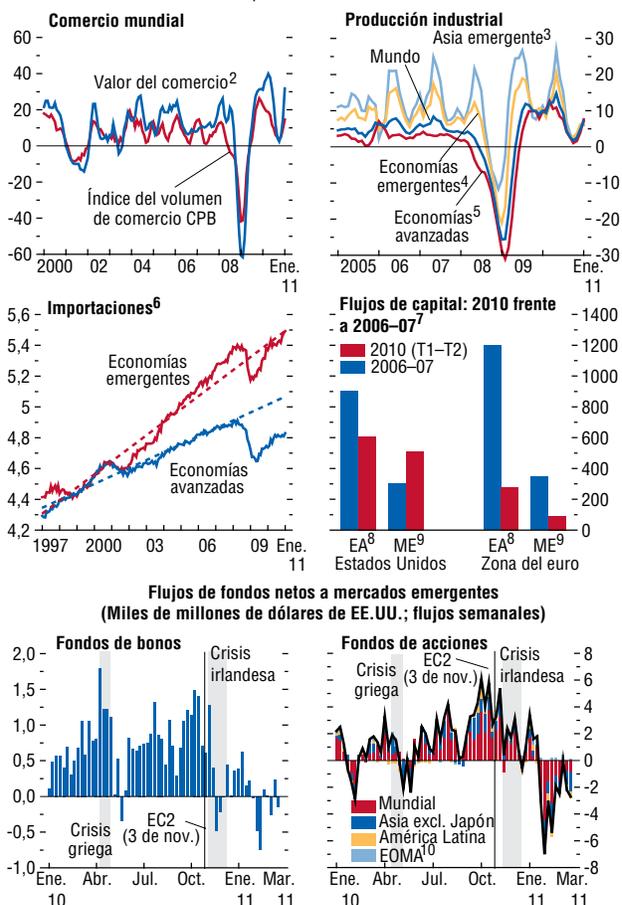
- La producción mundial de alimentos debería recuperarse rápidamente de los recientes shocks de la oferta; el aumento de la superficie cultivable mundial y la normalización de las condiciones

¹La 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, incluida la producción de líquidos de gas natural (LGN) por parte de la OPEP.

Gráfico 1.5. Indicadores corrientes y anticipados del comercio internacional¹

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

El comercio mundial y la producción industrial se desaceleraron durante el segundo semestre de 2010, un hecho que refleja el ciclo de existencias mundial. Las importaciones de las economías emergentes y en desarrollo han retomado las tendencias previas a la crisis, pero continúan rezagadas en las economías avanzadas. Los flujos de capital de las economías avanzadas hacia las economías emergentes han repuntado. Sin embargo, según algunos indicadores, disminuyeron durante el otoño de 2010. Los flujos entre las economías avanzadas continúan deprimidos.



Fuentes: Bureau of Economic Analysis; Tesoro estadounidense; EPFR Global; Banco Central Europeo; Haver Analytics; Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos, para el índice del volumen de comercio CPB; 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.

²En DEG.

³China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.

⁴Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

⁵Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.

⁶Valor efectivo (línea sólida) frente a tendencia lineal logarítmica de 1997-2006 (línea punteada).

⁷Miles de millones de dólares de EE.UU. para Estados Unidos y de euros para la zona del euro, anualizados.

⁸EA = economías avanzadas.

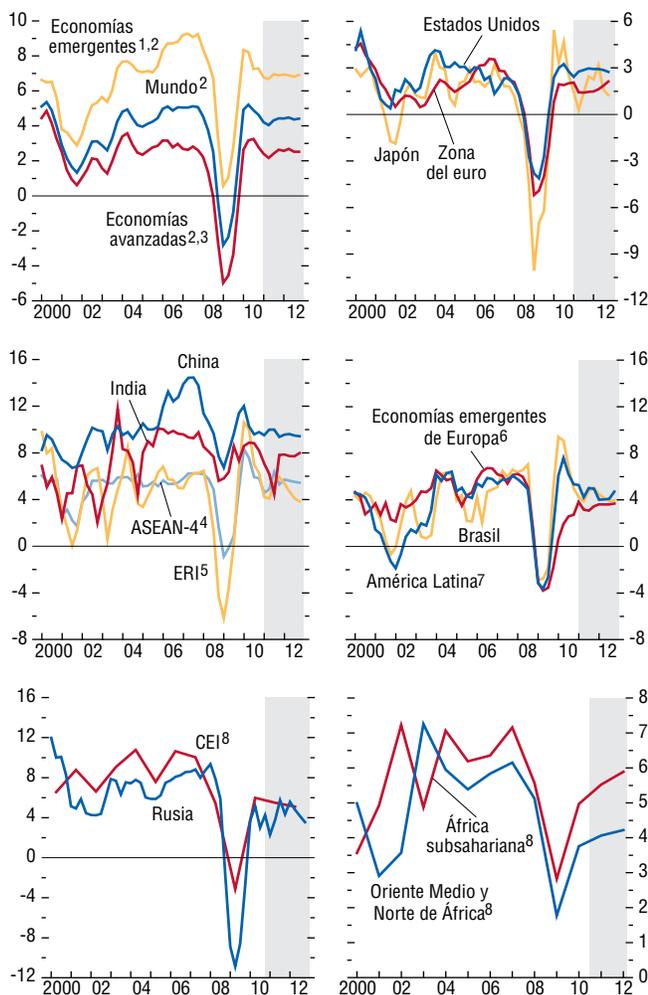
⁹ME = economías de mercados emergentes.

¹⁰EOMA = Europa, Oriente Medio y África.

Gráfico 1.6. Perspectivas mundiales

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

Según las proyecciones, el crecimiento mundial volverá a acelerarse. Sin embargo, la recuperación seguirá transcurriendo a dos velocidades, con un crecimiento vigoroso en las economías emergentes y en desarrollo, pero no en las avanzadas. La actividad se modificaría ligeramente en las economías emergentes de Asia y América Latina, después de fuertes repuntes, a medida que comiencen a sentirse las limitaciones de la capacidad.



Fuentes: Haver Analytics y base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

¹China, India, Rusia, Sudáfrica, Turquía y las economías enumeradas en las notas de pie de las páginas 4, 6 y 7.

²Incluye solamente las economías que declaran datos trimestrales.

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

⁴Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

⁵Las economías recientemente industrializadas (ERI) de Asia comprenden Corea, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Singapur.

⁶Bulgaria, Hungría, Letonia, Lituania y Polonia.

⁷Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

⁸Variación porcentual anual respecto de un año antes. Los datos agregados de Oriente Medio y Norte de África excluyen a Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

meteorológicas apuntan a perspectivas favorables para las cosechas de 2011. Como llevará tiempo reponer los bajos niveles de las existencias, los precios probablemente seguirán siendo más volátiles que de costumbre. Los gobiernos deberán cerciorarse de que los pobres tengan suficiente acceso a los alimentos mientras los precios se mantienen elevados.

En cuanto a las perspectivas a mediano plazo para las materias primas más importantes, las inquietudes en torno a la escasez de recursos (capítulo 3) son palpables y generalizadas. Una disminución paulatina y significativa del crecimiento tendencial de la oferta de petróleo es efectivamente posible, pero podría producir apenas un efecto a la baja limitado sobre el crecimiento mundial anual, de menos de ¼% a mediano plazo. Este efecto relativamente pequeño refleja el modesto porcentaje que le corresponde al petróleo en el consumo y la producción económica global, así como el margen que existe para que la producción y el consumo se adapten al alza de los precios a largo plazo. Sin embargo, debido a que las elasticidades de la oferta y la demanda a corto plazo son bajas (y están disminuyendo), esa tendencia también podría provocar variaciones abruptas de los precios que podrían tener efectos a corto plazo muy perjudiciales para la actividad económica.

Las perspectivas apuntan a una consolidación de la recuperación

En vista de las mejoras ocurridas en los mercados financieros, el vigor de la actividad de muchas economías emergentes y en desarrollo, y el afianzamiento de la confianza en las economías avanzadas, las perspectivas económicas para 2011–12 son favorables, a pesar de la nueva volatilidad provocada por el temor a trastornos en la oferta de petróleo. Al igual que en la actualización de enero de *Perspectivas de la economía mundial*, la actividad se recuperaría tras la caída reciente y el crecimiento mundial rondaría 4½% en 2011–12 (cuadro 1.1; gráfico 1.6, panel superior). Se prevé que el PIB real aumente alrededor de 2½% en las economías avanzadas y 6½% en las economías emergentes y en desarrollo. Esto implica una desaceleración ligera en comparación con las tasas de crecimiento alcanzadas en 2010.

Los indicadores anticipados ya muestran indicios de un repunte del crecimiento tras la desaceleración impulsada por las existencias. Después de mantenerse estancada durante gran parte del otoño, la producción industrial ha comenzado a cobrar velocidad nuevamente; este hecho está reflejado en los niveles más expansivos que se observan en los índices PMI (Manufacturing Purchasing Managers Index) (gráfico 1.7, panel superior). Los índices correspondientes al sector de los servicios llevan a pensar que la recuperación se está ampliando hasta llegar a esta extensa parte de la economía mundial. Las ventas minoristas son vigorosas en las economías de mercados emergentes y se han reavivado en las economías avanzadas, lideradas por Estados Unidos (gráfico 1.7, panel central). A la vez, se prevé que el impacto de las alzas recientes de los precios del petróleo será relativamente limitado². Una interpretación mucho más amplia de los indicadores coincidentes, resumida en el diagrama de evolución del crecimiento del FMI, confirma que se ha recobrado el impulso (gráfico 1.8, panel superior).

Varias fuerzas están interactuando para impulsar la recuperación:

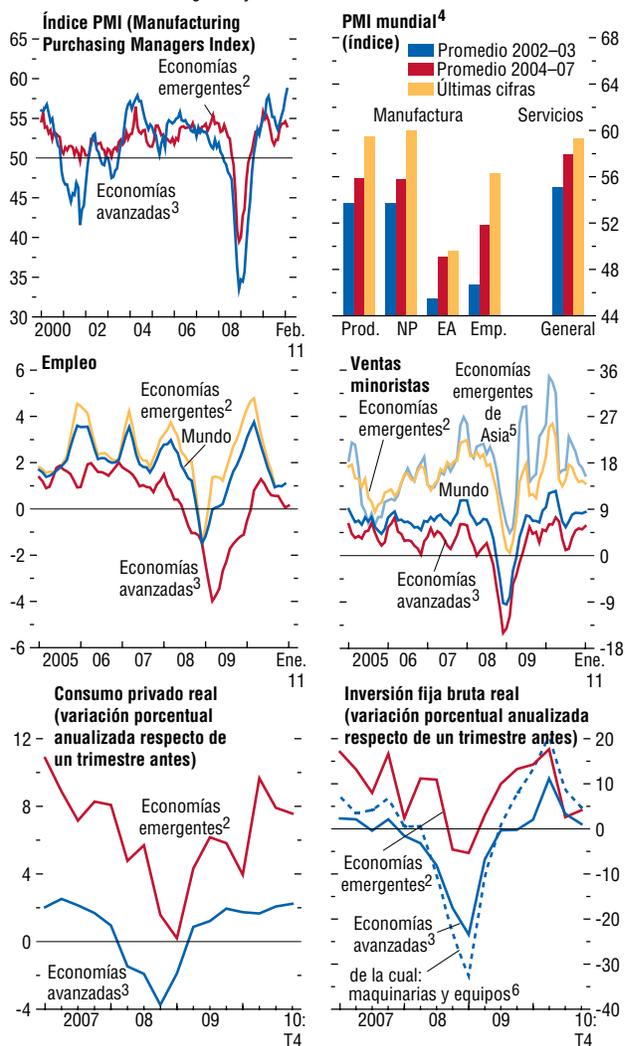
- En las economías avanzadas, la inversión se está recuperando con el repunte de la producción industrial porque la masa de capital ha disminuido y el exceso de capacidad es pequeño (gráficos 1.7 y 1.8, paneles inferiores). El repunte de la producción se está beneficiando de tasas de interés bajas, condiciones de financiamiento cada vez más propicias y, en términos generales, balances empresariales sanos y buenos niveles de rentabilidad. Al mismo tiempo, el consumo se

²La proporción del factor petróleo implicaría pérdidas del producto de poco más de 1/2 punto porcentual, suponiendo que el alza de los precios de febrero y marzo es permanente. Sin embargo, existen factores mitigantes importantes que suavizarían notablemente el efecto en el crecimiento mundial. Los subsidios a los combustibles en muchas economías emergentes y en desarrollo protegen a los usuarios finales de los aumentos de los precios mundiales del petróleo, al menos temporalmente. La mejora de los términos de intercambio de los exportadores de petróleo conducirán a un aumento de las importaciones procedentes de los importadores de petróleo, y también a un aumento del gasto público en programas sociales en algunas economías de Oriente Medio. Por último, en vista de que los trastornos de la oferta supuestamente perderán algo de intensidad a lo largo del año, los usuarios finales podrían hacer frente al alza del gasto en petróleo en parte recurriendo a sus ahorros.

Gráfico 1.7. Indicadores corrientes y anticipados del crecimiento¹

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

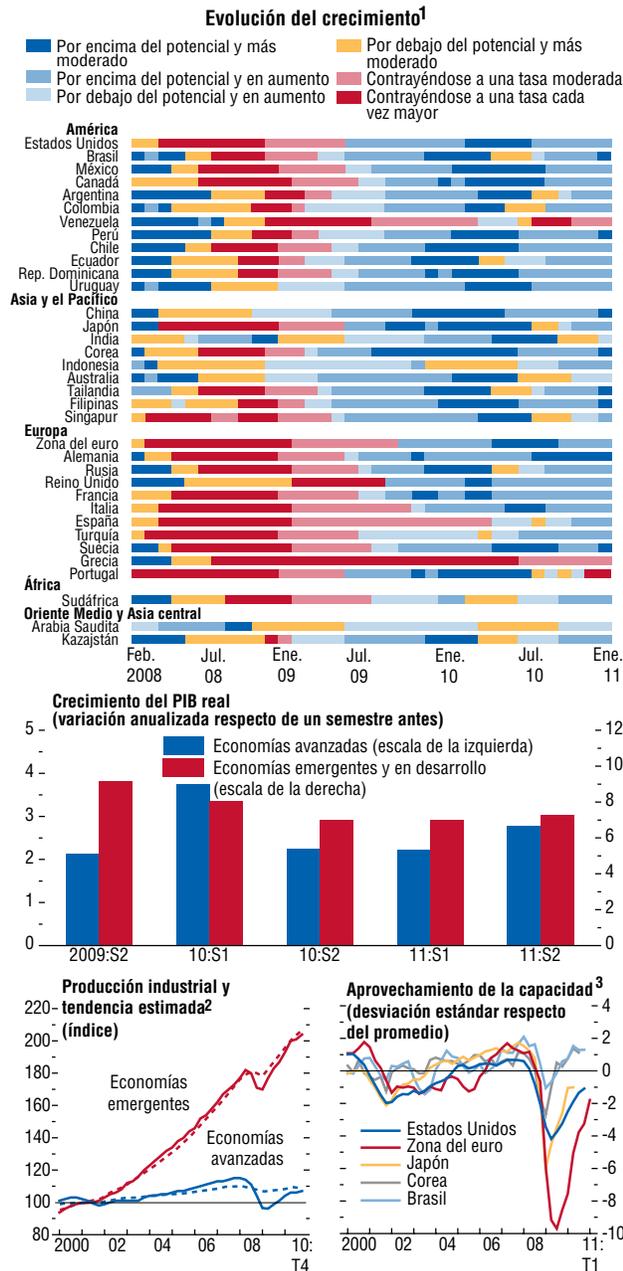
Los indicadores anticipados siguen apuntando a la expansión y a un crecimiento más elevado en el primer semestre de 2011. El consumo se ha fortalecido poco a poco en las economías avanzadas. Aunque la inversión recientemente ha sido menos dinámica en estas economías, debería repuntar nuevamente a medida que vuelva a acelerarse la producción. Los indicadores apuntan a una actividad vigorosa ininterrumpida en muchas economías emergentes y en desarrollo.



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, Pakistán, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.
³Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.
⁴NP: nuevos pedidos; EA: existencias adquiridas; Emp.: empleo.
⁵China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.
⁶Promedios ponderados basados en la paridad del poder adquisitivo de los metales y maquinaria correspondientes a la zona del euro; plantas y equipo a Japón; plantas y maquinaria al Reino Unido, y equipo y programas informáticos a Estados Unidos.

Gráfico 1.8. Perspectivas de la actividad a corto plazo

La interpretación de un considerable número de indicadores de numerosos países lleva a pensar que la actividad está volviendo a acelerarse en muchos casos. En las economías avanzadas, la producción industrial se mantiene más bien baja, teniendo en cuenta el estado de la demanda reflejado por el PIB. Esto se debe a que el consumo de bienes duraderos ha sido postergado, y lo mismo ocurre con la inversión. A lo largo del año próximo, esa situación probablemente se revertirá en cierta medida.



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

¹La evolución del crecimiento se describe en Matheson (2011). Dentro de cada región los países se clasifican por el tamaño de su economía.

²La tendencia (líneas punteadas) se estima mediante una relación cointegradora de la producción industrial con el PIB de la economía avanzada o emergente, respectivamente.

³Los datos están estandarizados en base a promedios y desviaciones estándar tomadas de los 10 años anteriores a la crisis.

ve estimulado por la disminución del número de despidos, la recuperación paulatina del empleo y compras de bienes duraderos que habían sido postergadas³. No se prevé que las tasas de ahorro de los hogares aumenten mucho durante el próximo par de años (gráfico 1.9, panel central). Por ende, se espera que el desapalancamiento continúe al ritmo actual, excepto en algunas economías de la zona del euro que aún están luchando con la crisis (gráfico 1.9, panel inferior).

- En gran parte de América Latina y Asia y en las economías de bajo ingreso de África subsahariana, la recuperación ha empujado al producto a los máximos registrados antes de la crisis, y muchas economías ya se encuentran en fase de expansión (gráfico 1.6, paneles central e inferior). En estas economías, la actividad está impulsada por políticas macroeconómicas acomodaticias, el aumento de las exportaciones y de los precios de las materias primas y, en varios casos, la afluencia de capitales. Las proyecciones también contemplan un crecimiento elevado constante en África subsahariana, gracias a la fortaleza sostenida de la demanda interna y a la expansión de la demanda internacional de materias primas (gráfico 1.6, panel inferior). Las perspectivas económicas de Oriente Medio son más bien diversas y siguen siendo más bien inciertas en el momento de cerrar la edición de este informe. En Europa oriental y las economías de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) duramente golpeadas por la crisis, la actividad también se está reavivando.

De acuerdo con las proyecciones, la presión inflacionaria se extenderá, principalmente en las economías emergentes y en desarrollo. A nivel mundial, el nivel general de inflación subió a 4% en febrero; en las economías avanzadas, superó el 2%, y en las economías emergentes y en desarrollo superó el 6% (gráfico 1.10, panel superior). Esto refleja principalmente el comportamiento de los precios de los alimentos y de la energía, y el hecho de que estos componentes tienen una ponderación mayor en el índice de precios al consumidor (IPC) de los países de ingreso más bajo. Por ende, la inflación

³La postergación de esas compras condujo en 2009 a una caída inusualmente fuerte de la producción industrial con relación al PIB (gráfico 1.8, panel inferior).

subyacente está muy por debajo del nivel general de inflación, aunque ha aumentado rápidamente en las economías emergentes y en desarrollo, de 2¼% en marzo de 2010 a 3¾% en febrero de 2011. Según las proyecciones, la inflación subyacente continuará aumentando a medida que disminuya lentamente el exceso de capacidad. El nivel general de inflación se moderará si los precios de las materias primas se estabilizan en términos generales, como está previsto.

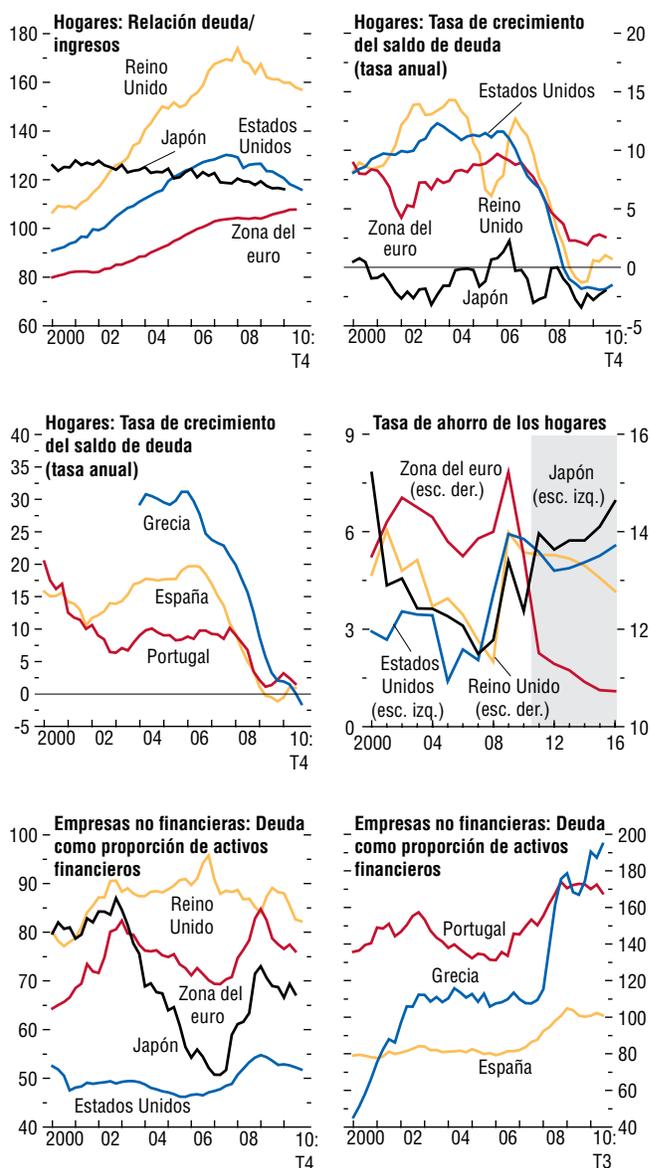
- En las economías avanzadas, el nivel general de inflación se ubicaría nuevamente por debajo de 2% en 2011, asentándose en torno a 1½% en el curso de 2012, a medida que se moderen las alzas de los precios de la energía y de los alimentos y que los sueldos se aceleren apenas gradualmente en un contexto de debilidad de los mercados laborales (véase el cuadro 1.1).
- En las economías emergentes y en desarrollo, la presión inflacionaria se está extendiendo (gráfico 1.10, paneles superior e inferior). Si los precios de los alimentos y de la energía se mantienen globalmente estables, las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* sitúan el nivel general de inflación cerca de 7% en 2011 y contemplan una caída por debajo de 5% en 2012 (véase el cuadro 1.1).

La proyección supone que las políticas macroeconómicas en general continuarán brindando apoyo a la actividad. En las grandes economías avanzadas, los mercados financieros prevén solo un endurecimiento limitado de las políticas monetarias durante el próximo año (gráfico 1.11, panel superior). Se proyecta un endurecimiento modesto de la política fiscal en 2011, tras cierta distensión en 2010 (gráfico 1.12, panel central). Los mercados también estiman que las economías de mercados emergentes y en desarrollo no suprimirán demasiado la orientación acomodaticia de la política monetaria (gráfico 1.11, panel inferior). Las inquietudes sobre un posible traspies de la recuperación mundial a causa de la adopción de políticas fiscales más estrictas en las economías avanzadas parecen menos justificadas. Primero, la supresión del estímulo fiscal proyectada para 2011 parece ser ahora limitada, y alcanzaría apenas ¼% del PIB. Segundo, la demanda privada parece estar sustituyendo a la demanda pública como motor del crecimiento incluso en las economías avanzadas, como lo demuestra por ejemplo la recuperación

Gráfico 1.9. Balances y tasas de ahorro

(Porcentaje)

En muchas economías avanzadas se encuentra en marcha un proceso de desapalancamiento, principalmente en el sector de los hogares. Sin embargo, no se prevé que las tasas de ahorro suban mucho en los dos próximos años, lo cual sugiere un aumento paulatino del consumo a medida que repunte el empleo. Las condiciones siguen siendo vulnerables en los países periféricos de la zona del euro.

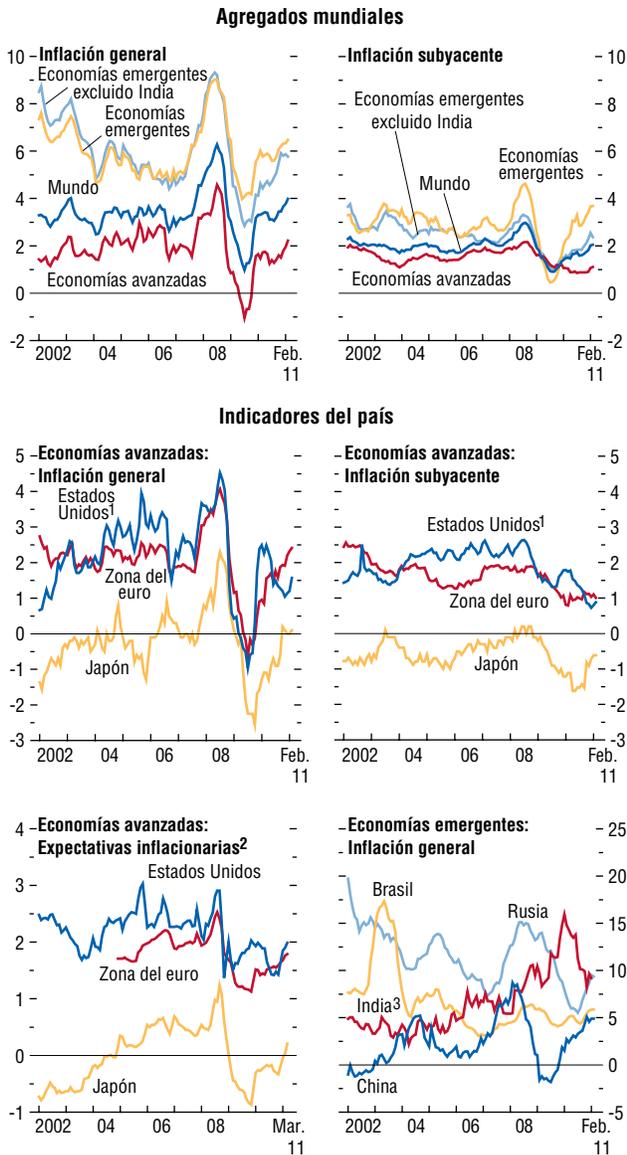


Fuentes: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 1.10. Inflación mundial

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

La inflación está en aumento en todos lados. Sin embargo, la inflación subyacente y los salarios se mantienen en niveles moderados en las economías avanzadas, frenados por un desempleo elevado. En muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, las presiones inflacionarias se están extendiendo, en un contexto de políticas macroeconómicas acomodaticias y limitaciones de capacidad cada vez más restrictivas.



Fuentes: Consensus Economics; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Deflactor del gasto de consumo personal.

² *Consensus Forecasts* a un año. Los valores de diciembre corresponden al promedio de los valores registrados entre noviembre y enero.

³ Índice de precios al consumidor para trabajadores industriales.

ininterrumpida de la zona del euro, a pesar de una orientación fiscal mayormente neutral durante 2010.

Los riesgos son más pequeños, pero siguen inclinándose a la baja

La incertidumbre en torno a las perspectivas para 2011 ha disminuido desde la edición de octubre de 2010 de este informe. Sin embargo, los riesgos a la baja han recrudecido desde la actualización de enero de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, más que nada como consecuencia de la incertidumbre geopolítica.

La disminución de la incertidumbre desde 2010 la confirma la distribución de las proyecciones de la curva de rendimiento y la inflación efectuadas por los analistas, así como los datos sobre los precios de las opciones del índice Standard & Poor's (S&P) 500 y sobre el petróleo, que aparecen resumidos en el gráfico de abanico del FMI (gráfico 1.13, panel superior).

Concretamente, la dispersión de los pronósticos de los analistas referentes al crecimiento del PIB real es sustancialmente más pequeña que en 2010 y ahora está cerca de la línea de referencia histórica (gráfico 1.13, panel inferior). El gráfico de abanico sugiere que, desde el punto de vista de los mercados, siguen existiendo más posibilidades de una sorpresa al alza que de una sorpresa a la baja para el crecimiento a raíz de los precios de las acciones (gráfico 1.13, panel central)⁴. Es interesante comprobar que, si bien los expertos proyectan en general un nivel de inflación notablemente más alto, ahora opinan que hay más margen para que la inflación sorprenda a la baja y no al alza, lo cual tiene implicaciones contrarias para las sorpresas en torno al crecimiento del PIB real. Sin embargo, este resultado está basado fundamentalmente en proyecciones para Estados Unidos, Japón y China.

El principal riesgo a la baja para el crecimiento está relacionado con la posibilidad de que los precios del petróleo sorprendan nuevamente con alzas debido a trastornos de la oferta. Para evaluar estos riesgos con más detalle, el personal técnico del FMI formuló un escenario a la baja en el cual trastornos provisionales e inesperadamente profundos de la oferta empujan

⁴ Elekdag y Kannan (2009) contiene detalles sobre la elaboración del gráfico de abanico.

los precios del petróleo a un promedio de \$150 el barril para 2011, tras lo cual descienden al nivel previsto para 2012. En las economías avanzadas, el nivel del PIB real de 2012 sería $\frac{3}{4}$ de punto porcentual menor que en las proyecciones actuales de *Perspectivas de la economía mundial*; en las economías emergentes y en desarrollo, los efectos variarían ampliamente, desde una pérdida del producto de casi $\frac{3}{4}$ % en Asia y África subsahariana a $\frac{1}{2}$ % en América Latina, a ganancias del producto en Oriente Medio y Norte de África y en la Comunidad de Estados Independientes. Las pérdidas del producto mundial serían mucho más graves si el shock de la oferta petrolera fuera permanente.

Según la edición de abril de 2011 de *GFSR*, los riesgos financieros se han atenuado desde octubre de 2010. El fortalecimiento del desempeño macroeconómico y las perspectivas prometedoras de los activos de los mercados emergentes están apuntalando la estabilidad financiera general. Las condiciones macroeconómicas acomodaticias están contribuyendo a disipar los riesgos para los balances y alimentando el apetito de riesgo. Sin embargo, detrás de esta evolución favorable de los mercados aún acechan vulnerabilidades fiscales y financieras significativas, sobre todo en la zona del euro. A nivel más general, los riesgos a la baja los generan el elevado nivel de apalancamiento y las limitadas mejoras de la calidad del crédito en las economías avanzadas, así como la intensificación paulatina de los riesgos crediticios en algunas grandes economías de mercados emergentes.

Los riesgos a la baja más graves para la estabilidad económica y financiera mundial son los siguientes:

- **Debilidad de los balances soberanos en las economías avanzadas:** Los riesgos están vinculados a las grandes necesidades de financiamiento de los entes soberanos y a la posibilidad de fuerte volatilidad de las primas de riesgo y las tasas de interés. En este momento, se centran en las economías vulnerables de la zona del euro (como se explica más adelante). Sin embargo, también genera riesgos la política fiscal de Estados Unidos, en vista de las grandes necesidades de financiamiento y la fuerte dependencia de fuentes externas⁵. Como se ha señalado

⁵Véase el recuadro 1.4 de la edición de octubre de 2010 de este informe.

Gráfico 1.11. Medidas de política monetaria y liquidez en algunas economías avanzadas y de mercados emergentes

(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

Las tasas de interés reales a corto plazo son adecuadamente bajas en muchas economías avanzadas y no se prevé que aumenten mucho durante el próximo año. Sin embargo, las tasas de interés parecen ser bajas también en muchas economías de mercados emergentes. En general, no se espera ningún aumento significativo de las tasas de política monetaria durante el próximo año.



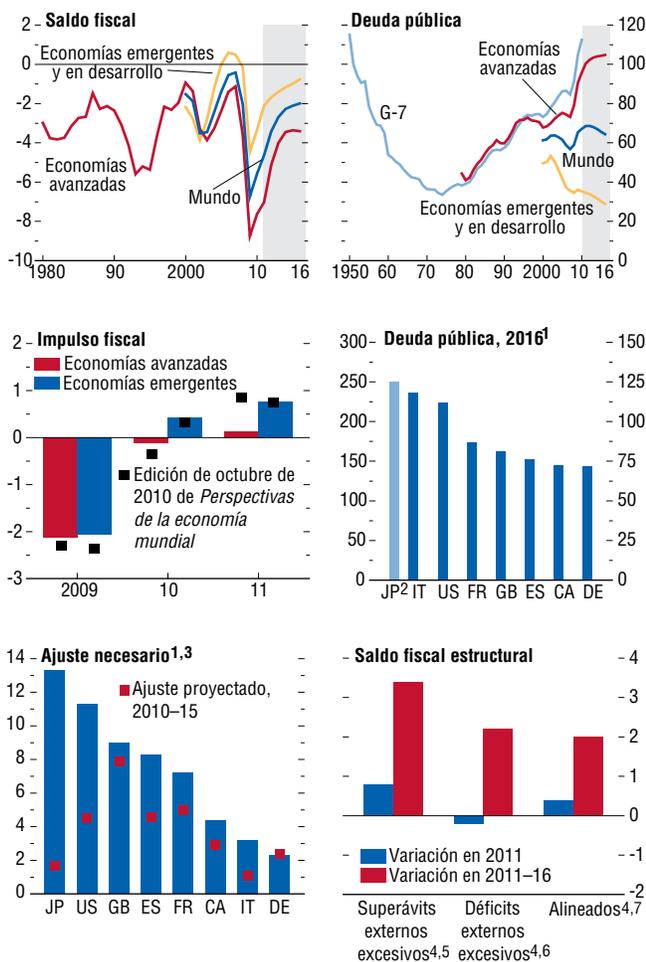
Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Consensus Economics; Eurostat; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Letras del tesoro a tres meses.
²En relación con la inflación subyacente.
³Las expectativas se basan en la tasa de fondos federales (Estados Unidos), la tasa promedio interbancaria a un día en libra esterlina (Reino Unido) y las tasas a término ofrecidas en el mercado interbancario en euros (Europa); datos actualizados al 4 de abril de 2011.
⁴Las líneas punteadas corresponden a la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.
⁵Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
⁶Bulgaria, Hungría, Letonia, Lituania y Polonia.
⁷BR: Brasil; CL: Chile; CN: China; CO: Colombia; ID: Indonesia; IN: India; KR: Corea; MX: México; MY: Malasia; PE: Perú; PH: Filipinas; PL: Polonia; TH: Tailandia; TR: Turquía; TW: provincia china de Taiwán; ZA: Sudáfrica.
⁸Datos de febrero de 2011. Tasa interbancaria a un día en Turquía.

Gráfico 1.12. Saldos fiscales del gobierno general y deuda pública

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

Los déficits fiscales y la deuda pública son muy elevados en muchas economías avanzadas. Aunque se redujo mucho el estímulo infundido en 2010, el crecimiento del PIB real repuntó, lo cual sugiere que la demanda privada está reemplazando a la pública. Para 2011 se prevé una consolidación fiscal modesta en las economías avanzadas. En consecuencia, el ajuste necesario para lograr niveles prudentes de deuda para 2030 sigue siendo muy grande. El ajuste fiscal será mayor en las economías con grandes superávits externos que en las economías con déficits profundos, lo cual concuerda con un recrudescimiento de los desequilibrios mundiales.



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

¹ CA: Canadá, DE: Alemania, ES: España, FR: Francia, GB: Reino Unido, IT: Italia,

JP: Japón, US: Estados Unidos.

² Escala izquierda para Japón.

³ Ajuste del saldo primario cíclicamente ajustado necesario para reducir el coeficiente de deuda a 60% en 2030. Para Japón, el escenario supone 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.

⁴ En base al Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio (CGER) del personal técnico del FMI. Las economías 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 subvaloración y la sobrevaloración de los tipos de cambio en Lee *et al.* (2008).

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

⁶ Estas economías representan 27,4% del PIB mundial.

⁷ Estas economías representan 39,2% del PIB mundial.

en otras ediciones de *Perspectivas de la economía mundial*, existe escaso riesgo de un aumento pronunciado y generalizado de las tasas de los bonos públicos a corto plazo, pero sí existe la posibilidad de variaciones repentinas, sobre todo de las primas de riesgo, que podrían poner en peligro la estabilidad financiera mundial⁶.

- **Desequilibrios en los mercados inmobiliarios:** Los mercados inmobiliarios de varias economías avanzadas están desfallecientes. Los riesgos a la baja planteados por las existencias ocultas de hogares en peligro de ejecución hipotecaria en Estados Unidos aún son significativos, factor que analiza con más profundidad la edición de abril de 2011 de *GFSR*. Mientras tanto, están surgiendo nuevos riesgos en torno al auge inmobiliario en economías de mercados emergentes.
- **Sobrecalentamiento de las economías de mercados emergentes:** El crecimiento de estas economías podría sorprender por su vigor a corto plazo gracias a políticas macroeconómicas relativamente expansivas (como se explica más adelante), pero los riesgos a mediano plazo son a la baja. Esos riesgos se analizan en el recuadro 1.2, que presenta un escenario alternativo a las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* basado en condiciones cíclicas más restrictivas en las economías de mercados emergentes que las que suponen las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. En este escenario, el aumento de las

⁶ Esto se debe a que, conforme a las proyecciones, la recuperación de las economías avanzadas será moderada y el ahorro de las economías de mercados emergentes con superávits aumentará en relación con la inversión, y también a que existen pocas alternativas en las economías de mercados emergentes que realmente puedan tomar el lugar del gran volumen de instrumentos de deuda emitidos por las economías avanzadas (véase el capítulo 1 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*). Dobbs y Spence (2011) sostienen que la economía mundial pronto tendrá que hacer frente a una escasez de capital, y no a una abundancia, a medida que la rápida urbanización de las economías emergentes y en desarrollo promueva la demanda de infraestructura al mismo tiempo que el reequilibramiento de la demanda de China y la evolución demográfica de las economías avanzadas reducen la oferta de ahorros. Sin embargo, el aumento eventual de las tasas de interés reales depende de muchos factores que son difíciles de predecir; entre ellos, las perspectivas de inversión en sociedades que están envejeciendo, las edades de jubilación, la relación entre el envejecimiento y la salud, la evolución financiera de las economías emergentes y en desarrollo, la migración internacional, los cambios tecnológicos y las políticas coyunturales.

tasas de interés, el debilitamiento del crecimiento del ingreso futuro y el impacto del ajuste fiscal corrigen los excesos acumulados durante la fase de auge, pero provocan un colapso económico mundial que incluye una fuerte caída de los precios de las materias primas. Los desequilibrios mundiales entre las economías avanzadas y las economías emergentes de Asia volverían a agudizarse en este escenario, en tanto que los desequilibrios entre los exportadores de materias primas disminuirían.

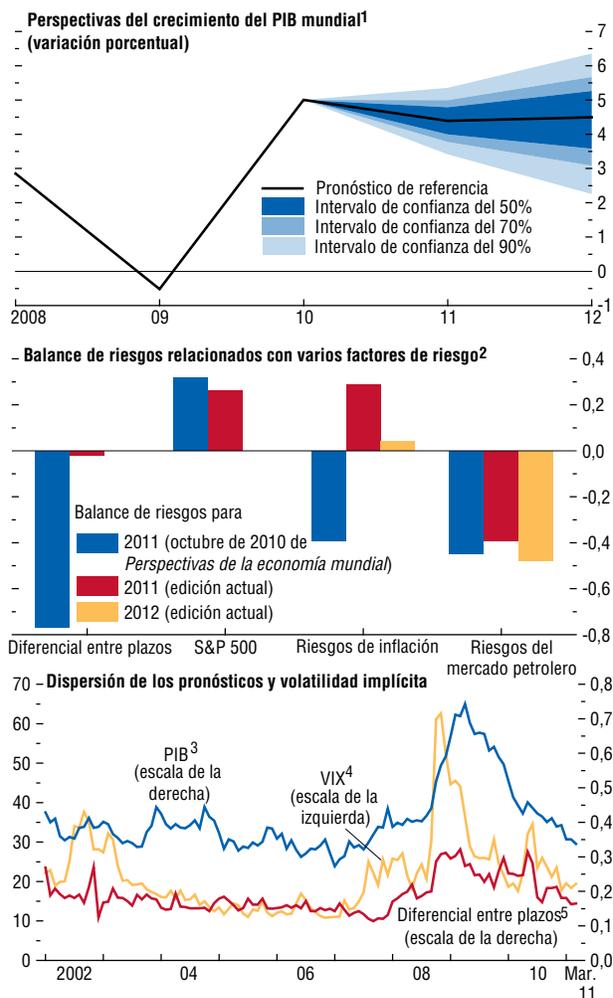
El riesgo a la baja más concreto aún está vinculado con la tensión en la periferia de la zona del euro, que podría propagarse al núcleo de las economías europeas. A pesar de una claridad creciente, los mercados siguen dudando de la suficiencia del financiamiento disponible a través de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera, y del funcionamiento del Mecanismo de Estabilidad Europea permanente. La erosión de la base de inversionistas tradicionales de bonos públicos en los entes soberanos más vulnerables de la zona del euro continuó cuando se anunciaron nuevas reglas que impondrían quitas a los tenedores de bonos; paralelamente, los mercados ponen en tela de juicio la sostenibilidad de los niveles de deuda pública en algunas economías. Los riesgos se ven exacerbados por la continua debilidad de las instituciones financieras en gran parte de Europa, la falta de transparencia en torno a sus exposiciones y la debilidad de los balances soberanos. Aunque la periferia origina apenas una pequeña parte del producto y del comercio global de la zona del euro, los sustanciales vínculos financieros con los países del núcleo de la zona, así como los efectos de contagio financiero manifestados a través del aumento de la aversión al riesgo y de la caída de los precios de las acciones podrían generar una desaceleración significativa de la demanda. De acuerdo con un escenario pesimista creado para la actualización de enero de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* de enero de 2011, si estos riesgos se materializan podrían reducir el producto de la zona del euro en 3 puntos porcentuales y el producto mundial en 1 punto porcentual en relación con la proyección de referencia.

Al mismo tiempo, existen algunos riesgos al alza:

- **Consumo en las economías avanzadas:** La demanda de bienes de consumo duraderos podría continuar

Gráfico 1.13. Riesgos para las perspectivas mundiales

Los riesgos para el crecimiento mundial han retrocedido, como lo pone en evidencia la disminución de la dispersión de los pronósticos de los analistas. Sin embargo, se mantienen principalmente a la baja. Para 2012, esto refleja más que nada inquietudes en torno a los elevados precios del petróleo.



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 a las proyecciones centrales de *Perspectivas de la economía mundial* con intervalos de probabilidad del 50%, 70% y 90%. Como se indica, el intervalo de confianza del 70% incluye el intervalo del 50%, y el intervalo de confianza del 90% incluye los intervalos del 50% y el 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 los riesgos a la baja para el crecimiento. No se conoce el balance de riesgos para 2012 correspondiente al índice S&P 500 y al diferencial entre plazos.

³La serie mide la dispersión de los pronósticos del PIB real relativos a 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 entre plazos implícitos en los pronósticos de las tasas de interés relativos a Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido.

recuperándose más rápido de lo esperado en las economías avanzadas, a medida que se establecen las tasas de ahorro de los hogares y que se disipen los temores en torno a la pérdida de empleos. Esto sería bueno y malo a la vez: la actividad se fortalecería, pero en los casos en que los balances de los hogares aún son débiles, las vulnerabilidades persistirían y los desequilibrios mundiales volverían a recrudecerse; es decir, la sostenibilidad de la recuperación no se afianzaría.

- *Recuperación de la inversión:* La inversión en maquinaria y equipos podría repuntar con más vigor gracias a la solidez de los balances y las utilidades empresariales. Esto ya ha ocurrido en cierta medida en Estados Unidos, si bien el coeficiente inversión/PIB continúa muy por debajo de los niveles previos a la crisis.
- *Vigor de la demanda a corto plazo en las economías emergentes y en desarrollo:* Una evolución sorprendentemente favorable de las economías avanzadas intensificaría las presiones de la demanda en las economías emergentes y en desarrollo, y al mismo tiempo haría subir los precios de la energía. A corto plazo, el crecimiento de las economías de mercados emergentes también podría sorprender favorablemente por razones internas. Sin embargo, a mediano plazo, predomina el riesgo a la baja de sobrecalentamiento ya mencionado.

Las diferencias del ritmo de la actividad plantean retos a corto plazo para la política económica

Esta coyuntura —aleccionadora para las economías avanzadas, y positiva para las economías emergentes y en desarrollo— está generando nuevas tensiones, especialmente en las principales economías emergentes y en desarrollo. El avance de los precios de las materias primas y la disminución del exceso de capacidad están empujando la inflación al alza en estas economías. Las principales economías de mercados emergentes también están experimentando un boom crediticio. Al mismo tiempo, las autoridades muchas veces son renuentes a adoptar políticas macroeconómicas restrictivas por temor a que el crecimiento de las economías avanzadas sea decepcionante, a que el alza de las tasas de interés internas acarree una corrección excesiva del tipo de

cambio o flujos de capital inmanejables, y a que el recorte del gasto público agrave la penuria impuesta por el encarecimiento de los alimentos. Ante esta situación, varias economías de mercados emergentes están endureciendo las condiciones prudenciales y algunas han adoptado controles de capital para mitigar los posibles costos de un sobrecalentamiento. Sin embargo, un endurecimiento insuficiente de la política macroeconómica plantea el riesgo de un aterrizaje duro.

El alza de los precios de las materias primas es más fácil de manejar para las economías avanzadas. Los tres principales retos para muchas de estas economías consisten en mantener o recuperar la credibilidad fiscal, sanear y reformar el sector financiero y reducir el elevado desempleo.

A pesar de estas diferencias, los retos que afrontan las economías avanzadas y las economías emergentes y en desarrollo están estrechamente vinculados. Las políticas de respuesta de las economías avanzadas —tales como la distensión de la política monetaria— repercuten en las economías emergentes y en desarrollo. Por otra parte, las políticas adoptadas por las economías emergentes y en desarrollo —tales como las medidas cambiarias y los controles de capital— están afectando no solo a las economías avanzadas, sino también a otras economías emergentes y en desarrollo. Sin embargo, estos efectos de contagio no son en sí mismos indicativos de conflictos de interés fundamentales entre los países en términos de la política macroeconómica. En general, mediante políticas más sólidas y con mayor visión de futuro se obtendrían mejores desenlaces que los proyectados aquí, no solo a escala nacional sino también en el plano internacional.

Las economías avanzadas deben sanear los balances públicos y financieros

En muchas economías avanzadas, las brechas del producto aún son grandes y las proyecciones apuntan a una disminución apenas gradual a mediano plazo, en tanto que las tasas de desempleo siguen siendo persistentemente elevadas. En Estados Unidos y la zona del euro, las tasas de desempleo están cerca de 9% y 10%, respectivamente, y las brechas del producto para 2010 serían algo inferiores a 5% y 3% del PIB potencial conforme a las estimaciones. Entre las grandes economías avanzadas, Estados

Unidos y España sufrieron con mucho los aumentos más pronunciados del desempleo en relación con los niveles previos a la crisis; otros países experimentaron aumentos de alrededor de 2½ puntos porcentuales o menos. La reducción rápida de estas tasas parece poco probable, ya que, de acuerdo con las proyecciones, las brechas del producto irán cerrándose tan solo poco a poco, a medida que vaya endureciéndose la política fiscal y se sanee el sector financiero. Además, las actividades que requieren un empleo intensivo tardan mucho en recuperarse después de una crisis bancaria o de la vivienda⁷.

La política monetaria puede seguir siendo acomodaticia en la mayoría de las economías

Los bancos centrales de muchas economías avanzadas pueden hacer frente al encarecimiento de los alimentos y de la energía principalmente por tres razones: la ponderación de estos dos componentes dentro de la canasta de consumo es relativamente pequeña, la población sabe por experiencia propia que esos aumentos no ponen en marcha un ciclo de inflación, y el exceso de capacidad ejercerá una presión a la baja sobre los sueldos. Además, el crédito bancario sigue siendo muy anémico en las grandes economías. Según las proyecciones, la Reserva Federal y el Banco de Japón mantendrán las tasas de interés muy bajas durante 2011, en vista de las moderadas reivindicaciones salariales y las grandes brechas del producto (gráfico 1.11, panel superior). Se prevé que el Banco Central Europeo (BCE) subirá las tasas de interés porque detecta crecientes riesgos al alza para la estabilidad de los precios; aunque, reconociendo que los riesgos financieros aún son agudos, ha prolongado su respaldo extraordinario. Las condiciones económicas y las presiones de precios subyacentes son ligeramente más sólidas en otras economías avanzadas, y sus bancos centrales ya han subido las tasas (por ejemplo, en Australia, Canadá, Corea, Israel, Noruega y Suecia). En la mayoría de los casos, las tasas de política monetaria siguen siendo acomodaticias —de 1% a 3%—, y estos países tendrán que actuar a medida que las tasas de desempleo disminuyan y que

⁷Véanse el capítulo 3 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* y Dowling, Estevão y Tsounta (2010).

los precios de los alimentos y de la energía ejerzan una presión al alza sobre los sueldos. En este grupo, los mercados en general esperan aumentos del orden de ½ a 1½ puntos porcentuales durante el próximo año⁸.

Sin embargo, incluso los bancos centrales de las economías avanzadas con regímenes bien establecidos de metas de inflación podrían verse obligados a luchar para proteger su credibilidad si se ven golpeados por un shock de precios tras otro, o por aumentos tendenciales de los precios de determinados artículos de las cestas de consumo. El Banco de Inglaterra, por ejemplo, se ha enfrentado a una inflación superior al punto medio de su meta (2%) durante la mayor parte del período transcurrido desde 2005, como consecuencia del encarecimiento de los alimentos y la energía, los aumentos del impuesto sobre el valor agregado y la depreciación de la moneda. La inflación según el IPC ronda actualmente 4½%, aunque la inflación salarial parece estar bien contenida. Las expectativas inflacionarias de los hogares aumentan poco a poco, pero otros indicadores de las expectativas inflacionarias apenas han cambiado durante el último año. Esta experiencia sugiere que las autoridades de los bancos centrales tendrán que comunicar con mucha claridad cómo tienen previsto responder a shocks individuales o relativos de los precios. El objetivo debe ser absorber la inflación de precios externa mientras no constituya un riesgo significativo para la inflación de precios interna.

No hay necesidad de dismantelar activamente las medidas poco convencionales adoptadas, al menos a corto plazo, ya que los temores de que avivarán la presión inflacionaria no tienen fundamento. Como se señaló en ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial*, en la medida en que estas políticas inyectan liquidez, se puede reabsorber. Las medidas extraordinarias se dividen en dos categorías:

- Expansión cuantitativa; es decir, la compra de bonos públicos para reducir las tasas de interés a largo plazo: En Estados Unidos y el Reino Unido no parece necesario instituir nuevos programas de

⁸Otro problema que enfrentan algunas de estas economías tras la crisis es la aceleración de los precios inmobiliarios debida al bajo nivel de las tasas de interés; al igual que en algunas economías de mercados emergentes, las autoridades están recurriendo a medidas macroprudenciales para restarle ímpetu al avance de estos precios (por ejemplo, Canadá, la RAE de Hong Kong).

compra, en vista de las perspectivas actuales de la actividad y de la evolución de las expectativas inflacionarias. En Japón, la situación no está clara: la inflación subyacente se está recuperando gradualmente pero se mantiene cerca de cero; por lo tanto, la deflación parece estar lejos de haber sido vencida.

- Expansión cualitativa; es decir, medidas tendentes a respaldar el funcionamiento de determinados mercados o a asegurar la disponibilidad de liquidez suficiente: Muchas de estas medidas ya se han ido desarticulando de manera natural. Habrá que mantenerlas en algunas economías y algunos mercados, sobre todo de la zona del euro, hasta que se constate una mejora duradera de la liquidez. Sin embargo, las autoridades deben cerciorarse de que estas medidas no posterguen una reestructuración bancaria fundamental.

Los datos indican que mientras la política monetaria logre estabilizar el producto en las economías avanzadas, no habrá repercusiones perjudiciales para las economías emergentes y en desarrollo (recuadro 1.3). Por el contrario, lo que tiene relevancia son las inquietudes en torno a reverberaciones perjudiciales generadas por un ajuste fiscal insuficientemente ambicioso en las economías avanzadas, dados sus efectos en las tasas de interés mundiales, la inversión y el producto potencial. En otras palabras, si las economías avanzadas ponen en marcha políticas que promuevan una autorrecuperación sostenida, las economías emergentes y en desarrollo se beneficiarán. Si las políticas de las economías avanzadas defraudan, los efectos de contagio producidos por las deficiencias de su política fiscal (y financiera) probablemente sean mucho peores que los generados por deficiencias en el ámbito monetario.

Es necesario esforzarse mucho más por mantener o recobrar la credibilidad fiscal

Mantener o recobrar la credibilidad fiscal en vista de niveles elevados de deuda y déficit público representa un gran reto para muchas economías avanzadas. La mayoría tiene previsto adoptar una política fiscal significativamente más restrictiva en 2011, pero el ritmo de consolidación fiscal de este año será muy inferior al estimado anteriormente: en la edición de octubre de 2010 del presente informe

se proyectó una reducción de los déficits estructurales de casi 1% del PIB, en tanto que esta edición prevé una reducción de apenas ¼% del PIB (gráfico 1.12, panel central). Esto refleja principalmente un cambio profundo de política en Estados Unidos, cuyo déficit estructural aumentaría 0,6% del PIB, según las proyecciones actuales, en lugar de contraerse 0,9% del PIB en 2011. Su economía parece ser suficientemente fuerte como para resistir una consolidación modesta. Además, el impacto a corto plazo que tendrá sobre el empleo y el crecimiento el estímulo desplegado en Estados Unidos probablemente sea pequeño en relación con su costo. Las medidas recientes encaminadas a recortar el gasto discrecional reducirán el déficit fiscal en el ejercicio 2011 por debajo de la proyección consignada en el reciente proyecto de presupuesto del Presidente para el ejercicio 2012. Sin embargo, se necesitan recortes más profundos de los déficits a mediano plazo que requerirán reformas más amplias, entre otros ámbitos en el de la seguridad social y la tributación. En Japón, el endurecimiento fiscal estructural también será más gradual de lo proyectado en la edición de octubre de 2010 de este informe, debido a un nuevo programa de estímulo y a la asistencia en la reconstrucción tras el terremoto. Una vez que se pongan en marcha proyectos de reconstrucción y quede más clara la magnitud de los daños, habrá que concentrarse en vincular el gasto en reconstrucción a una estrategia fiscal clara para recortar a mediano plazo el coeficiente de deuda pública.

En otros casos, la política fiscal sería debidamente contractiva. En la zona del euro, los déficits estructurales disminuirán alrededor de 1% del PIB, de acuerdo con las proyecciones, y en el Reino Unido, alrededor de 1¾% del PIB. Estas cifras coinciden con planes presupuestarios anteriores.

Algunas economías que se encuentran extremadamente presionadas por los mercados han emprendido ambiciosas reformas a mediano plazo. Muchas otras economías avanzadas han definido estrategias de ajuste en términos amplios y han comenzado a ejecutarlas. Sin embargo, con la excepción de aquellas que están adelantando el ajuste y las que gozan de marcos fiscales sólidos (por ejemplo, Alemania, Canadá y el Reino Unido), estas economías por lo general no han explicado con suficiente detalle las

medidas que sirven de base a sus planes de ajuste⁹. En este sentido, el progreso ha sido limitado en los seis últimos meses, lo que no significa que no hayan continuado el diálogo y el debate. Por lo tanto, las proyecciones de los saldos fiscales estructurales a mediano plazo de las grandes economías avanzadas no son muy diferentes de las presentadas en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*. La mayoría de las economías del G-20 alcanzarían la meta de reducir a la mitad los déficits de 2010 para 2013¹⁰. Estados Unidos sigue comprometido a lograr esa meta. Debido a la distensión de la política fiscal en 2011, alcanzarla ahora requiere un ajuste estructural acumulativo del gobierno federal de alrededor de 5% del PIB en los ejercicios 2012–13, lo cual puede ser difícil de lograr¹¹. Además, según las estimaciones del personal técnico del FMI, el coeficiente deuda bruta/PIB estadounidense no se estabilizaría en el plazo que abarcan las proyecciones y superaría 110% para 2016, en comparación con menos de 90% en la zona del euro y casi 250% en Japón (gráfico 1.12, panel central).

Todas las grandes economías de la zona del euro están comprometidas a reducir los déficits a menos de 3% del PIB para 2013. Sin embargo, de acuerdo con los planes públicos actuales y las proyecciones de crecimiento de *Perspectivas de la economía mundial*, Alemania sería la única que lograría este objetivo; Francia, España y —en mucho menor medida— Italia deberían identificar nuevas medidas.

La formulación de medidas encaminadas a corregir los restantes desequilibrios a mediano plazo ha avanzado poco en muchas economías; por ende, las economías avanzadas aún tendrán que implementar ajustes fiscales muy profundos para recortar el coeficiente deuda bruta del gobierno general/PIB a un nivel de 60% para 2030 (gráfico 1.12, panel inferior)¹². De acuerdo con un escenario publicado

en la edición de abril de 2011 del informe *Fiscal Monitor* del FMI, los ajustes necesarios ascienden a más de 10% del PIB en Japón y Estados Unidos; a 5%–10% del PIB en España, Francia y el Reino Unido, y a 3%–4% del PIB en Alemania, Canadá e Italia. Entre las economías más pequeñas y vulnerables, los ajustes necesarios van de alrededor de 6% del PIB en Portugal a más de 10% del PIB en Grecia e Irlanda. De hecho, estos países recientemente adoptaron medidas de austeridad ante la intensificación de las presiones de los mercados (véase la edición de noviembre de 2010 de *Fiscal Monitor*).

La falta de planes a mediano plazo bien especificados en varias economías despierta inquietudes cada vez más apremiantes, particularmente en lo que concierne a Estados Unidos. A medida que la actividad continúe repuntando, las grandes necesidades de financiamiento soberano ejercerán una presión al alza sobre las tasas de interés, desacelerando la recuperación del sector privado y reduciendo el producto potencial. Esto podría causar aumentos abruptos de las tasas de interés en Estados Unidos (que se encuentran a niveles especialmente bajos) capaces de desestabilizar los mercados internacionales de bonos, con efectos particularmente perjudiciales para las economías de mercados emergentes (capítulo 4). Un aumento paulatino aceleraría la inversión y el crecimiento potencial tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes y en desarrollo. Si bien lo que más apremia en Japón en este momento es brindar respaldo a la reconstrucción, es necesario formular medidas que propicien la reducción del elevado coeficiente de deuda pública, a fin de mantener la confianza sólida de los inversionistas.

En un plano más general, a medida que comience a crecer la proporción de jubilados a lo largo de la próxima década, podría dificultarse aún más la reforma fundamental de los programas de derecho a prestaciones, que es indispensable para la sostenibilidad de las finanzas públicas. La creciente fragmentación de la esfera política en una serie de economías avanzadas —entre ellas, Japón y Estados Unidos— plantea riesgos fiscales adicionales, como

⁹ Bornhorst *et al.* (2010) hace una evaluación detallada de los planes fiscales a mediano plazo de 25 economías.

¹⁰ En la estrategia fiscal de junio de 2010, Japón se comprometió a reducir el déficit primario público a la mitad, como porcentaje del PIB, para el ejercicio 2015 y a lograr un superávit primario a más tardar para el ejercicio 2020.

¹¹ En el caso del gobierno general, la reducción del déficit estructural rondaría 4% del PIB en los años civiles 2012–13.

¹² La edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* presenta resultados parecidos. En Japón, el escenario

supone una reducción de la deuda neta a 80% del PIB; esto corresponde a una meta de deuda bruta de alrededor de 200% del PIB.

bien lo documenta el análisis de la política fiscal desde la perspectiva de la economía política¹³.

Es necesario acelerar el saneamiento del sector financiero

Los principales retos a corto plazo tienen que ver con la inestabilidad dentro de la zona del euro. Las autoridades deberían aprovechar la mejora modesta de las condiciones para lograr un avance real en ese sentido. A nivel de la zona del euro, lo que se necesita es un financiamiento suficiente, de bajo costo y flexible para los países que enfrentan las presiones de los mercados y necesitan ayuda externa para apuntalar el ajuste. También se necesitan profundas reformas de la gobernabilidad económica de la zona del euro para impedir que esos disturbios se repitan. En ambos terrenos se lograron avances significativos durante marzo de 2011, pero siguen desatendidas cuestiones importantes. Entre tanto, el BCE debería continuar manteniendo condiciones ordenadas en los mercados de financiamiento y contribuir a impedir una volatilidad excesiva en los mercados de deuda soberana. Las prioridades para los países presionados son el ajuste fiscal y la reforma estructural y de los regímenes de derechos a prestaciones. También es importante llevar a cabo una nueva ronda de pruebas de resistencia decisivas, amplias y transparentes, respaldadas por programas de reestructuración y recapitalización creíbles, a fin de fortalecer la confianza en los sistemas bancarios de la zona del euro. Esto es fundamental para romper el círculo vicioso entre la inestabilidad de los entes soberanos y del sector bancario, y para restablecer la competitividad.

A lo largo del último año se ha avanzado mucho para superar los retos que enfrenta la zona del euro (capítulo 2). A pesar del fortalecimiento de las condiciones y de la confianza, e incluso después de desplegar estos y otros esfuerzos, probablemente continúe reinando la incertidumbre mientras los mercados observan la puesta en práctica de las nuevas medidas y van ajustando sus opiniones sobre la sostenibilidad de la deuda pública y

externa. En otras palabras, no existen soluciones rápidas; pero se necesitan medidas contundentes para sustentar el ajuste y anclar las expectativas, reduciendo así la probabilidad de escenarios de pánico.

Mientras tanto, el saneamiento y la reforma financiera deben seguir avanzando en otros flancos. Estos desafíos se analizan en detalle en la edición de abril de 2011 de *GFSR*. En Estados Unidos, se necesitan programas que faciliten la rebaja contable de los capitales de las hipotecas originales en problemas y de los derechos de embargo accesorios, para poder despejar el extenso saldo paralelo de hipotecas en mora —por ejemplo, en hogares con patrimonio inmobiliario negativo— y evitar embargos hipotecarios innecesarios. Esto sentaría las condiciones para poder sanear y reformar más a fondo los mercados de titulización y crédito hipotecario. En un plano más general, en Estados Unidos y en otros países, la arquitectura de supervisión y regulación posterior a la crisis es aún una obra decididamente inconclusa. El sistema bancario paralelo y las instituciones que son demasiado grandes o demasiado complejas para quebrar plantean problemas que están todavía sin resolver del todo. Asimismo, se necesitan marcos de supervisión y resolución más sólidos para las instituciones financieras transfronterizas, lo cual requerirá una cooperación internacional mucho más estrecha, incluso en la supervisión diaria.

Las economías de mercados emergentes necesitan resguardarse de los auges de crédito y del sobrecalentamiento

En muchas economías emergentes y en desarrollo, el producto se encuentra ya por encima de las tendencias previas a la crisis, lo cual lleva a pensar que la recuperación es completa y que la expansión se ha puesto en marcha. El producto de todas las economías emergentes y en desarrollo está más o menos 2½% por encima de las tendencias previas a la crisis (1997–2006) (gráfico 1.14, panel inferior). En muchas de las grandes economías de mercados emergentes fuera de Europa central y oriental y la CEI, las tasas de desempleo están por debajo de los niveles registrados antes de la crisis. El nivel general de inflación está ahora por encima de 6%, frente a 5¾% en enero de 2010; si se excluye India, el aumento de

¹³Roubini y Sachs (1989), Roubini *et al.* (1989), Alesina y Drazen (1991) y Poterba (1994) presentan datos empíricos que sugieren que los shocks económicos promueven la acción, pero que los gobiernos más fragmentados suelen postergar los ajustes fiscales. Alesina y Perotti (1995) analizan el papel de la economía política en la distorsión de la política fiscal.

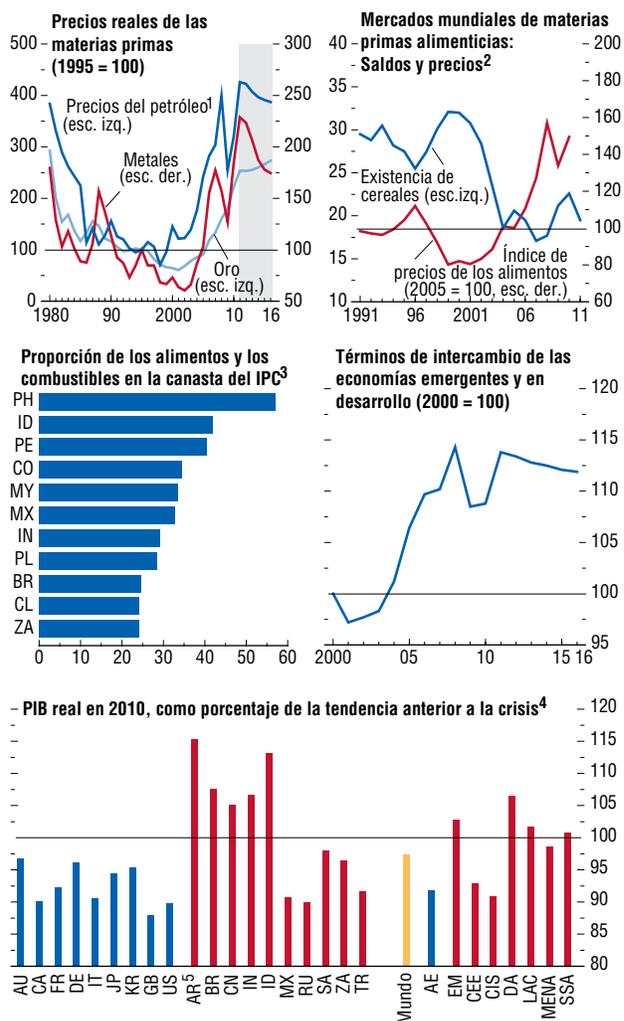
la inflación asciende a 1¼ puntos porcentuales¹⁴. Durante el mismo período, la inflación subyacente aumentó de alrededor de 2% a 3¾%, lo que sugiere que la presión inflacionaria se está extendiendo. En varias de las economías más grandes, el nivel general de inflación está cerca de las metas fijadas por el banco central o las supera (gráfico 1.15, panel izquierdo). Además, algunas economías están experimentando un auge crediticio.

- En las economías emergentes de Asia y América Latina, el producto supera las tendencias de 1997–2006 en alrededor de 7% y 2%, respectivamente. Algunas economías grandes muestran claros indicios de brechas positivas notables. En Argentina e Indonesia, el producto supera las tendencias previas a la crisis en alrededor de 13%–15%, y en Brasil e India, en alrededor de 7%. Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* suponen que las tasas de crecimiento potencial de estas economías fueron más elevadas recientemente que los promedios de 1997–2006: por ende, estiman que las brechas del producto de la generalidad de estos países van de cero a 1½%. En China, el producto también supera sustancialmente las tendencias previas a la crisis, si bien una inversión en capacidad productiva mucho más grande que la de las demás economías ha limitado las restricciones de la producción. En muchas de estas economías, el nivel general de inflación y la inflación subyacente están aumentando a partir de niveles bajos, o son ya más bien elevados.
- En África subsahariana y en Oriente Medio y Norte de África, el producto ha retomado en términos generales las tendencias previas a la crisis. Algunas de estas economías ya están experimentando una inflación más alta; y las presiones se agudizarán, en gran medida debido a la aceleración de la actividad en los exportadores de materias primas.

¹⁴ En India, el IPC para los trabajadores industriales sugiere que la inflación retrocedió de alrededor de 16% en enero de 2010 a menos de 10% en diciembre del mismo año, gracias a la disminución de la inflación de los precios de los alimentos, causada por la recuperación de la producción agrícola tras la sequía. Sin embargo, la inflación ha seguido siendo persistentemente elevada y se ha ubicado muy por encima del objetivo declarado del banco central.

Gráfico 1.14. Tensiones incipientes

Los precios de las materias primas han subido con rapidez, y están surgiendo limitaciones de la capacidad en un número creciente de economías de mercados emergentes. Los términos de intercambio de las economías de mercados emergentes y en desarrollo han vuelto a mejorar, alimentando la demanda interna en los exportadores de materias primas. El porcentaje elevado que ocupan los alimentos y los combustibles en las canastas de consumo de estos países significa que sus economías son particularmente sensibles a los shocks de precios de los alimentos y los combustibles.



Fuentes: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA); y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Promedio simple de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate.

² Existencias mundiales a fin de año, como porcentaje del consumo, y proyecciones de USDA para 2011.

³ CL: Chile; CO: Colombia; MY: Malasia; PE: Perú; PH: Filipinas; PL: Polonia.

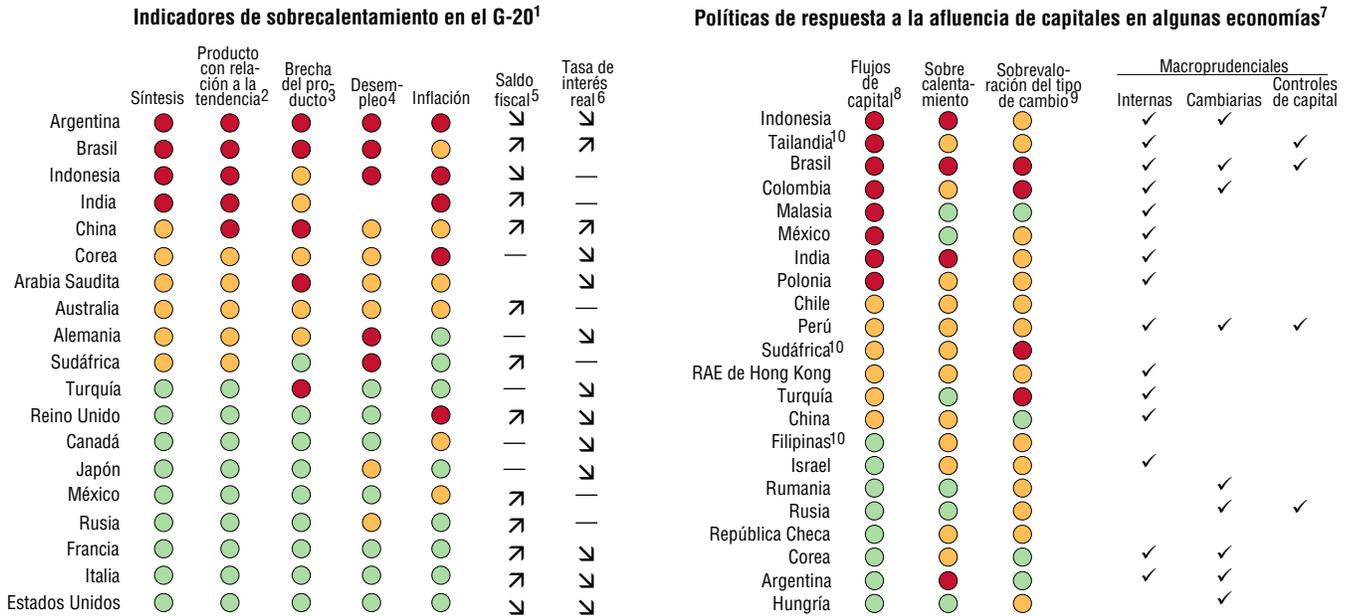
⁴ Tendencia previa a la crisis, obtenida extrapolando el crecimiento del PIB real en 1996–2006.

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

⁵ Los analistas privados opinan que el crecimiento del PIB real fue significativamente inferior a lo indicado en las estimaciones oficiales en 2008 y 2009, aunque la discrepancia entre las estimaciones privadas y oficiales del crecimiento del PIB real disminuyó en 2010. Esto puede afectar a las estimaciones del producto en relación con la tendencia.

Gráfico 1.15. Indicadores de sobre calentamiento y afluencia de capitales

Dentro del G-20, un número creciente de economías de mercados emergentes y algunas economías avanzadas han alcanzado ya o están a punto de alcanzar un nivel de sobre calentamiento. Las políticas macroeconómicas de estas economías aún son acomodaticias. La afluencia de capitales también ha repuntado, superando los promedios anteriores a la crisis en varias economías de mercados emergentes. Con recurso limitado a controles de capital, estas economías han utilizado ampliamente medidas prudenciales.



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

¹En cada indicador, con la excepción de la inflación, se asignan a las economías "semáforos" basados en su posición en relación con las demás economías del G-20. En el caso de la inflación, a las economías con un régimen de metas de inflación se les asigna un semáforo en rojo si la inflación está por encima del límite superior de la meta, y un semáforo en amarillo si la inflación se ubica en la mitad superior de la banda fijada como meta. En las economías que no tienen metas de inflación, un semáforo en rojo denota una inflación históricamente elevada, y en amarillo, una inflación creciente (por encima de los niveles históricamente moderados). Los indicadores individuales varían por razones idiosincráticas (por ejemplo, Sudáfrica tiene un semáforo en rojo en el desempleo porque la tasa actual es inferior a los niveles previos a la crisis, a pesar de que el desempleo todavía supera el 20%). Por esta razón, se incluye una columna de síntesis, que muestra el promedio de los indicadores individuales; las economías están clasificadas de acuerdo con ese promedio.

²El producto superior a la tendencia previa a la crisis está indicado con un semáforo en rojo. El producto inferior a 95% de la tendencia está indicado con un semáforo en verde.

³Un semáforo en rojo denota una brecha del producto superior a cero, y en verde, inferior a 2%.

⁴El indicador del desempleo está basado en una comparación de los niveles de desempleo actuales con los niveles promedio previos a la crisis registrados entre 2002–07.

⁵Las flechas en la columna del saldo fiscal representan la variación prevista del saldo estructural como porcentaje del PIB en el periodo 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.

⁷Para los efectos de este gráfico, las políticas de respuesta están divididas en tres categorías: 1) las medidas macroprudenciales con orientación interna son las que influyen en las actividades nacionales de los bancos, tales como los límites del coeficiente préstamos/valoración; 2) las medidas cambiarias que apuntan a limitar la exposición de las instituciones y de los residentes a las fluctuaciones de la moneda; y 3) los controles de capital son medidas que distinguen entre residentes y no residentes.

⁸Flujos de capital brutos durante el último año comparados con el promedio de 2000–07. Los flujos actuales que superan 150% del promedio están indicados por un semáforo en rojo; un semáforo en amarillo denota los flujos que superan el 100%. Las economías están clasificadas en base a este coeficiente.

⁹Un semáforo en rojo identifica las economías con tipos de cambio que se encuentran por encima del valor que justifican los fundamentos a mediano plazo. Las economías con tipos de cambio inferiores a ese valor están indicadas con un semáforo en verde.

¹⁰Se han distendido las restricciones a las salidas de capitales.

- En México, Rusia y Turquía, el producto es sensiblemente inferior a las tendencias previas a la crisis. Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* hacen pensar que gran parte de la pérdida del producto en relación con las tendencias de 1997–2006 es permanente, y por lo tanto apuntan a brechas del producto negativas

mucho más pequeñas o que se están cerrando; en el caso de Turquía, apuntan incluso a una brecha del producto positiva.

Al mismo tiempo, una serie de grandes economías de mercados emergentes, y algunas economías avanzadas unidas a ellas por vínculos estrechos, muestran un crecimiento muy vigoroso del precio de

los activos y el crédito (gráfico 1.16, panel superior). Este grupo origina alrededor de una cuarta parte del PIB mundial en términos de la paridad del poder adquisitivo; o sea, alrededor de la mitad del producto de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. La cuestión es si están experimentando el tipo de auge crediticio que inevitablemente culmina en un colapso. Los datos no son tranquilizadores.

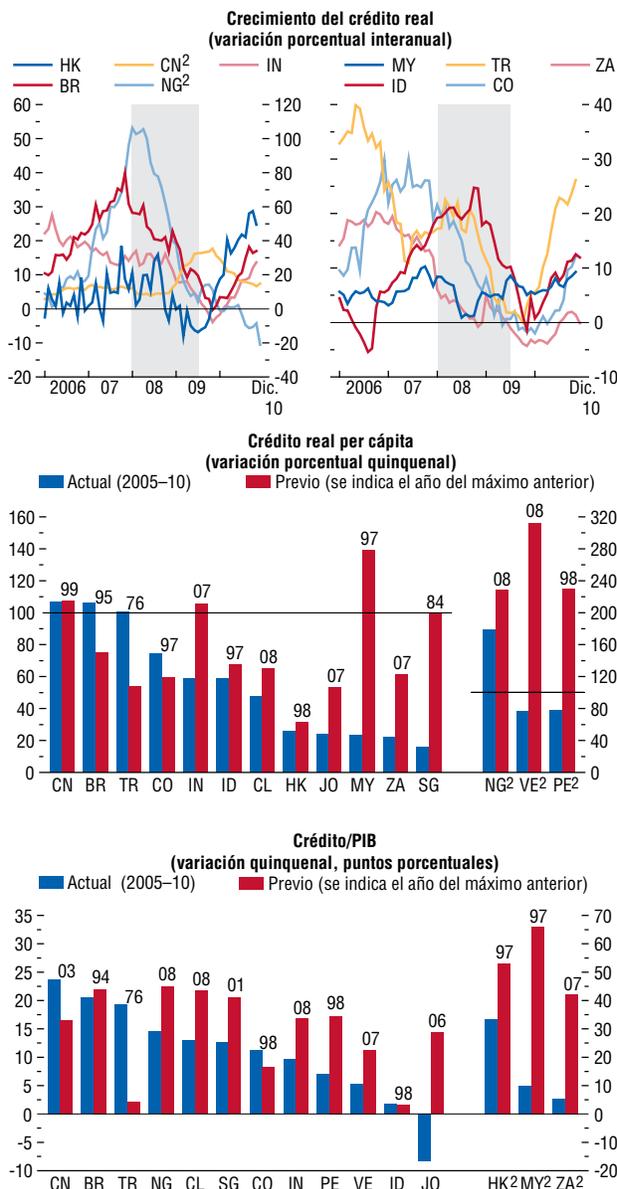
- El comportamiento de los precios de los activos y del crédito es desconcertante en China y la RAE de Hong Kong, ya que sus dimensiones son típicas de un boom (gráfico 1.16, paneles central e inferior)¹⁵. En ambas economías, las autoridades han adoptado distintas medidas macroprudenciales para frenar los excesos y están preparadas para tomar nuevas medidas. En el caso de China, las autoridades han administrado el crédito, aumentado el encaje legal y subido las tasas de interés varias veces. Sin embargo, en ambas economías el crecimiento del crédito sigue siendo elevado en comparación con los períodos de gestación de ciclos anteriores de auge y colapso, y existe creciente inquietud en torno a la posibilidad de correcciones drásticas de los precios de las propiedades y sus implicaciones.
- Brasil, Colombia, India, Indonesia y Turquía han experimentado un repunte notable del crecimiento del crédito real, que se acerca a la banda de 10%–20% o se sitúa holgadamente dentro de ella (y más, en el caso de Turquía). En los cinco últimos años, el crédito prácticamente se duplicó en términos per cápita reales en estas economías. Estas expansiones son parecidas a las observadas antes de otros ciclos de auge y colapso (gráfico 1.16, paneles central e inferior)¹⁶. Otros indicios reveladores de un incipiente auge crediticio incluyen la aceleración de la inflación y el rápido aumento de los precios de las propiedades. En

¹⁵Para identificar un “auge de crédito”, se suprimió la tendencia de los coeficientes crédito real/PIB y crédito/PIB con la ayuda de un filtro Hodrick-Prescott, siguiendo los métodos adoptados por Mendoza y Terrones (2008) y Gourinchas, Valdés y Landerretche (2001). Existe un auge de crédito cuando el componente cíclico del crédito supera el componente cíclico histórico promedio en 1,75 veces las desviaciones estándar de la variable crédito.

¹⁶La expansión del crédito comenzó hace algún tiempo. Como los métodos de supresión de la tendencia antes mencionados eliminan gran parte de este aumento, estos países no cumplen con los criterios de una definición estricta de auge de crédito.

Gráfico 1.16. Economías de mercados emergentes con una fuerte expansión crediticia¹

Varias principales economías de mercados emergentes y algunas economías avanzadas con vínculos estrechos a esas economías experimentan un crecimiento muy vigoroso del precio de los activos y el crédito. Este grupo de economías de mercados emergentes origina alrededor de una cuarta parte del PIB mundial en términos de la paridad del poder adquisitivo, o sea, alrededor de la mitad del producto de las economías emergentes. Además, vienen experimentando un crecimiento relativamente sólido del crédito desde hace unos años, lo cual genera inquietudes en torno a la calidad de este crédito.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.
¹BR: 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.
²Escala derecha.

India, la expansión del crédito justo comienza a reavivarse, tras el boom registrado durante gran parte de 2007, que se vio seguido de una fuerte desaceleración en 2008–09. Sin embargo, desde una perspectiva quinquenal, el crecimiento del crédito real per cápita ha sido muy vigoroso, y se ha canalizado en gran medida hacia el sector inmobiliario y los grandes proyectos de infraestructura. Algo parecido ocurre en Perú, donde el crédito también se genera fuera del sistema bancario¹⁷.

- Las condiciones son menos favorables en Malasia y Singapur. El crecimiento del crédito real en estas economías ha superado 10% en contadas ocasiones durante los cinco últimos años. Tanto los indicadores del crédito brutos como los ajustados cíclicamente hacen pensar que las condiciones no son parecidas a las que se observaron justo antes de otros colapsos. Sin embargo, los tipos de cambio reales se han apreciado significativamente y los mercados de activos han vivido un auge.

Es necesario adoptar políticas macroeconómicas y prudenciales más estrictas

Existe el riesgo de que estas condiciones parecidas a un boom se intensifiquen a lo largo del próximo año. La presión inflacionaria probablemente se recrudezca, debido a las crecientes limitaciones de la capacidad, y los pronunciados aumentos de los precios de los alimentos y de la energía —que reciben una fuerte ponderación en las canastas de consumo— llevarán a exigir salarios más elevados. Las tasas de interés reales siguen estando bajas. Las políticas fiscales aún son mucho más acomodaticias que antes de la crisis, y el gasto público podría aumentar debido al aumento de los subsidios para la alimentación. El apalancamiento de los hogares es cada vez mayor, y el rápido crecimiento del crédito para el consumo se está sumando al rápido crecimiento del crédito hipotecario. Por último, la demanda de exportaciones probablemente repunte a medida que el consumo de bienes duraderos y la inversión en las economías avanzadas se recuperen más.

¹⁷En Nigeria se determinó que varios bancos eran insolventes o estaban subcapitalizados en 2009, tras un auge de crédito en los años anteriores.

Los precios de los alimentos y de la energía plantean riesgos significativos de efectos de segunda ronda

El riesgo de que los aumentos de precios de los alimentos y de la energía pongan en marcha una espiral inflacionaria es mucho mayor en las economías emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas. Los hogares suelen gastar una elevada proporción de su ingreso en alimentos y energía (gráfico 1.14, panel central). Además, el exceso de capacidad en general se ha erosionado o se está erosionando con rapidez, y las autoridades monetarias aún están —en distinta medida— afianzando su credibilidad. Los shocks de precios de los alimentos han tenido un impacto especialmente profundo en los pobres, generando presión política a favor de aumentos salariales y de una política fiscal más acomodaticia; esto debería atenderse con programas de apoyo social bien focalizados. Además, es posible que los precios del petróleo continúen sorprendiendo al alza.

Las tasas de interés de política monetaria parecen demasiado bajas

En muchas economías de mercados emergentes, las condiciones monetarias parecen ser muy acomodaticias (gráfico 1.11, panel central). Varias de estas economías ya han subido las tasas de política monetaria (por ejemplo, Brasil, China, India, Indonesia, Malasia, Perú, Polonia, Rusia, Tailandia, Uruguay), han incrementado el encaje legal en efectivo (por ejemplo, China, India, Indonesia, Rusia y Turquía), o limitado el crecimiento del crédito (por ejemplo, China). Sin embargo, las tasas de interés reales siguen estando muy por debajo de los niveles previos a la crisis en muchas de estas economías, y el grado de endurecimiento previsto parece ser menor de lo necesario (gráfico 1.11, panel inferior).

La política fiscal parece demasiado acomodaticia, dado el vigor de la actividad

Si bien el nivel creciente de los precios de los activos y las materias primas ha engrosado inesperadamente el ingreso público, actualmente se proyecta una disminución limitada de los déficits presupuestarios de las economías emergentes y en desarrollo, de alrededor de 1½ puntos porcentuales del PIB en 2011 (gráfico 1.12, panel superior) y ½ punto porcentual en 2012.

Aun así, el déficit equivaldría a alrededor de 1% del PIB in 2012, aunque el crecimiento del producto se ubicaría por encima de la tendencia previa a la crisis. En 2006–08, por el contrario, los presupuestos de estas economías mostraban superávits. Aunque se espera que el vigoroso crecimiento del producto reduzca el coeficiente deuda/PIB, una serie de economías de mercados emergentes con una elevada deuda pública debería aprovechar la vigorosa actividad y los ingresos derivados de los términos de intercambio para recobrar margen de maniobra en el terreno fiscal.

Es necesario adoptar políticas restrictivas en distinta medida

Muchas economías de mercados emergentes tendrán que adoptar políticas más restrictivas para alejar el riesgo de un aterrizaje duro. Esta necesidad varía de acuerdo con la posición externa y cíclica, y en el capítulo 2 se presentan evaluaciones más detalladas de las distintas regiones. En la mayoría de las economías, parece indispensable adoptar una política monetaria menos acomodaticia, junto con políticas prudenciales más restrictivas para frenar el rápido crecimiento del sector inmobiliario, entre otros. Las economías con una deuda pública elevada deberían aprovechar la solidez de las condiciones cíclicas para mejorar los balances públicos (por ejemplo, Brasil e India). Además, en la mayoría de las economías, es necesaria cierta apreciación del tipo de cambio, debido a superávits en cuenta corriente cíclicamente grandes (por ejemplo, China), mejoras de la relación de intercambio o una mayor capacidad de resistencia a los shocks. En resumidas cuentas, las políticas necesarias para lograr un equilibrio interno y externo apuntan, en términos generales, en la misma dirección.

Varias economías de mercados emergentes han experimentado un vuelco históricamente brusco de los flujos de capital después de la crisis. Una vez que Estados Unidos comience a adoptar políticas restrictivas, los flujos podrían desacelerarse abruptamente. Esta es otra razón por la cual las economías de mercados emergentes deben asegurarse de que sus políticas internas sean debidamente anticíclicas y que la regulación y supervisión bancaria estén bien focalizadas. Siempre que existan políticas prudenciales y macroeconómicas apropiadas, los controles de capital pueden ayudar a limitar el daño causado por la

volatilidad de los flujos de capital. De hecho, cuando las entradas de capital no pasan por instituciones financieras reguladas y provocan vulnerabilidad en los balances de las entidades no financieras (por ejemplo, en el caso del crédito captado directamente del exterior), los controles de capital pueden ser el único instrumento del que disponen las autoridades a corto plazo. Sin embargo, la eficacia de los controles de capital más allá del corto plazo sigue en duda, y es necesario sopesar sus beneficios con sus costos probables, incluidos los trastornos multilaterales. Como se sostiene en el capítulo 4, profundizar los mercados financieros y de productos, y supervisarlos y regularlos mejor resultará crítico a mediano plazo para contener las vulnerabilidades vinculadas a los flujos de capitales volátiles.

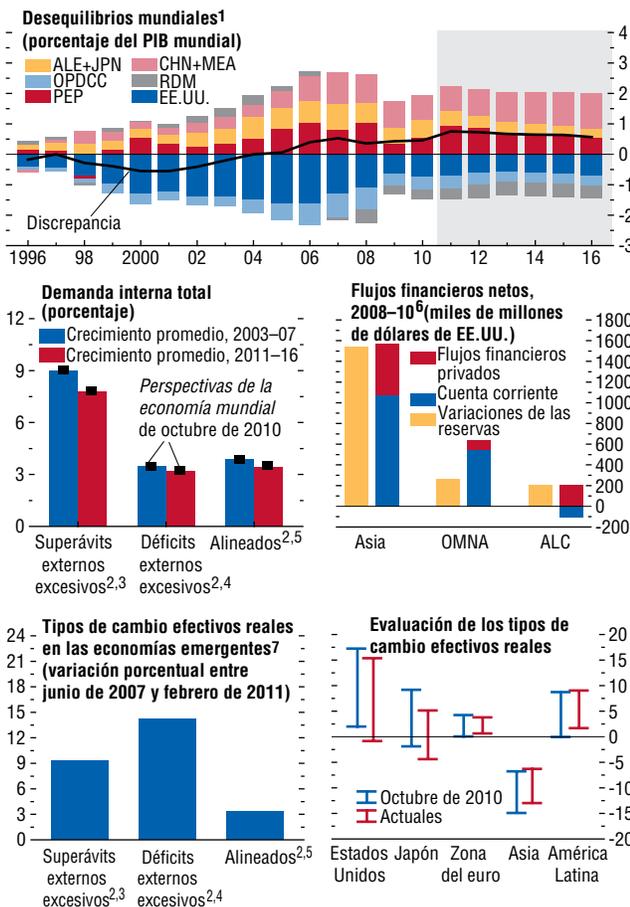
En las economías en las cuales la corrección excesiva del tipo de cambio real en relación con los fundamentos a mediano plazo es superior a lo que justifica su posición más avanzada dentro del ciclo económico y plantea graves inquietudes, y donde no parece aconsejable seguir acumulando reservas, las medidas encaminadas a limitar las entradas de capital pueden complementar las políticas macroeconómicas y prudenciales. Sin embargo, las autoridades deben tener en cuenta que esas medidas no ocupan el lugar de una orientación macroeconómica general más restrictiva. El análisis de las medidas recientes de las economías de mercados emergentes sugiere que no han recurrido demasiado a los controles de capital; cuando se los instituyó, a menudo se endureció la política fiscal, pero a veces no lo suficiente como para controlar la creciente presión sobre las tasas de interés reales y las limitaciones de la capacidad (gráfico 1.15).

El reequilibramiento de la demanda mundial no está progresando

En ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial* se recaló la importancia de reequilibrar la demanda mundial para lograr una recuperación sostenida y saludable, con un aumento de las exportaciones netas en las economías con déficits y una disminución de las exportaciones netas en las economías con superávits, sobre todo las economías emergentes de Asia. Existe una fuerte interacción entre

Gráfico 1.17. Desequilibrios mundiales

Según las proyecciones, los desequilibrios mundiales se recrudecerán nuevamente a mediano plazo porque no se prevé para las economías con grandes superávits un crecimiento de la demanda superior al registrado antes de la crisis. Tampoco se prevé que el crecimiento de la demanda en las economías con déficits sea mucho más bajo, ya que aún no se ha especificado un ajuste fiscal significativo. La acumulación de reservas en las economías con superávits excesivos en cuenta corriente ha eclipsado la afluencia de capitales privados, principalmente debido a inquietudes en torno a la competitividad. Los tipos de cambio de las economías emergentes con déficits se han apreciado de manera desproporcionada. La evaluación de la valoración de los tipos de cambio reales efectuada por el personal técnico del FMI es prácticamente la misma que se presentó en octubre de 2010; es decir, el dólar de EE.UU. es fuerte y las monedas asiáticas (con la excepción del yen) están subvaloradas en relación con los fundamentos a mediano plazo.



Fuentes: Junta de la Reserva Federal; 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; ALE+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.

²En base al Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio (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 subvaloración y la sobrevaloración de los tipos de cambio en Lee *et al.* (2008).

³Estas economías representan 18,5% del PIB mundial.

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

⁵Estas economías representan 39,2% del PIB mundial.

⁶Asia: Economías emergentes de Asia; OMNA: Oriente Medio y Norte de África;

ALC: América Latina y el Caribe.

⁷Únicamente las economías emergentes del CGER.

ambos factores, ya que el aumento de las exportaciones netas de las economías avanzadas compensa la pérdida de demanda que implica la consolidación fiscal. Los flujos de capital están promoviendo la reorientación de la demanda mundial hacia las economías de mercados emergentes. Sin embargo, desde el comienzo de la crisis una parte desproporcionada del reequilibramiento de la demanda ha recaído en economías que no tienen grandes superávits en cuenta corriente pero que atraen flujos debido a la apertura y a la profundidad de sus mercados de capital (gráfico 1.17, panel inferior).

Los saldos en cuenta corriente de las economías con superávits más importantes —por ejemplo, China, Japón y los exportadores de petróleo— han retrocedido, al igual que los de las economías con déficits, como Estados Unidos, España y Europa oriental (gráfico 1.17, panel superior). Sin embargo, esto ha ocurrido principalmente a través de una desaceleración del crecimiento de la demanda de las economías deficitarias, y no del fortalecimiento del crecimiento de la demanda en las economías con superávits¹⁸. Ese hecho refleja factores tanto estructurales (por ejemplo, expectativas más bajas de ingreso en las economías con déficits, y la apreciación del yen) como cíclicos (por ejemplo, el nivel deprimido de la demanda de bienes de inversión y bienes duraderos de consumo en las economías con déficits, y la caída de los precios en las economías con superávits exportadoras de materias primas). Aunque el estímulo fiscal provisional desplegado por China y otras economías con superávits ha ayudado, el reequilibramiento positivo y sostenido —es decir, la aceleración de la demanda interna de las economías con superávits respecto de las tendencias previas a la crisis— ha desempeñado un papel pequeño (gráfico 1.17, panel central). Desde la publicación de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*, las economías con superávits externos han avanzado poco hacia el reequilibramiento de la demanda.

En relación con los niveles previos a la crisis, el realineamiento de los tipos de cambio efectivos reales

¹⁸La historia sugiere que los niveles de importación de los países golpeados por crisis suelen mantenerse por debajo de las tendencias previas a la crisis durante un período prolongado (véase el capítulo 4 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*).

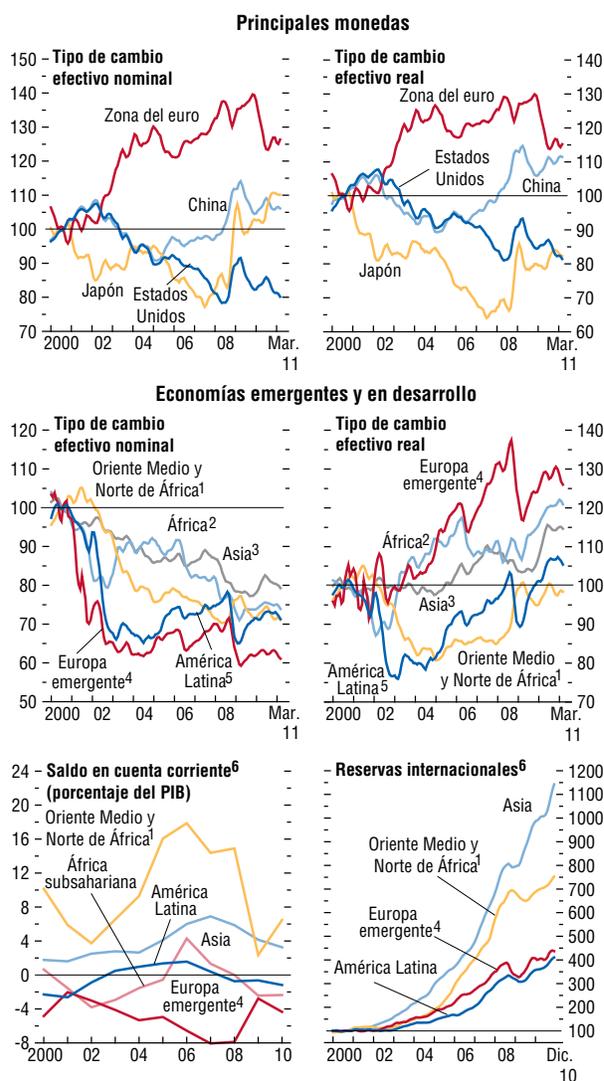
ha sido significativo entre las economías avanzadas, pero apenas limitado en las economías de mercados emergentes con grandes superávits (gráfico 1.18), lo cual ha generado tensiones. Las economías de mercados emergentes con tipos de cambio flexibles, cuentas de capital abiertas y mercados relativamente profundos han recibido una fuerte afluencia de capitales que ha empujado al alza los tipos de cambio, en algunos casos hasta llevarlos a niveles de sobrevaloración (por ejemplo, América Latina). Otras economías con tipos de cambio administrados (por ejemplo, la mayor parte de las economías emergentes de Asia) son renuentes a permitir una revaloración hasta que las economías con superávits sistémicas no actúen decisivamente.

- Entre las economías avanzadas, cabe señalar especialmente la apreciación del yen y la depreciación de la libra esterlina en más de 20% en términos efectivos reales. La intervención oficial contribuyó recientemente a estabilizar el yen en torno a los niveles previos al terremoto, tras una apreciación abrupta e injustificada. El euro se ha depreciado aproximadamente 10%. Las tres monedas se encuentran ahora más o menos alineadas con los fundamentos a mediano plazo. El dólar de EE.UU. está alrededor de 5% por debajo de su nivel de 2007, pero continúa ligeramente elevado en relación con las variables fundamentales (gráfico 1.17, panel inferior).
- Entre las monedas de los mercados emergentes con superávits, el renminbi y las monedas de otras economías con superávits de Asia (por ejemplo, Malasia, Singapur y Tailandia) se han apreciado 5%–10%. Sin embargo, las monedas asiáticas son débiles en relación con los fundamentos a mediano plazo (gráfico 1.17, panel inferior). La moneda de China aún parece estar sustancialmente por debajo del nivel que justificarían los fundamentos a mediano plazo; por su parte, el won coreano, que se depreció alrededor de 25% durante la crisis, también es más débil desde ese punto de vista.
- El reequilibramiento de la demanda mundial está recayendo desproporcionadamente sobre algunas economías de mercados emergentes, quizá porque sus tipos de cambio son más flexibles y sus cuentas de capital son más abiertas que las de economías semejantes en Asia. Las monedas

Gráfico 1.18. Evolución externa

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

Tras depreciarse significativamente, el euro ha recuperado cierta fortaleza en los últimos tiempos, en tanto que el dólar de EE.UU. se debilitó modestamente. El yen ha continuado apreciándose, en tanto que el renminbi se ha movido ampliamente en ambos sentidos en términos efectivos reales. Las monedas de la mayoría de las otras economías emergentes en general se han apreciado. Las reservas internacionales son ahora más elevadas que antes de la crisis en todas las regiones de economías emergentes y en desarrollo.



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

¹Arabia Saudita, Bahrein, Djibouti, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, 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, excluido China.

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

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

⁶Los agrupamientos regionales siguen las clasificaciones de *Perspectivas de la economía mundial*.

latinoamericanas por lo general se han apreciado en términos efectivos reales, al igual que las de otras economías de mercados emergentes (gráfico 1.18, paneles central e inferior); esto ha despertado inquietudes en torno a la competitividad en Brasil, Colombia, Sudáfrica y Turquía, por ejemplo.

La acumulación de reservas oficiales de divisas en las grandes economías con superávits presenta un obstáculo importante en contra del reequilibramiento de la demanda mundial. En 2008–10, las economías con superávits de Asia —y sobre todo China— utilizaron las entradas de las cuentas corriente y de capital privadas para acumular reservas (gráfico 1.17, panel central). Aunque estas economías lógicamente deseaban contar con una protección debida frente a la volatilidad de los flujos de capital, uno de los principales motivos para la adquisición de reservas de divisas parece ser el deseo de evitar la apreciación del tipo de cambio nominal y proteger la competitividad. En algunas economías, esto está postergando los ajustes internos necesarios y contribuyendo a un crecimiento excesivamente rápido del crédito y a auges de los precios de los activos; en otras, la esterilización representa una carga presupuestaria creciente, sin tener demasiada influencia en los factores que impulsan fundamentalmente los flujos de capital.

Los últimos acontecimientos y las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* confirman una interpretación pesimista de la evolución de los desequilibrios mundiales y del papel que desempeñarán en la recuperación. Las proyecciones indican que los desequilibrios mundiales en cuenta corriente seguirán siendo agudos (gráfico 1.17, panel superior). Concretamente, no muestran una aceleración de la demanda interna, respecto de los niveles previos a la crisis, en las economías asiáticas con superávits excesivos en cuenta corriente. Las proyecciones sobre el ahorro y la inversión presentan un panorama parecido (cuadro A16 del apéndice estadístico). Se prevé que las tasas de ahorro de las economías en desarrollo de Asia aumentarán alrededor de 1¼ puntos porcentuales del PIB hasta 2016, y que las tasas de inversión en general se desplazarán lateralmente, lo cual concuerda con un aterrizaje suave y con las proyecciones de la edición de octubre de 2010 de este informe. El ahorro de las economías en desarrollo de Asia se incrementaría

notablemente como porcentaje del PIB mundial y alrededor de 2013 superaría los niveles previos a la crisis. Además, como se explica en el recuadro 1.2, si las condiciones de sobrecalentamiento de Asia ya superan las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, los desequilibrios mundiales podrían volver a agudizarse notablemente a menos que se permita la apreciación de los tipos de cambio.

Las economías de mercados emergentes con superávits siguen dudando si permitir la apreciación de sus tipos de cambio. Algunas hacen referencia a la experiencia de Japón después del Acuerdo del Plaza como razón de sus inquietudes en torno a tal estrategia. Sin embargo, el análisis de esa y de otras experiencias hace pensar que el reequilibramiento que implica un alejamiento de la demanda externa no ocurre necesariamente a expensas de un crecimiento vigoroso¹⁹. Las condiciones a las que se enfrentó Japón fueron extraordinarias desde muchos puntos de vista, y el desenlace negativo después del acuerdo se debió principalmente a una burbuja de crédito que se formó tras un estímulo excepcional combinado con la desregulación del sector financiero. Cuando la burbuja estalló, dejando expuestas vulnerabilidades subyacentes, la reestructuración avanzó con demasiada lentitud debido a limitaciones vinculadas a la economía política (recuadro 1.4). Por lo tanto, la experiencia de Japón resalta la importancia de una acción correctiva rápida tanto en las economías de mercados emergentes como en las avanzadas.

En suma, el reequilibramiento de la demanda mundial sigue siendo una inquietud importante en torno a la sostenibilidad de la recuperación a mediano plazo. En Estados Unidos, la actividad podría afianzarse en 2011. La limitada apreciación del tipo de cambio real puede estar estimulando la actividad en China, mientras se instituyen reformas fundamentales para promover el consumo. Pero a menos que se ponga en marcha pronto un ajuste fiscal serio en Estados Unidos, el tipo de cambio del renminbi esté determinado más por el mercado, se aprecien las monedas de otras economías emergentes con superávits y distintas economías europeas y de mercados emergentes implementen ambiciosas reformas estructurales, el

¹⁹Véase el capítulo 4 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.

reequilibrio de la demanda mundial no avanzará mucho y la recuperación tendrá cimientos cada vez más huecos a mediano plazo²⁰.

Es necesario reducir el desempleo

El desempleo plantea graves retos socioeconómicos, amplificadas en las economías emergentes y en desarrollo por el elevado nivel de precios de los alimentos (gráfico 1.19). Los jóvenes enfrentan una situación particularmente difícil. Históricamente, en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, la tasa de desempleo juvenil (de 15 a 24 años de edad) ha sido aproximadamente dos veces y media la de otros grupos. Aunque el aumento del desempleo juvenil suele ser pronunciado durante las recesiones, esta vez fue mayor: en un grupo de ocho países sobre los cuales existe una larga serie de datos, el aumento promedió 6½ puntos porcentuales durante la Gran Recesión, frente a 4 puntos porcentuales en recesiones anteriores.

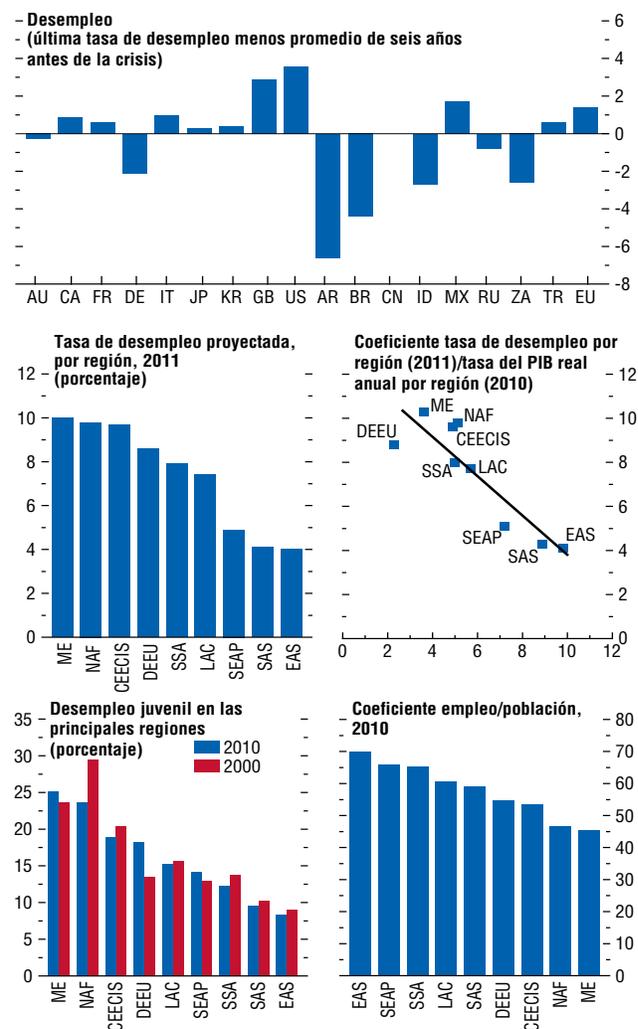
Las tres líneas de defensa contra el desempleo son políticas macroeconómicas de apoyo, saneamiento del sector financiero y medidas laborales concretas. Se prevé que la política monetaria siga siendo acomodaticia en las economías avanzadas. Sin embargo, existe una necesidad urgente de acelerar la reestructuración y la recapitalización de los bancos para reactivar el crédito a la pequeña y mediana empresa, que origina el grueso del empleo. Los subsidios de empleo provisionales focalizados en este sector también podrían ayudar a reavivar la contratación. Esos programas pueden subsidiar la contratación de muchos trabajadores que de todos modos habrían encontrado empleo o conducir al reemplazo de personal empleado actualmente con el grupo de desempleados que se busca ayudar²¹. Sin embargo, si los subsidios se canalizan hacia la pequeña y mediana empresa, como mínimo pueden ayudar a aliviar los efectos de las duras condiciones del crédito bancario. En los casos en que el desempleo ha aumentado debido a razones estructurales o en los que ya era elevado antes de la crisis, es esencial poner en marcha

²⁰ Véase en Grupo de los Veinte (2010) una ilustración completa de los beneficios de la acción política concertada en este sentido.

²¹ Véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 1.19. Desempleo¹

El desempleo continúa a niveles superiores a los registrados antes de la crisis en muchas economías, incluido Estados Unidos. A nivel mundial, se prevé un promedio de desempleo de alrededor de 6% este año, con tasas que van de 4% en Asia oriental a 10% en Oriente Medio. Se proyecta que las tasas de desempleo serán inferiores en las regiones donde el crecimiento fue más elevado el año pasado. El desempleo juvenil sigue siendo alto, de 25% en Oriente Medio y entre 15% y 20% en las demás regiones. Los coeficientes empleo/población son bajos en muchas regiones, lo cual sugiere que muchas personas se ven obligadas a ingresar en el sector informal.



Fuentes: Haver Analytics; Organización Internacional del Trabajo; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ AR: Argentina; AU: Australia; BR: Brasil; CA: Canadá; CEECIS: Europa central y sudoriental (no UE) y Comunidad de Estados Independientes; CN: China; DE: Alemania; DEEU: economías desarrolladas y Unión Europea; EAS: Asia oriental; EU: zona del euro; FR: Francia; GB: Reino Unido; ID: Indonesia; IT: Italia; JP: Japón; KR: Corea; LAC: América Latina y el Caribe; ME: Oriente Medio; MX: México; NAF: Norte de África; RU: Rusia; SAS: Asia meridional; SEAP: Asia sudoriental y Pacífico; SSA: África subsahariana; TR: Turquía; US: Estados Unidos; y ZA: Sudáfrica.

reformas más amplias del mercado del trabajo y de los productos para crear más puestos de trabajo.

La carga pesada y creciente que representa el desempleo para los jóvenes pone en peligro la cohesión social²². El desempleo juvenil tiende a ser elevado en las economías con mercados laborales que brindan una fuerte protección a los trabajadores experimentados, ofrecen salarios mínimos elevados y no tienen suficientes programas de formación vocacional y para aprendices. En muchas economías emergentes y en desarrollo, la fuerte protección laboral en el sector formal empuja al empleo —especialmente de los jóvenes— al sector informal. Lo ideal es encontrar un término medio, a través de una regulación apropiada del mercado de productos y del trabajo, entre el segmento protegido/formal y desprotegido/informal. España, por ejemplo, ha iniciado reformas en ese sentido. Recortar los costos fijos del empleo promueve la contratación cuando la incertidumbre es aguda. Además, se necesitan programas sólidos de formación de aprendices para quienes no pueden cursar estudios universitarios.

Las políticas todavía no son suficientemente proactivas

Muchos retos para la política económica siguen sin abordarse, y otros nuevos pasan a primer plano. Entre aquellos predominan el saneamiento y la reforma de los sectores financieros; la formulación de planes de ajuste fiscal a mediano plazo y la reforma de los programas de derechos a prestaciones en las economías avanzadas, y la implementación de políticas cambiarias y estructurales que promuevan el reequilibramiento de la demanda mundial en las economías de mercados emergentes con grandes superávits externos. Los principales desafíos nuevos tienen que ver con los trastornos de la oferta de materias primas y el recrudecimiento de los riesgos macroeconómicos y financieros en las principales economías de mercados emergentes. En el ínterin, el desempleo

²² Según encuestas realizadas en Estados Unidos entre 1972 y 2006, las personas que vivieron una recesión entre los 18 y los 25 años suelen tener menos fe en el esfuerzo personal, sentir que las desigualdades son más marcadas y confiar menos en las instituciones públicas (véase Giuliano y Spilimbergo, 2009). El desempleo entre los 18 y los 25 años también tiene un efecto negativo más marcado en el ingreso percibido durante toda la vida laboral (véase Kahn, 2010).

es muy elevado en muchas economías avanzadas y en una serie de economías de mercados emergentes. Es fundamental hacer frente a los distintos retos para la política macroeconómica y financiera a fin de fortalecer el producto y el crecimiento del empleo.

Urge que las economías avanzadas progresen más en la corrección de los problemas a mediano plazo. Entre las prioridades máximas se cuentan el saneamiento y la reforma del sector financiero y el ajuste fiscal a mediano plazo. La acción en el sector financiero es clave para lograr normalizar con más rapidez la política macroeconómica, lo cual ayudaría a protegerse de la acumulación de nuevos desequilibrios, en las economías de mercados emergentes entre otras. En un plano general, una mayor certidumbre en torno a las perspectivas de la política económica podría ayudar a apuntalar la recuperación de la inversión y del empleo, y al mismo tiempo serviría de ancla a los mercados financieros.

Muchas economías emergentes y en desarrollo parecen haber experimentado una fuerte mejora del desempeño producto-inflación en la última década, algo parecido a lo que ha dado en conocerse como la “Gran Moderación” en las economías avanzadas. El reto para las economías emergentes y algunas economías en desarrollo consiste en lograr que esta moderación “real” no se vea perjudicada por el avance de los precios de los alimentos y de las materias primas, ni por crecientes excesos financieros. Como los cambios de la orientación monetaria o fiscal tardan un tiempo considerable en afectar la economía, las autoridades deben actuar sin demora para evitar un nuevo ciclo de auge-colapso. Las políticas que corresponde adoptar varían según la situación cíclica y externa de cada economía. Sin embargo, en muchas es necesario adoptar políticas macroeconómicas más restrictivas. En las economías emergentes con grandes superávits externos, es necesaria la apreciación del tipo de cambio para mantener el equilibrio interno —frenando las presiones inflacionarias y la expansión crediticia excesiva— y promover el reequilibramiento de la demanda mundial. Las herramientas prudenciales y los controles de capital pueden desempeñar un papel complementario útil, pero no deben ocupar el lugar del endurecimiento de la política macroeconómica. Asimismo, se necesitan políticas sociales que

protejan debidamente a los pobres de los elevados precios de los alimentos.

Para que la recuperación tenga una base más sólida a mediano plazo es fundamental avanzar más en el reequilibramiento de la demanda mundial. Ello requerirá la colaboración de muchos, especialmente ajuste fiscal en las economías con déficits externos críticas y mayor flexibilidad cambiaria y reformas estructurales que eliminen las distorsiones que promueven el ahorro en economías con superávits críticas.

El perfil general de la política macroeconómica de respuesta esbozada aquí fue recibido muy bien en la reunión del G-20 de Seúl en noviembre de 2010. Sin embargo, ahora que ha pasado lo peor de la crisis, se están diluyendo el imperativo de actuar y la voluntad de cooperar. Sería un error que las economías avanzadas postergaran el ajuste fiscal hasta que las economías de mercados emergentes con superávit no eliminen las distorsiones que están frenando el reequilibramiento de la demanda mundial. Aunque la eliminación de las distorsiones que promueven el ahorro en economías emergentes con superávits externos críticas ayudaría a respaldar el crecimiento y lograr la consolidación fiscal en economías avanzadas clave, un avance insuficiente en ese ámbito no puede ser excusa para la inacción fiscal. Además, muchas economías de mercados emergentes no pueden darse el lujo de esperar hasta que las economías avanzadas adopten políticas más restrictivas para proceder a endurecer sustancialmente sus propias políticas. La tarea que tienen por delante las autoridades es convencer a sus respectivas poblaciones de que estas políticas son las que más convienen a sus intereses económicos, más allá de lo que estén haciendo otros países.

Las autoridades deben cerciorarse de que el ajuste y la reforma estructural no hagan flaquear el respaldo a favor de la globalización. Por un lado, es alentador ver que las economías no recurrieron al proteccionismo durante la Gran Recesión. Por el otro, es desconcertante comprobar que el respaldo a los mercados abiertos parece estar menguando, como lo demuestra, entre otras cosas, el decepcionante avance de la Ronda de Doha. La apertura comercial ha sido un potente motor de crecimiento. Si el diseño de las políticas de gasto y tributación y de las reformas estructurales no promueve el respaldo popular a favor de la globalización, existe el riesgo de que la actividad de las

economías avanzadas, emergentes y en desarrollo siga una trayectoria de crecimiento mucho más baja que durante la década previa a la crisis. Por ende, las autoridades tendrán que prestar más atención que nunca al impacto del ajuste en la distribución del ingreso.

Apéndice 1.1. Índices de condiciones financieras

El autor de este apéndice es Troy Matheson.

Hace poco se crearon índices de condiciones financieras (ICF) para Estados Unidos y la zona del euro a fin de evaluar las condiciones financieras actuales y su posible evolución a mediano plazo²³. En este apéndice se exponen la metodología y los indicadores utilizados para elaborar los ICF, se describe brevemente cómo se proyectan los ICF y se evalúan las proyecciones históricas de la brecha del producto basadas en estos índices.

A grandes rasgos, los ICF pueden considerarse un promedio ponderado de diversos indicadores de condiciones financieras. Se estandarizan para que tengan una media cero y una desviación estándar de 1; los valores positivos representan un endurecimiento de las condiciones financieras, y los negativos, una flexibilización. Una característica útil de los ICF es que pueden descomponerse en los aportes de cada uno de los indicadores utilizados para su elaboración. En el gráfico 1.20 se presentan los ICF de Estados Unidos y la zona del euro, junto con los aportes totales de tres tipos de indicadores: diferenciales (tasas de interés, diferenciales de interés, curvas de rendimiento), precios (tipos de cambio, precios) y cantidades (dinero, crédito y encuestas de préstamos bancarios).

Estimación de los ICF

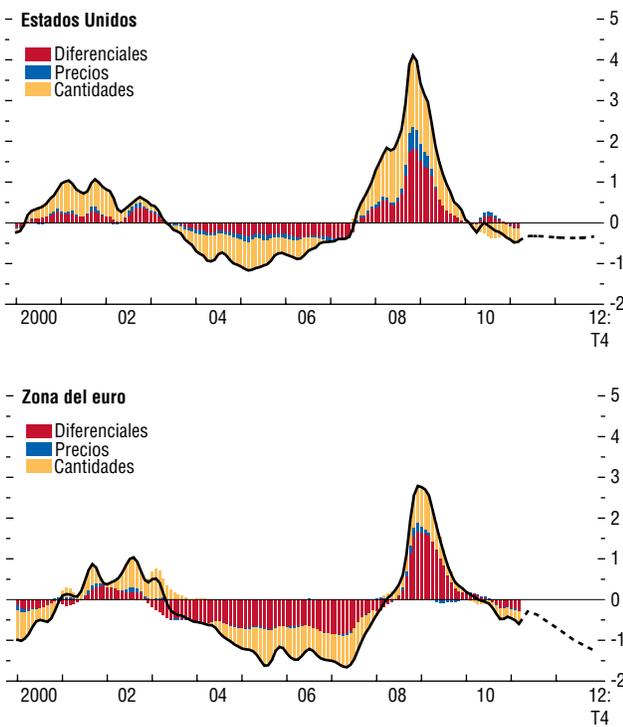
Los ICF se estiman mediante la utilización de un modelo de factores dinámicos²⁴. El modelo de factores dinámicos supone que cada indicador

²³ Swiston (2008) formuló un ICF para Estados Unidos utilizando una metodología distinta de la que se emplea aquí.

²⁴ Véanse Giannone, Reichlin y Small (2008); Matheson (2010, 2011), y Liu, Romeu y Matheson (de próxima publicación). Se puede consultar el detalle de los supuestos que sirven de base al modelo y su estimación con el filtro de Kalman en Giannone, Reichlin y Sala (2005).

Gráfico 1.20. Índice de condiciones financieras¹

(Positivo = endurecimiento; desviaciones estándar respecto del promedio)



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

¹Los datos históricos son mensuales y las proyecciones (líneas punteadas) son trimestrales.

estandarizado de las condiciones financieras, y_t , puede descomponerse en un componente común, χ_t , y un componente idiosincrásico, ε_t . El componente común capta el grueso de la covariación entre y_t y los demás indicadores del conjunto de datos; a la vez, se supone que el componente idiosincrásico básicamente afecta solo a y_t :

$$y_t = \chi_t + \varepsilon_t, \text{ donde } \varepsilon_t \sim N(0, \psi), \quad (\text{A.1.1.1})$$

donde $\chi_t = \lambda F_t$. Por lo tanto, el componente común no es más que un factor común escalado, F_t , que se estima utilizando todo el conjunto de indicadores financieros. El ICF se define como ese factor común.

La dinámica del ICF se plasma en un proceso autorregresivo:

$$F_t = \sum_{i=1}^p \beta_i F_{t-i} + v_t, \text{ donde } v_t \sim N(0, 1), \quad (\text{A.1.1.2})$$

donde las β_i s son coeficientes y p es la longitud del rezago del proceso. La longitud del rezago, p , se selecciona utilizando los criterios de información de Schwartz y Bayes.

Una ventaja clave de este marco es que los ICF pueden estimarse cuando faltan valores de algunos indicadores a causa de rezagos en la publicación, lo que permite utilizar oportunamente toda la información disponible.

Descripción de los datos

Seleccionar datos de un gran conjunto de indicadores financieros para cada país es un paso de vital importancia. La mayoría de las series se miden con frecuencia mensual, y el resto se mide en forma diaria o trimestral. Antes de la estimación, todas las series se convierten a frecuencia mensual, de ser necesario se transforman para eliminar las tendencias a largo plazo (desestacionalidad) y se estandarizan²⁵. El período de muestra de los ICF utilizado aquí comienza en 1994. Los indicadores que no están disponibles para todo el período, como los datos de encuestas de la zona

²⁵Las series trimestrales están interpoladas, mientras que las series diarias se convierten a promedios mensuales. Las diferencias logarítmicas trimestrales se toman de los indicadores no estacionarios. El resto de los indicadores no se transforma.

del euro, se aplican retroactivamente empleando el modelo de factores dinámicos. En la práctica, los ICF se proyectan hasta el final del trimestre con los indicadores financieros más recientes.

Los indicadores que se utilizan en el ICF de cada país y la información sobre cómo se clasifican y transforman los indicadores pueden consultarse en Internet (www.imf.org/weoforum). Además, los cuadros incluyen cargas factoriales estimadas, χ , que reflejan la ponderación de cada indicador. Cada carga puede tener un valor positivo o negativo, según el valor alto o bajo del indicador en cuestión, que puede implicar un endurecimiento o una flexibilización de las condiciones financieras. Los datos de la encuesta entre especialistas en crédito (*Senior Loan Officer Survey*, o SLOS), en los que una cifra positiva indica un endurecimiento de las condiciones financieras, suelen tener cargas factoriales positivas elevadas. Algunos de los indicadores de la categoría “diferenciales” también tienen cargas factoriales elevadas, como el diferencial entre el bono BAA y el bono público a 10 años de Estados Unidos, y, en la zona del euro, entre el bono empresarial de alto rendimiento y el bono público a 10 años. Las cargas negativas suelen predominar en la categoría de “precios”, a causa de la tendencia de los precios a aumentar cuando se distienden las condiciones financieras.

Proyecciones de las condiciones financieras

Se adopta el siguiente modelo de vectores autorregresivo (VAR) trimestral de economía cerrada como referencia para poder proyectar los ICF:

$$\begin{bmatrix} Y_t \\ \pi_t \\ r_t \end{bmatrix} = \sum_{i=1}^k \begin{bmatrix} A_{Y,Y,i} & A_{Y,\pi,i} & A_{Y,r,i} \\ A_{\pi,Y,i} & A_{\pi,\pi,i} & A_{\pi,r,i} \\ A_{r,Y,i} & A_{r,\pi,i} & A_{r,r,i} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_{t-i} \\ \pi_{t-i} \\ r_{t-i} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_{Y,t} \\ \mu_{\pi,t} \\ \mu_{r,t} \end{bmatrix}, \quad (\text{A.1.1.3})$$

donde Y_t es la brecha del producto, π_t es el nivel general de inflación y r_t es una tasa de interés real a corto plazo (las A son coeficientes, las μ son residuos y la longitud del rezago del proceso es k)²⁶.

Para cada país, el ICF se agrega a la VAR de referencia y las proyecciones del ICF se condicionan a la evolución prevista de las demás variables. Específicamente, dadas las proyecciones de la brecha del

²⁶ Antes de la estimación se le sustrae la media a la inflación y a la tasa de interés.

producto, la inflación y las tasas de interés real²⁷, la VAR ampliada se utiliza en esencia para “revertir” la proyección del ICF expresada de manera implícita.

Desempeño de la proyección

A fin de determinar la confiabilidad de las proyecciones de ICF, se lleva a cabo una evaluación de la proyección fuera de la muestra para el período comprendido entre el primer trimestre de 2004 y la actualidad. El ICF se estima una vez por trimestre con todos los datos que habrían estado disponibles al comienzo del tercer mes de cada trimestre²⁸. Todas las variables se proyectan utilizando la VAR (sin información condicionante). Empleando las últimas estimaciones disponibles de la brecha del producto como meta de las proyecciones, se computa la raíz cuadrada del error cuadrático medio de las proyecciones con dos y cuatro meses de anticipación con respecto a los datos del PIB real que habrían estado disponibles en ese momento.

A los fines de la comparación, también se computa la raíz cuadrada del error cuadrático medio de otras proyecciones diversas: una proyección autorregresiva; una proyección de la VAR de referencia, sin el ICF, y proyecciones de la VAR de referencia ampliada con cada uno de los indicadores subyacentes por separado²⁹. La raíz cuadrada del error cuadrático medio de cada modelo en relación con la de la autorregresión se muestra en los paneles de la derecha de los cuadros; un número menor que 1 indica que esta proyección es más precisa que la de la autorregresión.

Tanto en el caso de Estados Unidos como en el de la zona del euro, el desempeño de la proyección de la VAR ampliada con el ICF es bueno, en relación con el de los demás modelos. La proyección de ICF se desempeña mejor que la proyección de

²⁷ Esas proyecciones se toman de un modelo mucho más amplio y complejo: el Modelo de Proyección Mundial (GPM, por sus siglas in inglés) (Carabenciov *et al.*, de próxima publicación).

²⁸ Dada la falta de datos disponibles, no se utilizan datos históricos en tiempo real. En su lugar, se utiliza la generación de datos más reciente para simular los datos disponibles en cada momento en que se realiza una proyección. Las brechas del producto y las tasas de interés reales a corto plazo en tiempo real simplemente se toman de las estimaciones más recientes del GPM.

²⁹ En cada trimestre, se vuelve a estimar todas las VAR y las autorregresiones, y se vuelve a seleccionar todos los rezagos utilizando los criterios de información de Schwartz y Bayes.

autorregresión y que todas las demás proyecciones de la VAR en el caso de Estados Unidos. En cuanto a la zona del euro, la proyección de ICF es por lo menos tan precisa como la de casi todos los demás métodos, a excepción únicamente de la VAR ampliada con un indicador de la encuesta *Senior Loan Officer Survey*.

Apéndice 1.2. Evolución y perspectivas del mercado de materias primas

Los autores de este apéndice son Thomas Helbling, Shaun Roache y Joong Shik Kang. Nese Erbil, Marina Rousset y David Reichsfeld se encargaron de la investigación.

Panorama de la evolución reciente y las perspectivas

Desde mediados de 2010, los precios de todas las materias primas principales han subido con fuerza, en lugar de experimentar una estabilización general como se esperaba en el momento de la publicación de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*. El índice general de precios de las materias primas que elabora el FMI aumentó un 32% entre junio de 2010 y febrero de 2011. Ya ha recuperado más de la mitad de su caída desde el máximo cíclico de julio de 2008 y permanece elevado en términos reales. Los aumentos de los precios de los alimentos fueron especialmente notorios en el segundo semestre de 2010, mientras que a fines de enero de 2011 los riesgos de la oferta de petróleo pasaron a primer plano como resultado de los disturbios en Oriente Medio y Norte de África (OMNA).

La propagación de estos disturbios a los exportadores de petróleo de la región de OMNA incrementó los riesgos de oferta de petróleo y provocó algunas interrupciones de poca envergadura, pues las pérdidas de producción de Libia se vieron compensadas en gran parte por un aumento de la producción en Arabia Saudita y otros productores del Golfo Pérsico. Como reacción a ese shock, los precios del petróleo subieron de alrededor de \$95 el barril a fines de enero a \$110 a principios de marzo, en parte a causa del incremento de las existencias deseadas por motivos precautorios.

Sin embargo, además de ese shock de la oferta de petróleo, por ahora moderado, gran parte de la

inesperada fortaleza de los precios desde mediados de 2010 es consecuencia de que hayan mermado los temores de recaída en la recesión a causa de la tensión financiera en la zona del euro y del ímpetu cíclico, puesto que el crecimiento económico mundial fue corregido al alza una y otra vez el año pasado (gráfico 1.21, paneles superiores). Las economías emergentes con uso intensivo de materias primas, como China, continúan realizando un aporte importante al crecimiento de la demanda; pero el consumo, sobre todo de la energía, también se recuperó con rapidez en las economías avanzadas. En algunos casos, el aumento de la demanda fue mayor que el esperado, dadas las relaciones observadas en el pasado entre el crecimiento económico y el consumo de materias primas; esa relación pone de manifiesto la incertidumbre asociada a los cambios estructurales en los mercados de materias primas a causa del crecimiento de las economías de mercados emergentes, que es acelerada y exige grandes volúmenes de materias primas. Como era de esperar, la respuesta de la oferta a una demanda mayor que la prevista ha sido limitada, como se refleja en las bajas elasticidades-precio de la oferta a corto plazo. Como resultado, el equilibrio de mercado se alcanzó mediante una utilización inesperadamente fuerte de las existencias de muchas materias primas. La disminución de la oferta en los mercados físicos de materias primas se hace evidente en el aplanamiento de las curvas de futuros y, en algunos casos, como en el del petróleo y el cobre, en una inversión de los valores naturales de los futuros (gráfico 1.21, paneles centrales).

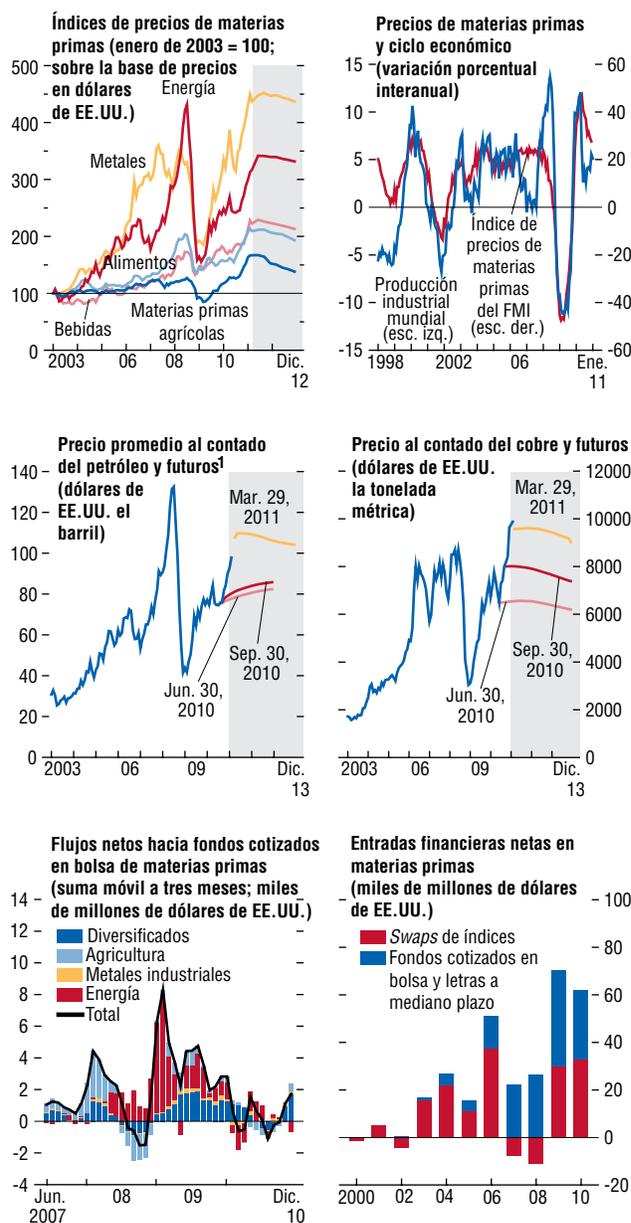
Los shocks meteorológicos de la oferta fueron importantes en los mercados de alimentos en la segunda mitad de 2010. Específicamente, como consecuencia de las condiciones meteorológicas adversas de 2010, fueron inferiores a lo previsto las cosechas de trigo (Rusia y Ucrania), arroz, caucho, algodón y hortalizas locales (Asia meridional y sudoriental), maíz (Estados Unidos) y azúcar (India). En particular en Asia, el fenómeno climático La Niña se manifestó de una de las formas más severas de los últimos 50 años, lo que contribuyó a esa reducción. La demanda se mantuvo sólida, en parte a causa de un pronunciado rebote de la producción de biocombustibles. Las reacciones de los precios a los retrocesos de la oferta se vieron exacerbadas por restricciones comerciales (por

ejemplo, la prohibición de la exportación de cereales en Rusia y los cupos a la exportación de cereales en Ucrania en 2010). Todos esos acontecimientos retrasaron la recomposición de las existencias, que en el caso de algunos cultivos importantes se mantuvieron en niveles muy bajos.

Los cambios en el ámbito de la política monetaria y el mejoramiento de las condiciones financieras también contribuyeron a incrementar los precios de las materias primas, en parte manteniendo bajos los costos de financiamiento de las existencias durante más tiempo que el previsto a principios de 2010. También ha influido la renovada depreciación del dólar de EE.UU.

Los mercados de materias primas continuaron avanzando en el proceso de financialización; los activos vinculados a materias primas en gestión financiera alcanzaron un nuevo récord de alrededor de \$376.000 millones al final de 2010³⁰. Los flujos netos hacia productos comercializados en la bolsa y *swaps* de índices de materias primas fueron significativos y mostraron niveles similares a los de 2009, lo que indica un gran interés tanto entre los inversionistas minoristas como entre los institucionales (gráfico 1.21, paneles inferiores). Los efectos de esos flujos siguen siendo objeto de debate pero, en teoría, el impacto que produce en los precios la inversión financiera en materias primas es ambiguo. Por un lado, los inversionistas bien informados y racionales deberían sumar liquidez a los mercados de derivados de materias primas, lo que reduciría la volatilidad de los precios. Además, su presencia debería facilitar el descubrimiento de precios y mantenerlos más alineados con los parámetros fundamentales de la oferta y la demanda. Por otro lado, los inversionistas mal informados podrían dejarse llevar por sus emociones o por reglas rígidas de inversión en lugar de guiarse por los parámetros fundamentales, lo cual contribuiría a la volatilidad de los precios. Como fiel reflejo de las ambigüedades del aspecto teórico, no existen datos empíricos sólidos de que la inversión financiera en materias primas haya sido un factor importante en los últimos ciclos de precios ni, a nivel más general, en la formación de los precios de las materias primas.

Gráfico 1.21. Precios de las materias primas



Fuentes: 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 (WTI), Dated Brent y Dubai Fateh.

³⁰De acuerdo con estimaciones de Barclays Capital.

Perspectivas

Las perspectivas macroeconómicas continúan siendo propicias para los precios de las materias primas. Las proyecciones de crecimiento de *Perspectivas de la economía mundial* sugieren que las economías de mercados emergentes —y entre ellas China— seguirán liderando la expansión. De todos modos, se prevé que el aumento de la demanda se desacelere un poco, en parte porque se proyecta que se moderará el crecimiento económico de algunas grandes economías de mercados emergentes. Además, el consumo de materias primas podría realinearse con los niveles de actividad, en lugar de crecer con más rapidez que la actividad, como sucedió en 2010. En términos generales, se prevé que se incrementará la reacción de la oferta al aumento de la demanda, y los precios de los futuros reflejan la expectativa de que, dados los altos precios actuales, en algunos sectores se aprovechará la capacidad excedentaria (como en el caso del petróleo), y las condiciones meteorológicas volverán a la normalidad (en el caso de los alimentos). Globalmente, las proyecciones de los precios de las materias primas se encuentran por lo tanto basadas en cierta moderación del equilibrio oferta-demanda y de las presiones al alza que sufren los precios.

Sin embargo, los riesgos para los precios de las materias primas siguen inclinándose al alza, y el principal motivo de inquietud es aún la posibilidad de deficiencias de la oferta. Los riesgos para los precios del petróleo son particularmente preocupantes, dada la combinación de un crecimiento mundial un poco debilitado pero aún vigoroso, la disminución de los riesgos a la baja para el crecimiento mundial generados por otras fuentes y el recrudescimiento de los riesgos geopolíticos para la oferta de petróleo. Hasta el momento, la respuesta de los mercados a los trastornos de la oferta en Libia ha sido modesta en términos históricos, dada la magnitud de la oferta perdida. Los aumentos compensatorios de la producción por parte de otros miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) han contribuido cierta estabilidad, pero las percepciones de los riesgos para la oferta petrolera aún podrían desestabilizarse, sobre todo en un ambiente de crecimiento pujante. Los riesgos para los precios de

los alimentos siguen siendo elevados debido a las escasas existencias de reserva.

Más allá de los próximos 12 meses, la capacidad de la oferta para mantenerse al ritmo de la demanda —a la luz de las proyecciones de crecimiento de *Perspectivas de la economía mundial*— se ha tornado más incierta para una amplia variedad de recursos, entre ellos el petróleo crudo, como se destaca en el capítulo 3. A mediano plazo, los precios reales de las materias primas probablemente tengan que mantenerse altos o incluso aumentar más para que haya suministros adicionales de recursos de mayor costo.

Mercado de energía: Evolución y perspectivas

Como consecuencia del aumento generado en la demanda precautoria y las primas de riesgo por el shock de oferta que provocaron los sucesos en la región de OMNA, los precios del petróleo dieron un gran salto, a alrededor de \$110 el barril. Antes de que comenzaran los disturbios en la región, se habían instalado decididamente por encima de la banda de \$70–\$80, dentro de la cual se habían mantenido las fluctuaciones de precios durante gran parte de 2010. La volatilidad a corto plazo del precio del petróleo (medida según la volatilidad implícita de las opciones de compra de futuros sobre petróleo a tres y seis meses) ha permanecido baja, pese a la agudización de los riesgos de la oferta petrolera, cerca de los niveles promedio registrados antes de la crisis financiera mundial.

El alza de los precios del petróleo que precedió al comienzo del shock de oferta reflejó varios factores. El crecimiento anual de la demanda de petróleo fue de 3,4% en 2010; es decir, la tasa más alta desde 2004 y alrededor del doble de la tasa esperada a principio de año (cuadro 1.2; gráfico 1.22, panel superior derecho). Parte de ese aumento imprevistamente fuerte de la demanda de petróleo se debe a que el crecimiento económico mundial efectivo fue más rápido en 2010, del orden de 1%–1½% en comparación con los pronósticos de fines de 2009 y principios de 2010. Otra parte del fenómeno refleja factores específicos del petróleo, como los cambios en la política energética de China, que redujeron la oferta de electricidad para algunos sectores y provo-

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

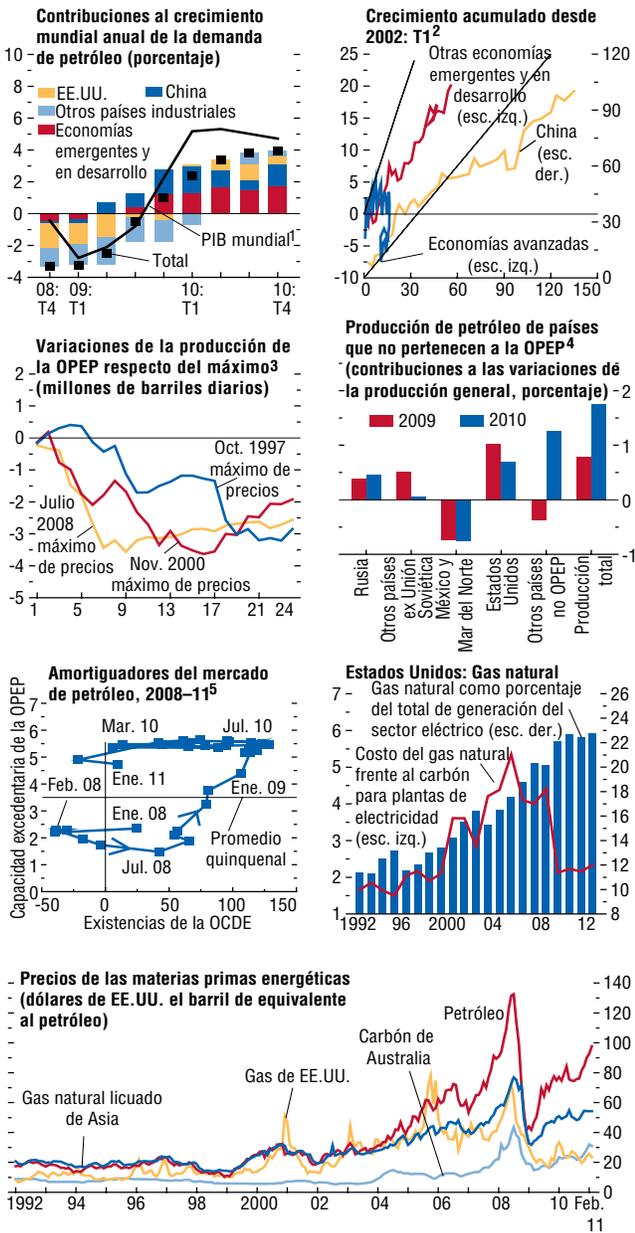
	2009	2010	2011 Proy.	2010 S1	2010 S2	Variación porcentual interanual							
						2004–06 Prom.	2007	2008	2009	2010	2011 Proy.	2010 S1	2010 S2
Demanda													
Economías avanzadas	44,9	45,7	45,6	45,2	46,2	0,5	-0,4	-3,5	-4,0	1,8	-0,2	0,6	2,9
<i>De las cuales:</i>													
Estados Unidos	19,1	19,5	19,6	19,3	19,7	1,1	-0,1	-5,9	-3,7	2,4	0,3	1,6	3,2
Zona del euro	10,5	10,5	10,3	10,3	10,6	0,1	-1,5	-0,6	-6,0	-0,3	-1,1	-2,8	2,2
Japón	4,4	4,4	4,3	4,4	4,4	-1,4	-3,1	-4,9	-8,8	1,3	-2,8	0,7	1,9
Economías recientemente industrializadas de Asia	4,6	4,9	4,9	4,8	4,9	1,5	4,5	-1,5	3,5	5,5	1,4	5,8	5,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	40,1	42,2	43,8	41,6	42,8	4,4	4,3	3,1	1,9	5,2	3,6	5,4	5,0
<i>De las cuales:</i>													
América	5,6	5,9	6,1	5,8	6,0	4,4	5,7	5,4	0,1	5,0	3,3	4,8	5,1
Comunidad de Estados Independientes	4,0	4,3	4,4	4,2	4,4	1,2	2,5	2,7	-5,4	7,1	2,5	6,3	7,8
Economías en desarrollo de Asia	23,6	24,9	25,9	24,8	24,9	4,9	5,2	1,7	5,6	5,5	4,2	6,1	4,8
China	8,4	9,4	10,0	9,1	9,6	9,4	4,6	2,3	8,0	12,0	6,5	14,5	9,9
India	3,3	3,3	3,4	3,4	3,3	3,9	6,5	4,0	5,7	2,3	3,2	2,6	2,0
Oriente Medio y Norte de África	8,7	9,0	9,3	8,8	9,1	5,3	3,6	5,4	3,2	3,2	3,0	3,7	2,8
Mundo	85,0	87,9	89,4	86,8	89,0	2,1	1,6	-0,6	-1,3	3,4	3,5	2,9	3,9
Producción													
OPEP (composición actual) ^{1, 2}	33,5	34,5	35,7	34,2	34,8	4,4	-1,0	2,9	-6,0	4,7	3,5	2,9	3,1
<i>De la cual:</i>													
Arabia Saudita	9,5	9,8	...	9,6	9,9	2,4	-4,7	4,2	-9,1	3,1	...	1,7	4,6
Nigeria	2,1	2,4	...	2,3	2,5	2,3	-4,7	-8,2	-0,4	16,1	...	16,3	16,0
Venezuela	2,4	2,4	...	2,4	2,4	3,2	-7,8	-2,0	-7,8	3,1	...	4,7	1,5
Iraq	2,5	2,4	...	2,4	2,4	15,5	9,9	14,3	2,5	-2,2	...	-1,1	-3,3
Países no miembros de la OPEP ²	51,7	52,8	53,6	52,6	53,1	0,8	0,8	-0,2	1,8	2,2	1,5	2,6	1,8
<i>De los cuales:</i>													
América del Norte	13,6	14,1	14,2	14,0	14,3	-1,2	-0,5	-3,8	2,2	3,7	0,3	3,6	3,7
Mar del Norte	4,2	3,8	3,7	4,0	3,6	-6,8	-5,0	-5,0	-4,3	-8,8	-2,0	-7,4	-10,4
Rusia	10,2	10,5	10,5	10,4	10,5	4,8	2,4	-0,7	2,0	2,4	0,6	3,0	1,7
Otros países de la ex Unión Soviética ³	3,1	3,1	3,2	3,1	3,1	9,0	11,5	3,2	9,2	1,1	2,7	2,2	0,0
Otros países no miembros de la OPEP	20,6	21,4	22,0	21,1	21,6	1,7	1,1	3,2	1,8	3,6	3,2	4,0	3,2
Mundo	85,2	87,4	89,4	86,8	87,9	2,2	0,1	1,0	-1,4	3,2	1,6	2,7	2,3
Demanda neta⁴	-0,2	0,6	0,0	-0,1	1,2	-0,4	1,3	-0,3	-0,2	0,7	...	-0,1	1,3

Fuentes: Agencia Internacional de Energía, *Oil Market Report*, marzo 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, Kazajstán, 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.

caron un aumento de la demanda de diesel. También hubo alzas sorpresivas de la demanda de petróleo en las grandes economías avanzadas; concretamente, en Estados Unidos porque la demanda de combustible fue mayor que la esperada, y en Japón, donde, durante parte del año, la energía generada utilizando petróleo reemplazó a la energía nuclear perdida por cuestiones de mantenimiento (gráfico 1.22, panel superior izquierdo).

La oferta de petróleo reaccionó al aumento inesperado de la demanda, pero no en la mayor medida posible. Se estima que en 2010 la producción petrolera mundial creció 3,2%. La producción de los países que no pertenecen a la OPEP, que superó las expectativas, aportó alrededor de la mitad del aumento sorpresivo de la oferta (gráfico 1.22, segundo panel de la derecha). Las reducciones en la oferta del Mar del Norte se vieron compensadas con creces por los

Gráfico 1.22. Evolución del mercado mundial de la energía



Fuentes: Sistema de Precios de Productos Primarios del FMI; Agencia Internacional de Energía, edición de marzo de 2011 de *Oil Market Report*; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Variación anual, en porcentaje.

²Datos hasta el cuarto trimestre de 2010 para las economías avanzadas y China, y hasta el tercer trimestre de 2010 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.

³Miembro de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en el primer mes de cada episodio. Meses transcurridos desde el máximo de precio del petróleo en el eje de la abscisa.

⁴Mar del Norte: Noruega y el Reino Unido. Ex Unión Soviética: otros países ex miembros de la Unión Soviética.

⁵Salvos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), desviaciones con respecto al promedio de cinco años (millones de barriles) en el eje de la abscisa; capacidad excedentaria efectiva de la OPEP (millones de barriles diarios) en el eje de la ordenada.

aumentos de producción en otras regiones, sobre todo en Brasil, China, Estados Unidos y Rusia, en respuesta a los incentivos para la inversión y la gestión de campos en declive que resultan de los crecientes precios del petróleo y, en el caso de Rusia, los cambios en el régimen tributario instaurados para cubrir los elevados costos de producción y desarrollo. La producción de petróleo crudo de la OPEP, que está sujeta a cuotas, aumentó 1,8%; es decir, la cuarta parte del alza de la oferta mundial (gráfico 1.22, segundo panel de la izquierda). Sin embargo, su producción de líquidos de gas natural (como el etano, el propano, el butano y la gasolina natural) subió más de 10%; es decir, otra cuarta parte del crecimiento de la oferta mundial.

A causa del rezago del crecimiento de la oferta, se precisó una reducción inesperadamente grande de las existencias del segundo semestre de 2010 a fin de lograr el equilibrio de oferta y demanda, y hoy los coeficientes existencias/utilización se acercan a los niveles promedio de ciclos anteriores (gráfico 1.22, tercer panel de la izquierda). Del mismo modo, las curvas de futuros sobre petróleo se aplanaron en lugar de tender al alza, como en las primeras etapas de la recuperación mundial, lo que indica el fin de la debilidad cíclica de las condiciones del mercado petrolero. Más recientemente, las curvas de los futuros muestran una inversión de los valores naturales, señal de una mayor disminución de la oferta en los mercados físicos, que se revertiría ligeramente durante 2011.

Las perspectivas a corto plazo para el mercado del petróleo dependen fundamentalmente de las perspectivas de mayor estabilidad en algunos países exportadores de la región de OMNA y de la interacción entre la fortaleza de la expansión mundial, la dinámica de la demanda de petróleo y la reacción de la oferta. Las proyecciones actuales de *Perspectivas de la economía mundial* apuntan a que el crecimiento económico mundial se moderará en los próximos 12 meses, lo cual traería aparejada una desaceleración del ímpetu de crecimiento de la demanda de petróleo. Eso debería verse reforzado por una corrección parcial de la reacción excesiva de la demanda de petróleo que suele acompañar a las primeras etapas de una recuperación en la actividad a nivel mundial (véase el capítulo 3).

En cuanto a la oferta, para 2011 se espera un crecimiento modesto de la capacidad en los países

que no pertenecen a la OPEP, parcialmente debido a los cuellos de botella de 2006–08 en las inversiones petroleras. Como resultado, según las proyecciones de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, la presión sobre la producción de crudo de la OPEP aumentará marcadamente en 2011³¹. Por lo tanto, las decisiones de producción de la organización tendrán un papel clave en la determinación de la situación del mercado de petróleo. Los miembros de la OPEP ya han comenzado a recurrir a su capacidad excedentaria para compensar las pérdidas causadas por trastornos de la oferta de otros productores de la región de OMNA. Ese compromiso ha ayudado a mantener bajo control los riesgos de oferta de petróleo. No obstante, es probable que, si continúa el sólido crecimiento a nivel mundial, sea necesario incrementar la producción de petróleo crudo en la OPEP más allá de lo que exigen los trastornos de la oferta en la región de OMNA, a fin de garantizar la estabilidad del mercado petrolero. La aceleración de la producción de petróleo crudo en la OPEP en diciembre de 2010 y enero de 2011, cuando los precios del petróleo se acercaban al umbral de \$100 el barril, sugiere que los miembros de la OPEP siguen preocupados por la rapidez de los aumentos de precios. No obstante, la ausencia de una reacción elástica de la producción cuando los precios superaron la banda de \$70–\$80 generó algo de incertidumbre en los mercados en cuanto a las metas implícitas de precios de los productores de la OPEP.

Hasta ahora, en términos históricos, este shock de la oferta petrolera no ha sido de gran magnitud. Sin embargo, los riesgos para la oferta de petróleo de OMNA probablemente se vayan disipando apenas gradualmente a lo largo de 2011. La serie de riesgos para la oferta petrolera y el vigor ininterrumpido de la actividad mundial —pese a cierta desaceleración— significan que los riesgos al alza para los precios del petróleo seguirán siendo elevados. Los mercados de derivados del petróleo de hecho han comenzado a reflejar en los precios el mayor riesgo que encierran

³¹ La “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, incluida la producción de LGN por parte de la OPEP. En el cuadro 1.2, la cifra de la producción de la OPEP en 2011 refleja la presión sobre la OPEP y su producción de LGN.

las alzas abruptas de los precios del petróleo en los próximos años. Contra este telón de fondo, los riesgos para los mercados petroleros son ahora un importante motivo de preocupación para la estabilidad económica mundial, como se ha señalado ya en este capítulo. Por el contrario, los riesgos para los mercados petroleros generados por el reemplazo de energía nuclear con energía térmica en Japón a causa de los daños a las plantas nucleares ocasionados por el terremoto de Tohoku serían pequeños. El reemplazo hará subir en última instancia la importación de combustibles fósiles en Japón, pero el impacto en la demanda mundial de petróleo sería limitado, de 0,1%-0,3%. La experiencia y los incentivos derivados de los actuales precios de la energía hacen pensar que más de la mitad de esa necesidad adicional de combustibles fósiles se atenderá mediante una mayor importación de gas natural licuado y, en menor medida, carbón.

A mediano plazo, aun suponiendo que las interrupciones de la oferta en la región de OMNA no duren mucho, se prevé que los precios del petróleo permanezcan altos, a causa de la tensión entre el robusto crecimiento de la demanda de petróleo y el viraje a la baja en la tasa de crecimiento tendencial de la producción mundial de petróleo. En el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, se prevé que las tensiones seguirán siendo moderadas. Sin embargo, como se analiza con mayor detalle en el capítulo 3, podrían incrementarse y, en líneas generales, los riesgos de los precios siguen siendo al alza, en vista del riesgo a la baja de la oferta, provocado por las limitaciones a la inversión petrolera subterránea y de superficie y, como pusieron de relieve los acontecimientos de la región de OMNA, los riesgos geopolíticos.

Las diferencias de precios entre los distintos combustibles fósiles aún son importantes, y es probable que la cuota de mercado del petróleo crudo siga disminuyendo (gráfico 1.22, panel inferior). En el mercado de Estados Unidos, los precios del gas natural permanecen bajos en comparación con los del petróleo crudo, a causa de la oferta adicional creada con la extracción de gas de esquisto. Por lo tanto, la cuota de mercado del gas natural seguirá creciendo en Estados Unidos, a medida que la demanda de los usuarios finales continúe respondiendo a los incentivos de

precio (gráfico 1.22, tercer panel de la derecha). El gas natural también podría desempeñar un papel más prominente en la canasta de energías del resto del mundo, pues también se encontraron grandes depósitos de gas de esquisto en otras regiones³². Del mismo modo, el carbón es relativamente más barato que el petróleo crudo, y el crecimiento del consumo de carbón superó el de otros combustibles fósiles en la década pasada, lo que pone de relieve la importancia del carbón para satisfacer la demanda mundial de energía primaria, en rápida expansión.

Mercado de metales: Evolución y perspectivas

En el segundo semestre de 2010 y principios de 2011, los precios de los metales se recuperaron vertiginosamente; el índice de precios de los metales base del FMI aumentó 40% (gráfico 1.23, panel superior izquierdo)³³. En cuanto a las materias primas en general, los pronunciados aumentos de precios se vieron impulsados principalmente por la recuperación, más fuerte que la esperada, tanto de las economías de mercados emergentes como de las avanzadas, aunque las interrupciones de la oferta también contribuyeron lo suyo. Los precios de los metales y los precios internacionales de las acciones registraron variaciones muy marcadas en el mismo sentido durante todo 2010, reflejando la influencia de factores macroeconómicos comunes y el aumento del apetito de riesgo en los distintos mercados financieros.

Se estima que el consumo mundial de todos los metales base, excepto el estaño, alcanzó un nuevo récord en 2010 (gráfico 1.23, panel superior derecho)³⁴. La oferta respondió al aumento de los precios pero sin demasiado ímpetu, en parte por efecto de las normas ambientales más estrictas (por ejemplo, los recortes en la producción de aluminio en China por motivos energéticos) y de conflictos sindicales (como las huelgas en las minas de cobre de

Chile). Como resultado, se redujeron las existencias mantenidas para amortiguar los shocks, que volvieron a los niveles históricos. El coeficiente existencias/utilización del cobre ya está por debajo del promedio histórico (gráfico 1.23, segundo panel de la izquierda). Hasta ahora, es limitado el efecto que tienen los nuevos fondos cotizados en bolsa respaldados por tenencias físicas de metales base sobre las variaciones de las existencias globales, a causa de ciertas características de esos instrumentos de inversión que, en las condiciones actuales de mercado, los hacen menos atractivos que las alternativas respaldadas por futuros³⁵. A fines de febrero, la participación de esos productos en las acciones de la Bolsa de Metales de Londres oscilaba entre el 0,1% y el 2,3%.

En cuanto al panorama futuro, el análisis del recuadro 1.5 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* sugiere que los mercados de metales base están en una etapa de creciente escasez, lo que se refleja en el aumento del componente tendencial de los precios que sucedió aproximadamente en la última década. En parte, la mayor escasez de metales base se debe al aumento de la demanda de economías de mercados emergentes, sobre todo de China. En el período 2003–07, China originó dos tercios del aumento del consumo mundial de aluminio y cobre, y casi todo el incremento del consumo mundial de estaño, plomo y zinc (cuadro 1.3). A partir de 2008, el aporte de China superó incluso el crecimiento del consumo mundial neto de todos los metales, y el consumo de cobre, níquel y plomo aumentó más de 50%. La participación de China en el consumo mundial de metales base se duplicó a alrededor de 40% en los últimos 10 años como consecuencia de ese fuerte crecimiento (gráfico 1.23, segundo panel de la derecha).

En la actualidad, el consumo de metales de China es superior al de otros países en una etapa similar de desarrollo, lo que probablemente se deba al crecimiento exponencial del sector manufacturero

³² En el recuadro 3.2 se analizan las perspectivas de la posibilidad de expandir la “revolución” del gas de esquisto de Estados Unidos al resto del mundo.

³³ Los precios del cobre y el estaño batieron récords.

³⁴ En la segunda mitad de 2010, la demanda de metales base creció más del 8% (interanual), mientras que el crecimiento económico mundial fue de menos del 5% (interanual) en el mismo período.

³⁵ Los fondos cotizados en bolsa respaldados físicamente por cobre, estaño y níquel se crearon en diciembre de 2010. Puesto que esos metales se negocian con descuento a plazo, se prevé una pérdida de capital por mantener las existencias además del elevado costo físico de mantenerlas. En cambio, el diferencial temporal funciona a favor de las alternativas respaldadas por futuros, que pueden beneficiarse de un rendimiento por traslado positivo.

que experimentó el país en las dos últimas décadas (gráfico 1.23, panel inferior izquierdo). Sin embargo, se prevé que el aumento del consumo de metales de China se modere a partir de 2011 a causa de los recientes esfuerzos por limitar los préstamos bancarios y la inversión en infraestructura, y de la posibilidad de un reequilibramiento gradual de la economía que la aleje de las fuentes de crecimiento con uso intensivo de los metales (gráfico 1.23, panel inferior derecho). Se espera que la moderación del crecimiento del consumo de metales base de este país se vea parcialmente compensada por un aumento de la demanda de las economías avanzadas, donde el consumo de metales base aún permanece aproximadamente un 15% por debajo de los niveles previos a la crisis a pesar de la recuperación en curso. Sin embargo, es probable que el impacto en la demanda mundial producido por el aumento transitorio de la demanda de metales para la reconstrucción en Japón tras el terremoto de Tohoku sea pequeño.

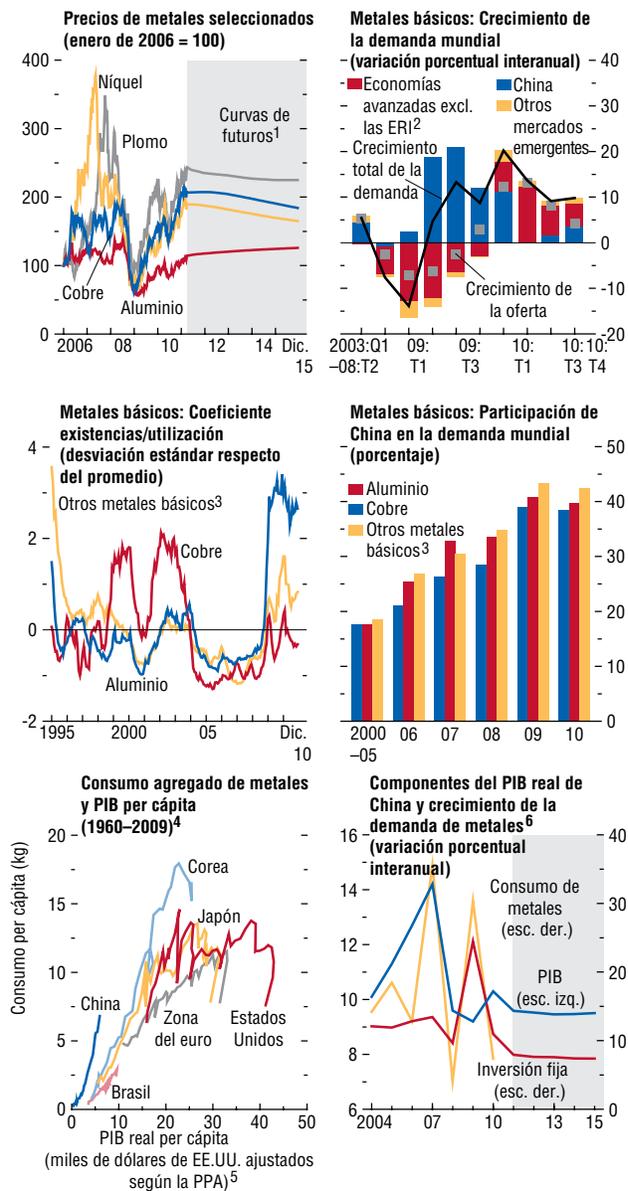
Si bien reacciona ante los precios altos, no se espera que el crecimiento de la producción y de la capacidad aumente al mismo ritmo que la demanda, en especial en el caso del cobre, por la lentitud con la que se crea capacidad minera y el aumento de los costos de la energía. Los riesgos para los precios siguen siendo al alza, puesto que se están reduciendo las existencias amortiguadoras de la mayoría de los metales. Hay expectativas de una moderación del crecimiento de la demanda de China, pero puede haber sorpresas al alza, dados los proyectos a gran escala de construcción de infraestructura y de viviendas públicas que están planificados³⁶.

Mercado de alimentos: Evolución y perspectivas

El índice de precios de alimentos del FMI batió un nuevo récord a principios de 2011 tras haber aumentado alrededor del 41% desde mediados de 2010. Los aumentos de precios han sido generalizados; a la cabeza estuvieron los precios de los cereales, que treparon un 82%, pero los precios de algunos de los cereales principales, como el arroz, aún son considerablemente inferiores a los altos precios de 2008 (gráfico 1.24,

³⁶ Descritos en el nuevo plan quinquenal de China, que entró en vigor en enero de 2011.

Gráfico 1.23. 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 30 de marzo de 2011.
² ERI indica las economías recientemente industrializadas de Asia: Corea, la RAE de Hong Kong, Singapur y la provincia china de Taiwan.
³ Promedio ponderado de plomo, níquel, estaño y zinc.
⁴ Agregado de aluminio, cobre, estaño, níquel, plomo y zinc.
⁵ PPA = paridad del poder adquisitivo.
⁶ PIB y componentes en términos reales, consumo de metales en términos de volumen.

Cuadro 1.3. Consumo de metales básicos

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	Crecimiento del consumo de:						PIB mundial	Producción industrial de China
	Aluminio	Cobre	Estaño	Níquel	Plomo	Zinc		
Mundo, 1995–2002	3,2	3,4	3,1	2,2	1,5	3,7	3,4	10,9
<i>Del cual:</i>								
China (porcentaje)	46,1	57,5	54,5	29,4	14,9	39,6	6,8	...
Otros mercados emergentes (porcentaje) ¹	13,5	19,3	29,2	-8,9	14,5	11,2	...	...
Mundo, 2003–07	8,0	3,8	4,7	3,0	6,0	3,8	4,7	16,6
<i>Del cual:</i>								
China (porcentaje)	67,6	67,4	94,2	130,3	95,7	99,3	9,4	...
Otros mercados emergentes (porcentaje) ¹	7,7	19,7	-0,7	-5,6	0,6	11,2	...	...
Mundo, 2008–10	1,9	2,1	3,6	3,6	1,7	2,9	2,4	13,1
<i>Del cual:</i>								
China (porcentaje)	159,5	226,3	175,5	153,0	104,3	166,7	12,3	...
Otros mercados emergentes (porcentaje) ¹	5,2	-12,8	-9,3	-7,7	41,0	-0,3	...	...

 Fuente: Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, *World Metal Statistics Yearbook* (distintas ediciones).

¹Brasil, India, México y Rusia.

panel superior izquierdo). En cambio, otros grupos de alimentos cuya elasticidad-ingreso es mayor, están superando los máximos previos; entre ellos, las semillas oleaginosas, la carne, el azúcar y los frutos de mar (gráfico 1.24, panel superior derecho). No existe un único factor que explique el repunte de los precios de los alimentos, pero el desencadenante fue una serie de shocks meteorológicos, como sequías e incendios arrasadores en Kazajstán, Rusia y Ucrania (trigo), un verano caluroso y húmedo en Estados Unidos (maíz) y los efectos más generalizados de un fenómeno La Niña particularmente severo en torno a la cuenca del Pacífico (arroz, azúcar y hortalizas locales). En conjunto, esos shocks contribuyeron a una corrección a la baja de 2,7% en la producción mundial de cereales en 2010–11 (gráfico 1.24, primer panel de la izquierda)³⁷.

Aunque la oferta ha defraudado, la demanda de los cultivos alimentarios principales se mantuvo sólida, en gran medida por el crecimiento de las economías de mercados emergentes. El crecimiento de la demanda fue inusualmente fuerte durante la mayor parte de la última recesión mundial, y en la actualidad ronda 2,5% (gráfico 1.24, segundo panel de la derecha). Las economías de mercados emergentes, China incluida, son responsables de cerca del 70% o el 80% del crecimiento de la demanda

³⁷ Proyección del Departamento de Agricultura de Estados Unidos para la campaña de marketing internacional 2010/11 de arroz, maíz y trigo.

de los últimos tres años. Una novedad notable es la creciente presencia de China como importador en los mercados internacionales de cereales, sobre todo de maíz, después de muchos años de autosuficiencia. Ha sido particularmente vigoroso el consumo de semillas oleaginosas, incluidas las de soja, lo cual refleja su mayor elasticidad-ingreso. China se mantiene como el mayor importador del mundo de semillas oleaginosas por un amplio margen.

La demanda de los materiales básicos para biocombustibles también repuntó con más rapidez que la esperada, debido a que el sector del etanol de maíz de Estados Unidos se recuperó de las quiebras generalizadas de 2008–09. Los márgenes operativos del etanol siguen siendo estrechos, pero el sector cuenta con un respaldo considerable en materia de políticas, lo que permite reforzar los precios (gráfico 1.24, tercer panel de la izquierda). El aumento de los precios de los materiales básicos alternativos, en especial el azúcar, también sustentó la demanda de etanol de maíz. Alrededor del 40% de la cosecha de maíz de Estados Unidos, que equivale al 14% del consumo mundial total de maíz, se empleó como materia prima para elaborar etanol en 2010, un aumento de 5 puntos porcentuales con respecto al año anterior.

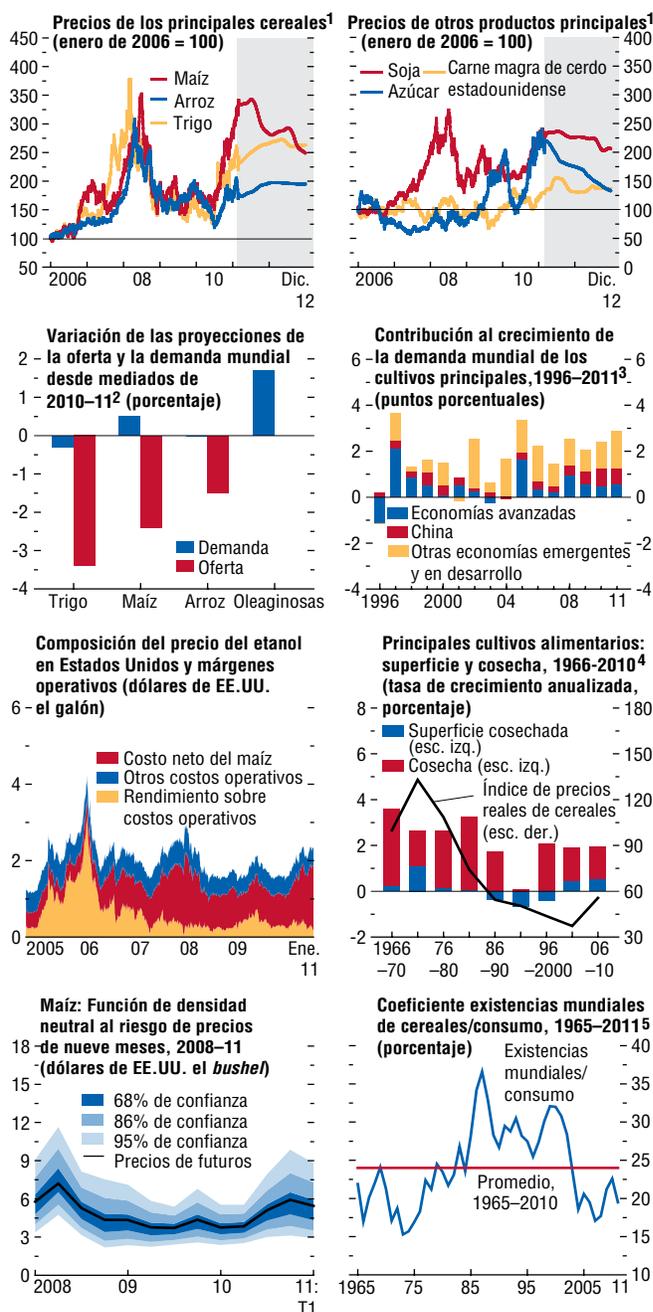
Todos esos factores contribuyeron a mayores exigencias para los mercados físicos, lo que demoró la recomposición de las existencias que se habían agotado en los nueve años que precedieron a la

primera escalada mundial de los precios de los alimentos ocurrida en 2008. Las existencias de algunos cultivos alimentarios, en especial las de maíz, siguen siendo muy escasas, lo que exacerba la volatilidad de los precios.

El panorama de los precios de los alimentos a corto plazo dependerá principalmente de lo que pase con la oferta. La historia sugiere que, si en los próximos 12 meses se normalizan las condiciones meteorológicas, las cosechas deberían recuperar la mayor parte de las pérdidas sufridas en 2010³⁸. Por ejemplo, cuando en un año la producción mundial de trigo se redujo más del 5%, al año siguiente se registró un aumento del 7%, un crecimiento significativamente mayor que el tendencial. A mediano plazo, la oferta debería continuar su crecimiento en respuesta al aumento de los precios. En los últimos años, el crecimiento de los rendimientos se desaceleró ligeramente, quizás a causa de la reducción de los subsidios estatales para la investigación y el desarrollo agrícola en las economías avanzadas³⁹. Para compensar la desaceleración del crecimiento de los rendimientos, comenzó a incrementarse la superficie cultivada, después de dos décadas de estancamiento; pero la expansión podría darse en forma gradual, en parte por la relativa escasez de tierras productivas bien irrigadas en regiones que cuentan con una infraestructura afianzada de distribución (gráfico 1.24, tercer panel de la derecha).

Durante 2011, el fortalecimiento de la oferta también debería resultar en cierto alivio de la escasez y permitir que los precios retrocedieran modestamente, pero los riesgos para el panorama de precios permanecen decididamente al alza. Esa perspectiva se refleja en la fijación de los precios de mercado y en el hecho de que las curvas de futuros son relativamente planas o exhiben una inversión de los valores naturales, lo cual indica que la escasez debería aliviarse, mientras que las opciones sugieren riesgos más sesgados hacia el alza (gráfico 1.24, último panel de la izquierda, maíz). El mayor riesgo a corto plazo es que las últimas etapas de La Niña continúen amenazando las cosechas en el

Gráfico 1.24. Evolución de los mercados de los principales cultivos alimentarios



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Bolsa Mercantil de Chicago; Iowa State University Center for Agriculture and Rural Development; Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación; Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA); y cálculos del personal técnico del FMI.

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

²Proyecciones de USDA para el año internacional 2010/11.

³Incluye cereales y oleaginosas. La demanda de 2011 es proyección de USDA.

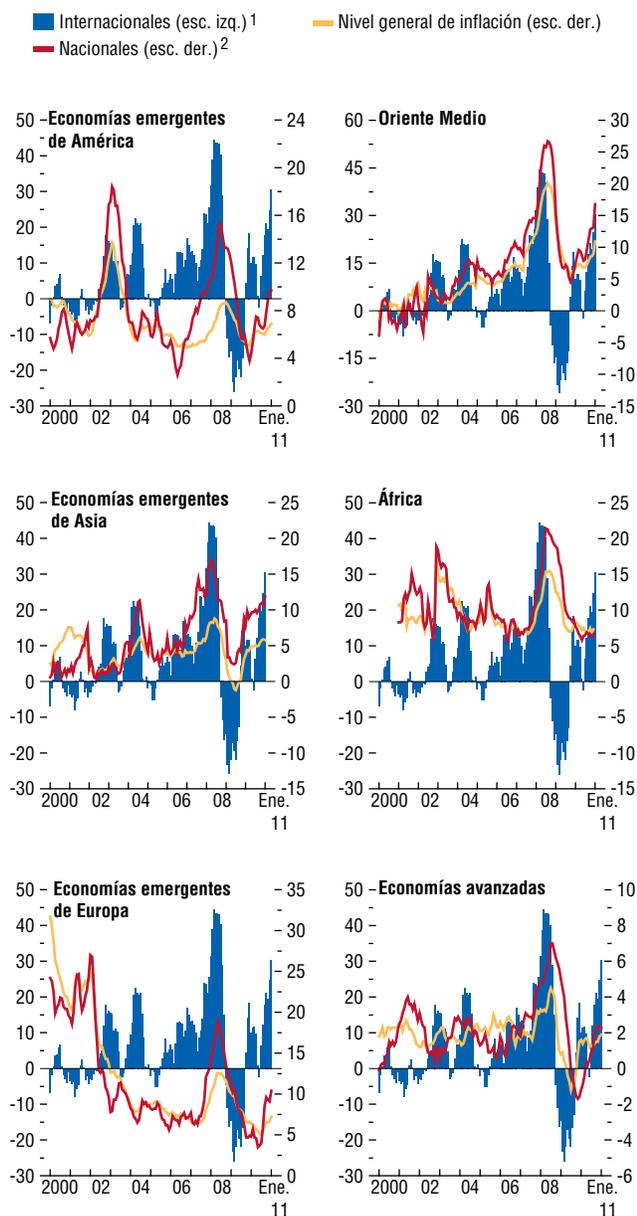
⁴Cosecha ponderada según la superficie para nueve cereales y precios.

⁵Existencias de fin de año como porcentaje del consumo, con proyecciones de USDA para 2011.

³⁸Los modelos más adecuados de series de tiempo univariadas para la producción mundial anual también indican que los shocks de la oferta suelen revertirse con rapidez.

³⁹Como se analiza en el apéndice 1.1 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 1.25. Variación de los precios internacionales y nacionales de los alimentos y nivel general de inflación
(Mensual; variaciones porcentuales interanuales)



Fuentes: Haver Analytics; Sistema de Precios de Productos Primarios del FMI; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Índice de precios de alimentos y bebidas básicas del FMI en dólares de EE.UU.

² Inflación de los precios de alimentos y bebidas.

hemisferio sur. Otros riesgos incluyen la persistencia de los precios elevados de la energía o la imposición de restricciones comerciales internacionales en respuesta a los shocks de la oferta. Y, sobre todo, las existencias mundiales de alimentos permanecen bajas, en especial en el caso de los cereales (gráfico 1.24, último panel de la derecha). El proceso de recomposición de existencias llevará tiempo y, hasta que las existencias que se mantienen a fin de hacer frente a oscilaciones recuperen los niveles normales, los precios de los alimentos se mantendrán extremadamente sensibles a los shocks que crean restricciones en los mercados físicos.

Evolución reciente de los mercados de materias primas: Implicaciones para la economía mundial

Los retos que plantean los precios de las materias primas, altos y en aumento, son especialmente inmediatos para las economías emergentes y en desarrollo por dos motivos principales. En primer lugar, la proporción de los alimentos en la canasta típica de consumo es mayor en esas economías que en las economías avanzadas. Así, el traslado de los precios de los alimentos en los mercados internacionales al nivel general de inflación suele ser más acusado en esas economías. En segundo lugar, existe una posibilidad mayor de que las variaciones de los precios de las materias primas afecten a sus términos de intercambio y su balanza comercial, pues la proporción de materias primas es relativamente mayor tanto en las importaciones como en las exportaciones.

Desde mediados de 2010, el aumento del nivel general de inflación en muchas economías emergentes y en desarrollo ha coincidido con un alza de los precios de las materias primas (gráfico 1.25). Específicamente, el aumento de los precios de los alimentos contribuyó de manera significativa a la inflación. Eso se debe al traslado de los precios mundiales de los alimentos, pero también —en casos destacados, como China e India— al alza de precios en los mercados locales de alimentos, como los de frutas y hortalizas frescas. El nivel general de inflación y la inflación de los combustibles aumentaron sobre todo en Oriente Medio, un gran importador neto de alimentos, seguido de las economías emergentes de Asia, región muy golpeada por malas condiciones meteorológicas durante la segunda mitad de 2010

y por brechas del producto que se están cerrando o que ya son positivas. En cambio, los precios de los alimentos y el nivel general de inflación no experimentaron grandes variaciones en África subsahariana, donde muchas economías están menos integradas a los mercados mundiales de alimentos y tuvieron cosechas relativamente abundantes en los últimos 12 meses. Por ello, los precios de algunos cultivos básicos importantes, entre ellos el maíz, permanecieron relativamente estables en gran parte de la región, lo que muestra que los precios internacionales de los alimentos son solo uno de los factores que determinan la inflación local de los precios de los alimentos.

Es probable que los aumentos recientes de los precios de las materias primas sigan trasladándose al nivel general de inflación en toda la economía mundial. Los precios de los alimentos continúan siendo la fuente más importante de riesgo a causa de las condiciones restringidas del mercado —que deberían distenderse gradualmente— y a su mayor traslado a los precios internos en las economías emergentes y en desarrollo. Algunos de los factores que provocan el alza de los precios de las materias primas son transitorios, y cabe esperar que los efectos de primera ronda en el nivel general de inflación en general sean absorbidos, pero las circunstancias específicas de cada país podrían exigir una respuesta de la política monetaria. Lo más probable es que la presión de costos que generan los fuertes aumentos de precios de las materias primas resulte en efectos de segunda ronda, como un aumento de las expectativas de inflación a largo plazo, en las economías donde los alimentos y la energía tienen una ponderación relativamente grande en el índice de precios al consumidor y la credibilidad de la política monetaria aún no está del todo afianzada, sobre todo en algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo (véase el capítulo 1)⁴⁰.

La evolución reciente de los precios de las materias primas también tuvo un efecto generalizado sobre los términos de intercambio y las balanzas comerciales. En el contexto de las proyecciones de

⁴⁰ Como se señala en el capítulo 3 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, es más probable que se observe en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, antes que en las economías avanzadas, la falta de credibilidad de la política monetaria y de expectativas de inflación firmemente ancladas.

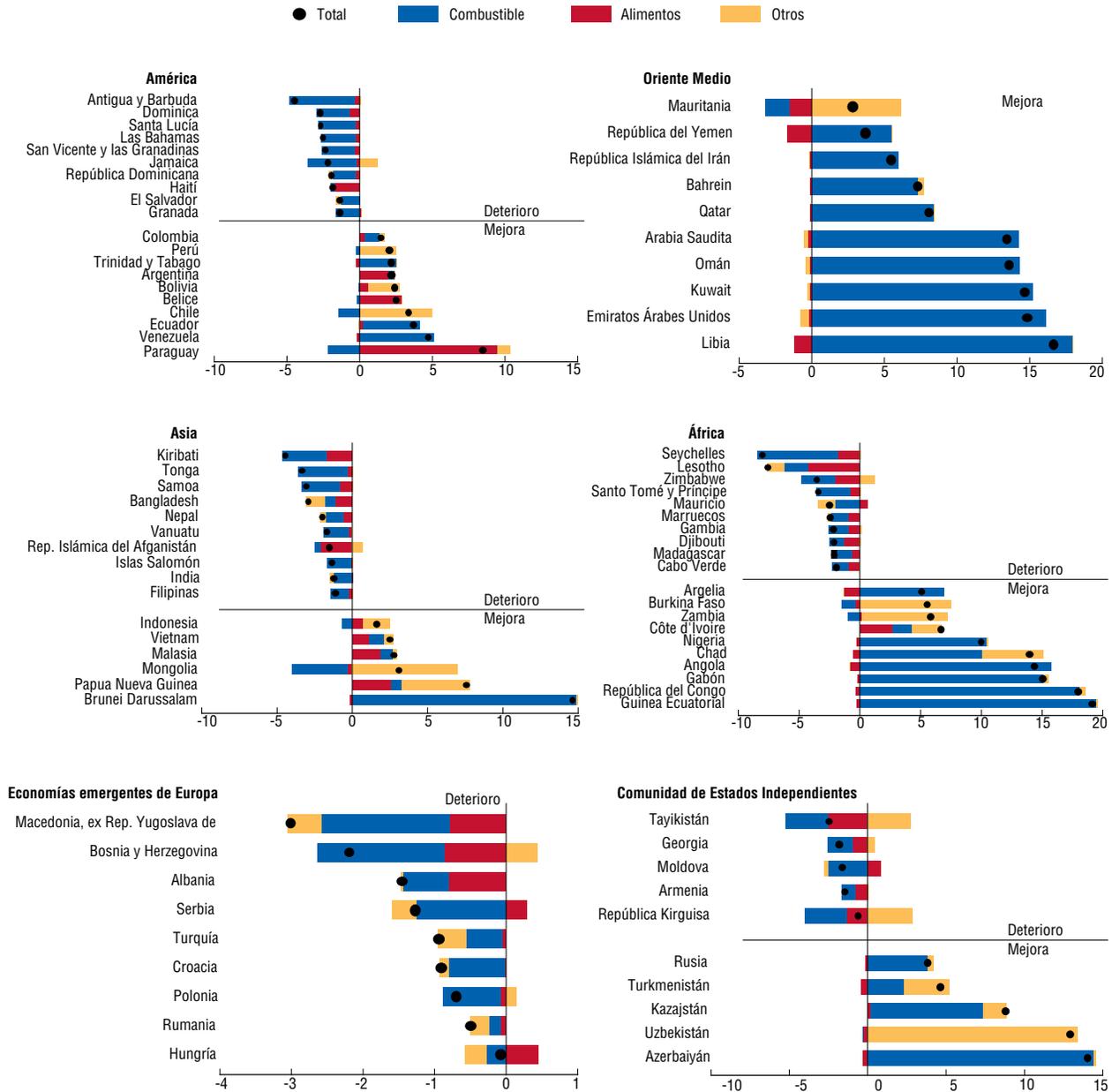
referencia actualizadas del FMI para los precios de materias primas, los efectos estimados directos (de primera ronda) del aumento esperado de los precios son sustanciales. La última proyección de referencia anticipa para el año 2011 aumentos en el precio del petróleo crudo, los alimentos y los metales de aproximadamente 31%, 26% y 24%, respectivamente, respecto de la edición de octubre de 2010 del informe *Perspectivas de la economía mundial*. A nivel general, se espera que la mejora de los términos de intercambio gracias al avance de los precios de las materias primas produzca una mejora de aproximadamente 1¼% del PIB en las balanzas comerciales de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Sin embargo, como puede verse en el gráfico 1.26, la variación entre distintas regiones y economías es elevada. Las grandes mejoras de los términos de intercambio, consecuencia de los altos precios de exportación del petróleo, deberían compensar con creces el empeoramiento en Oriente Medio provocado por los altos precios de importación de alimentos; se espera que en general las economías emergentes de Asia y de Europa registren un deterioro de sus balanzas comerciales debido a su elevada dependencia de las importaciones de materias primas. Dentro de África, las economías que no cuentan con materias primas importantes para exportar, en especial petróleo y metales, sufrirán el efecto más intenso de los precios elevados de los alimentos. Sin embargo, muchos importadores netos de alimentos se benefician de la cobertura natural que proporcionan sus exportaciones de metales, petróleo y otras materias primas. Se prevé que las economías más avanzadas registren un deterioro leve de los términos de intercambio.

Se realizó el mismo análisis con niveles de precios coherentes con un shock creíble derivado de las expectativas del mercado que encierran las opciones de futuros sobre materias primas, con el propósito de evaluar los efectos de nuevos aumentos significativos de los precios de las materias primas. Esos precios de derivados pueden proporcionar un indicio de la distribución de probabilidad de precios a diferentes plazos⁴¹. En un escenario que compara los efectos de

⁴¹ Específicamente, se seleccionó como escenario alcista el límite superior de la desviación estándar de la función de densidad neutral al riesgo para el precio de la materia prima.

Gráfico 1.26. Impacto de primera ronda de la variación de precios de las materias primas en la balanza comercial de algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo¹

(Perspectivas de la economía mundial, proyección de abril de 2011 en relación con la proyección de octubre 2010; balanza comercial de 2011 como porcentaje del PIB de 2009)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Las ponderaciones por materias primas de las exportaciones e importaciones de los países se obtuvieron de datos comerciales del período 2005-08. Las economías están clasificadas según la variación global de la balanza comercial; en cada gráfico se indican los 10 principales deterioros y mejoras, según la disponibilidad de los datos.

Cuadro 1.4. Variación anual de precios de las materias primas críticas*(Porcentaje)*

	Alimentos		Petróleo		Metales		Energía	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Línea de referencia	24,1	-4,7	35,6	0,8	26,5	-0,8	31,9	0,1
Shock de precios de los alimentos	57,5	7,3	...	...	...	...	...	...
Shock de precios generales	57,5	7,3	53,4	18,2	39,8	12,1	53,4	18,2

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

un aumento de los precios de los alimentos respecto de la referencia actual, se supone que los precios de los alimentos son en promedio alrededor de 58% más altos en 2011 que en el año anterior. También se contempló un escenario que conlleva aumentos generalizados en los precios de las materias primas y que, además de suponer mayores precios para los alimentos, supone que todos los precios de la energía son 53% más altos que el año anterior y que los precios de los metales básicos aumentan 40%. En el cuadro 1.4 se presenta un resumen de esos supuestos y la comparación con la referencia actual.

El efecto del aumento de los precios de los alimentos varía según la región (cuadro 1.5). El efecto general en África es marginal, pero eso oculta

grandes deterioros en los términos de intercambio para los importadores netos de alimentos (de aproximadamente 0,5% del PIB en 2011 respecto de la referencia). La región de Oriente Medio también registraría deterioros importantes de la balanza comercial, de más de 0,4% del PIB en 2011. Por el contrario, el predominio de los exportadores de alimentos en América Latina generaría una mejora significativa de aproximadamente un 0,4% en la posición comercial.

Los efectos de un aumento generalizado de los precios de las materias primas mejoran la posición externa de las economías emergentes, aunque con importantes variaciones a nivel regional. En particular, las mejoras importantes en Oriente Medio, la

Cuadro 1.5. Impacto del aumento de precios en la balanza comercial¹*(Variaciones respecto de la línea de referencia como porcentaje del PIB de 2009)*

	Aumento de los precios de los alimentos		Aumento de los precios generales	
	2011	2012	2011	2012
Economías avanzadas	0,0	0,0	-0,4	-0,3
Estados Unidos	0,0	0,0	-0,3	-0,3
Japón	-0,1	-0,1	-0,8	-0,6
Zona del euro	-0,1	0,0	-0,7	-0,5
Economías emergentes y en desarrollo	0,1	0,0	0,8	0,7
África	-0,1	-0,1	2,5	2,0
<i>De las cuales: Importadores netos de alimentos</i>	-0,5	-0,3	3,8	3,3
América	0,4	0,2	1,0	0,7
<i>De las cuales: Importadores netos de alimentos</i>	-0,2	-0,1	0,9	0,9
Asia y el Pacífico	0,1	0,0	-0,5	-0,5
<i>De las cuales: Importadores netos de alimentos</i>	-0,1	-0,1	-0,6	-0,6
Comunidad de Estados Independientes	-0,2	-0,1	2,7	2,4
<i>De las cuales: Importadores netos de alimentos</i>	-0,3	-0,1	3,1	2,6
Europa	-0,1	0,0	-0,8	-0,5
<i>De las cuales: Importadores netos de alimentos</i>	-0,1	0,0	-0,7	-0,5
Oriente Medio	-0,4	-0,2	5,6	5,2
<i>De las cuales: Importadores netos de alimentos</i>	-0,4	-0,2	5,6	5,2

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Las ponderaciones por materia prima de las exportaciones e importaciones nacionales se obtuvieron de los datos comerciales del período 2005-08.

ex Unión Soviética, América Latina y África se verían contrarrestadas parcialmente por el deterioro en las economías emergentes de Asia y Europa (cuadro 1.5).

También tiene importantes efectos distributivos el encarecimiento de los alimentos, el combustible y otras materias primas. Las poblaciones pobres urbanas, en especial en las economías emergentes y en desarrollo, tienen mayores probabilidades que otros grupos de sufrir a causa del aumento de los precios. En el caso de las poblaciones pobres rurales, mucho depende de la propiedad de la tierra, dado que los agricultores se benefician del aumento de los precios. Es probable que la evolución reciente de los

precios de las materias primas aeste otro revés a la reducción de la pobreza lograda entre principios y mediados de la década de 2000. Por ende, otra prioridad de la política económica radicará en mitigar los efectos sobre los pobres del encarecimiento de los alimentos y otras materias primas mediante redes de protección social bien focalizadas y eficaces en función de los costos⁴².

⁴²Véanse el capítulo 3 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, y Coady *et al.* (2010), en relación con las políticas sobre redes de protección social y los precios altos de las materias primas.

Recuadro 1.1. El colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas: Repercusiones para los mercados financieros mundiales

Los auges y colapsos en el sector financiero de las economías avanzadas pueden tener efectos profundos sobre los mercados financieros mundiales y la actividad económica internacional. Recientemente, un colapso que comenzó en un pequeño segmento del mercado de la vivienda de Estados Unidos interactuó con desequilibrios y vulnerabilidades financieros en otros sectores y desencadenó la peor recesión mundial desde la Gran Depresión. Pero los colapsos de los precios de vivienda no son nada nuevo. Por consiguiente, cabe preguntarse en qué se distingue este ciclo de los anteriores, por qué difiere y cuáles son las enseñanzas que pueden extraerse.

En el presente recuadro se procura responder a estos interrogantes sobre la base de estudios recientes de Claessens, Kose y Terrones (2011, y de próxima publicación). Las principales conclusiones son que el reciente colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas tuvo repercusiones más graves para los mercados financieros mundiales debido a 1) el carácter generalizado de esos colapsos en este episodio, en comparación con los anteriores, y 2) la sincronización y dinamismo extraordinarios de las condiciones financieras en las economías avanzadas y de mercados emergentes durante la gestación de la crisis. Los factores mundiales que impulsan los ciclos financieros parecen haber adquirido mayor fuerza, en tanto que los que son específicos de los países —entre ellos, los ciclos de los precios de la vivienda— se han atenuado.

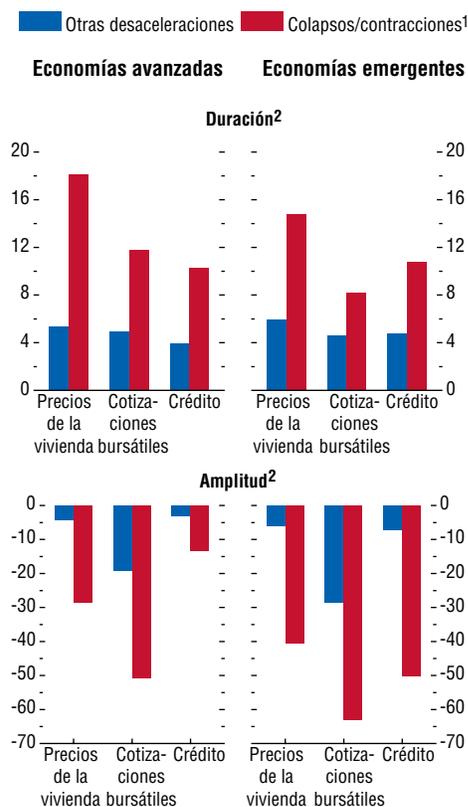
¿En qué se distingue este ciclo de los anteriores?

En las economías avanzadas, los colapsos de los precios de la vivienda tienen generalmente una duración de 18 trimestres y van aparejados con disminuciones de los precios de la vivienda del 30% (gráfico 1.1.1)¹. En los mercados emergentes, tardan 15 trimestres en

El principal autor de este recuadro es Marco E. Terrones.

¹ Los colapsos de los precios de la vivienda se definen como versiones más intensas de las contracciones de los precios de la vivienda. Para que pueda considerarse que se ha producido un colapso, los precios reales de la vivienda deben disminuir más de 15% (entre el punto máximo y el punto mínimo). Estos colapsos suelen estar asociados con acusadas contracciones de la actividad económica. Asimismo, son de mayor duración y (por diseño) más graves que otras desaceleraciones.

Gráfico 1.1.1. Disturbios financieros



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Los colapsos se refieren al cuartil inferior de las disminuciones de los precios de la vivienda y las cotizaciones bursátiles, respectivamente. Las contracciones se refieren al cuartil inferior de las contracciones del crédito.

² La duración es el número de trimestres entre el punto máximo y el punto mínimo. La amplitud es el declive durante la desaceleración. La duración corresponde a medias muestrales, en tanto que la amplitud corresponde a medianas muestrales. Los disturbios se refieren al cuartil inferior de la desaceleración de cada variable financiera.

llegar a su fin y conllevar caídas de los precios del 40%. Una diferencia clave con respecto a los ciclos anteriores es que el colapso reciente en las economías avanzadas fue de menor duración y profundidad, pero más violento: la disminución promedio de los precios, por trimestre, fue más acusada que en el pasado².

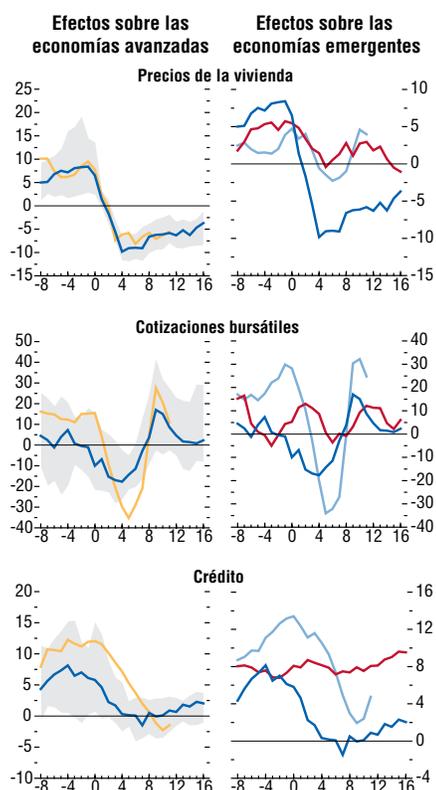
² Durante el período 1970:T1–2007:T4, se registraron 28 episodios de colapso de los precios de la vivienda en las

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.2. Efecto de los colapsos de los precios de la vivienda en las economías avanzadas

(Variación porcentual con respecto a un año antes; $t = 0$ denota punto máximo; trimestres en el eje de la abscisa)

- Variación mediana en las economías avanzadas durante los colapsos de los precios de la vivienda en esas economías
- Mediana de los colapsos en curso de los precios de la vivienda¹
- Declives en las economías de mercados emergentes durante colapsos de los precios de la vivienda en las economías avanzadas
- Declives en las economías de mercados emergentes durante colapsos recientes en las economías avanzadas
- Intervalo de variación de 50% durante los colapsos de los precios de la vivienda en las economías avanzadas



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹Incluidos los colapsos en curso en Estados Unidos y España.

economías avanzadas. Las economías avanzadas que han registrado al menos un colapso de ese tipo son Austria, Canadá, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza. La mayoría de las series de precios proceden

Aunque algunos colapsos siguen en curso, la duración de los que han llegado a su fin fue de solo 40% del promedio histórico y la caída de los precios fue de solo 60% de la norma³.

Los mercados financieros de las economías avanzadas y de mercados emergentes también registraron movimientos pendulares más pronunciados durante el presente ciclo que en ciclos anteriores. En el gráfico 1.1.2 se indican las tasas medianas de aumento de los precios de la vivienda, las cotizaciones bursátiles y el crédito real en las economías avanzadas que experimentaron colapsos de los precios de la vivienda; y, en los paneles de la derecha, las de todas las economías de mercados emergentes en el momento en que ocurrieron estos colapsos. En forma superpuesta se presentan datos sobre los actuales colapsos de los precios de la vivienda (paneles de la izquierda) y los efectos financieros en los mercados emergentes (paneles de la derecha). Cabe señalar que durante estos colapsos, los precios de la vivienda en las economías avanzadas disminuyen durante un período prolongado, generalmente de alrededor de cuatro años. En las economías emergentes, en cambio, las tasas de aumento de los precios de la vivienda se desaceleran ligeramente en el primer año del episodio y, posteriormente, registran cierto repunte.

En el gráfico 1.1.2 puede constatar también que los recientes colapsos de los precios de la vivienda trajeron consigo una acusada disminución de las cotizaciones bursátiles y una desaceleración del crédito. En muchas economías avanzadas, los mercados crediticio y de la vivienda siguen débiles: los hogares están muy endeudados y los bancos están reestructurando los balances. A diferencia del pasado, sin embargo, la disminución y la recuperación de las cotizaciones bursátiles han sido rápidas y pronunciadas. Además —y también a diferencia de lo sucedido en el pasado—, los colapsos recientes de los precios en los mercados emergentes han tenido efectos más graves:

de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y corresponden a diversos indicadores basados en índices de los precios de la vivienda o de las tierras, según el país del que se trate.

³Entre los colapsos de los precios de la vivienda que están ocurriendo actualmente, la profundidad y la duración son, análogamente, menores que lo tradicionalmente observado durante colapsos anteriores en etapas comparables.

- Los precios de la vivienda y las acciones en las economías de mercados emergentes han sido más sensibles a la evolución de la situación financiera de las economías avanzadas; sin embargo, se han recuperado rápidamente. En algunas economías, los precios de la vivienda y las acciones ya alcanzan niveles muy altos que, en ciertos casos, superan los niveles vigentes antes de la crisis.
- La tasa de expansión del crédito en los mercados emergentes se redujo significativamente tras el colapso de los precios de la vivienda. En parte, ello se debe al auge del crédito que registraron una serie de economías de mercados emergentes en el período anterior a los disturbios financieros⁴. En la mayoría de estos mercados, la tasa de crecimiento del crédito ha empezado a acelerarse recientemente y, en un grupo de economías, el crédito es nuevamente muy vigoroso.

¿Por qué difiere este ciclo de los ciclos anteriores?

Dos factores principales contribuyeron a la diferencia entre este ciclo y los anteriores. Primero, en este ciclo, un extraordinario número de países registraron simultáneamente una contracción o un colapso de los precios de la vivienda. Según datos que abarcan hasta el tercer trimestre de 2010 inclusive, casi todas las 21 economías

⁴Según Mendoza y Terrones (2008), estos auges se definen como expansiones excesivas del crédito real, por encima de la tasa tendencial. Entre las economías que registraron auges en 2007–08 se cuentan India, Sudáfrica y Venezuela. La RAE de Hong Kong está actualmente atravesando por un auge del crédito, en tanto que China está al borde de un auge. (También hay pruebas de que varias economías de Europa oriental y Nigeria, que no están incluidas en la muestra de economías de mercados emergentes, experimentaron auges crediticios).

avanzadas sufrieron una contracción de los precios⁵, y 5 economías o bien registraron colapsos en los precios de la vivienda (Dinamarca, Nueva Zelandia y Reino Unido) o los están experimentando (España, Estados Unidos). El episodio histórico que más se asemeja al actual se remonta a principios de los años noventa. Una diferencia clave con respecto al pasado, sin embargo, es que esta es la primera vez que Estados Unidos —que origina el grueso de las transacciones financieras mundiales— sufre un colapso de los precios de la vivienda.

Segundo, esta vez el grado de sincronización de los mercados financieros internacionales fue mayor. La sincronización entre los países de una variable financiera puede cuantificarse utilizando un índice de concordancia, que indica la proporción del tiempo que una variable se encuentra en la misma fase del ciclo en dos economías. En el análisis histórico, las características y la interacción de los ciclos financieros de 21 economías avanzadas y 23 economías de mercados emergentes se examinan a partir de datos trimestrales del período 1960–2007. Los resultados se presentan en el cuadro 1.1.1.

Como puede constatarse, los precios de la vivienda, las cotizaciones bursátiles y el crédito se encuentran en la misma fase del ciclo al menos la mitad del tiempo. En el período que precedió a la crisis financiera mundial (es decir, durante 2003–07), sin embargo, los ciclos financieros de las economías estaban más sincronizados, sobre todo en lo que respecta a los mercados bursátiles y de crédito⁶. Ello podría obedecer a

⁵Algunas de estas contracciones de los precios de la vivienda, como las de China, Grecia y Japón, están actualmente en curso y no pueden clasificarse como colapsos de los precios.

⁶Estos resultados no pueden atribuirse a la experiencia de las economías emergentes de Europa, que están sumamente

Cuadro 1.1.1. Sincronización de los mercados financieros entre países

	Economías avanzadas	Economías de mercados emergentes	Economías avanzadas y de mercados emergentes
Precios de la vivienda	0,59	0,49	0,50
2003–07	0,74	0,49	0,60
Cotizaciones bursátiles	0,71	0,62	0,61
2003–07	0,90	0,80	0,81
Crédito	0,74	0,48	0,65
2003–07	0,92	0,83	0,87

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las estadísticas declaradas corresponden a la mediana de los promedios de los países.

Recuadro 1.1 (conclusión)

una variedad de factores, incluidas la creciente importancia de factores mundiales en la determinación de las fluctuaciones financieras, la importancia cada vez mayor de las instituciones financieras internacionales y la mayor integración financiera internacional.

También se desprenden otras conclusiones de importancia clave:

- Existe una fuerte sincronización entre los mercados accionarios de las economías avanzadas y de mercados emergentes, pero no tanto entre los mercados de la vivienda. Esa conclusión es congruente con la idea de que los mercados accionarios están más estrechamente integrados internacionalmente, y que los mercados de la vivienda, a pesar de su menor integración, no son independientes los unos de los otros. Esta última característica refleja el hecho de que, a pesar de que la vivienda es el activo no transable por excelencia, los principales factores determinantes de los precios de la vivienda (como el ingreso y las tasas de interés) sí suelen seguir trayectorias internacionales paralelas.
- Los mercados crediticios están fuertemente sincronizados entre las economías avanzadas, y entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes. No obstante, están menos sincronizados entre las economías de mercados emergentes. Ello se debe quizás a los fuertes vínculos transfronterizos de los bancos de las economías avanzadas y su importante función en las economías de mercados emergentes. Además, los shocks crediticios procedentes de grandes economías avanzadas, como Estados Unidos, inciden significativamente en las condiciones crediticias de los mercados emergentes. Durante la gestación de la crisis financiera, la sincronización de los mercados crediticios entre las economías avanzadas y los mercados emergentes fue particularmente notoria, en parte debido a condiciones monetarias acomodaticias, incluidas

integradas con Europa occidental desde el punto de vista financiero y que no se incluyeron en la muestra debido a la falta de datos.

las bajas tasas de interés de las economías avanzadas.

Implicaciones para la formulación de políticas

En el pasado, las políticas macroeconómicas y prudenciales se basaron principalmente en consideraciones internas. La sincronización mucho más fuerte entre los mercados financieros y de la vivienda observada en este ciclo significa que las políticas internas y de supervisión deben tener en cuenta mucho más que antes la evolución de la situación internacional. Quizá ya no baste comprobar que los préstamos de las instituciones financieras nacionales a los residentes se administran con prudencia y que el mercado nacional de la vivienda es sólido. En el futuro, las autoridades posiblemente tengan que mantenerse al tanto de la evolución de mercados financieros geográficamente distantes, y adoptar medidas para proteger a sus instituciones financieras de los riesgos que emanen de esos mercados.

Por ahora, los mercados financieros de las economías de mercados emergentes se han recuperado rápidamente del impacto negativo provocado por el reciente colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas. Impulsados por políticas macroeconómicas acomodaticias y una vigorosa afluencia de capitales, los precios de la vivienda y las cotizaciones bursátiles son sólidos en estas economías y, en algunos casos, ya superan los niveles vigentes antes de la crisis. Las autoridades necesitan realizar un detenido seguimiento de estas tendencias, considerar la posibilidad de aplicar una política macroeconómica más restrictiva y fortalecer la reglamentación macroprudencial.

En las economías avanzadas, en cambio, los mercados crediticios y de la vivienda siguen siendo débiles, lo cual es común tras un colapso de los precios de la vivienda. La adopción de medidas para acelerar el saneamiento de los balances de los hogares y la reestructuración bancaria contribuiría a poner fin a las continuas disminuciones y colapsos de los precios de la vivienda y a mejorar las condiciones crediticias.

Recuadro 1.2. Escenarios a la baja de *Perspectivas de la economía mundial*

Los escenarios que se presentan a continuación se elaboraron utilizando el Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial (GIMF, por sus siglas en inglés) del FMI. Analizan las implicaciones para las perspectivas mundiales de la sobrestimación del producto potencial de algunas regiones en el escenario de proyección de referencia. Pese al consenso general de que actualmente el producto potencial es más bajo que los niveles proyectados antes de la reciente crisis financiera, existe el riesgo de que las revisiones a la baja no hayan sido de suficiente magnitud. Los escenarios abordan impresiones plausiblemente erradas que podrían haberse formado, a lo largo del horizonte de proyección de *Perspectivas de la economía mundial*, con respecto al nivel actual del producto potencial y su aumento en Estados Unidos, las economías emergentes de Asia y otras economías emergentes. Los resultados ponen de manifiesto de qué forma esas impresiones erradas podrían dar lugar a una inflación notablemente más alta a corto plazo, un crecimiento económico extraordinariamente más bajo y crecientes desequilibrios externos una vez que las autoridades y los mercados toman conciencia del error.

Se examinan dos escenarios diferentes. En el primero, las implicaciones de los errores de política resultantes de la sobrestimación del producto potencial son simplemente una mayor volatilidad macroeconómica a medida que las economías afectadas convergen hacia el verdadero nivel del producto potencial. En el segundo, los errores de política tienen un costo mayor. La aceleración inicial de la inflación se arraiga más en las expectativas y se requiere un período más prolongado de crecimiento económico por debajo de la tasa potencial para reasentar las expectativas inflacionarias.

Estimar el nivel de producto económico sostenible a partir de datos históricos es una tarea difícil cuando reina la prosperidad, e incluso más problemática cuando los datos más recientes incluyen un episodio de auge y colapso como el que acaba de sufrir la economía mundial. Para muchas economías, es posible que las estimaciones del nivel actual del producto potencial no tengan plenamente en cuenta el alcance de la destrucción de capitales que provocó la crisis

El principal autor de este recuadro es Benjamin Hunt, con la colaboración de Mika Kortelainen y Stephen Snudden.

financiera, o su impacto sobre el desempleo estructural. Además, es posible que las proyecciones de la tasa de aumento del producto potencial sean demasiado optimistas y que atribuyan excesivamente el ímpetu del crecimiento económico de la última década a variables básicas fundamentales, y no a los excesos financieros que terminaron generando la crisis.

En los escenarios que se presentan a continuación, se supone que la proyección de referencia sobrestima el nivel del producto potencial de 2015 en aproximadamente 6% en el caso de China; 4% en las economías emergentes de Asia, excluido China; 3% en Estados Unidos, y 2,5% en los países restantes¹. Se supone que las estimaciones del producto potencial de la zona del euro y Japón son correctas en términos amplios. Tanto los puntos de partida como las tasas de crecimiento a lo largo del horizonte de proyección de *Perspectivas de la economía mundial* contienen los errores pertinentes. Se supone que al final de 2010 los errores de los puntos de partida rondan 1,5% en Estados Unidos y los países restantes, y 2% en China y las economías emergentes de Asia, excluido China. Los errores restantes son resultado de la sobrestimación del crecimiento del producto potencial en cada año del horizonte de proyección. Esto implica que los errores en la tasa anual de aumento del producto potencial ascienden a aproximadamente $\frac{3}{4}$ de punto porcentual en China, $\frac{1}{2}$ punto porcentual en otras economías emergentes de Asia y $\frac{1}{4}$ de punto porcentual en Estados Unidos y los países restantes. Se supone que el error pasa inadvertido hasta 2013².

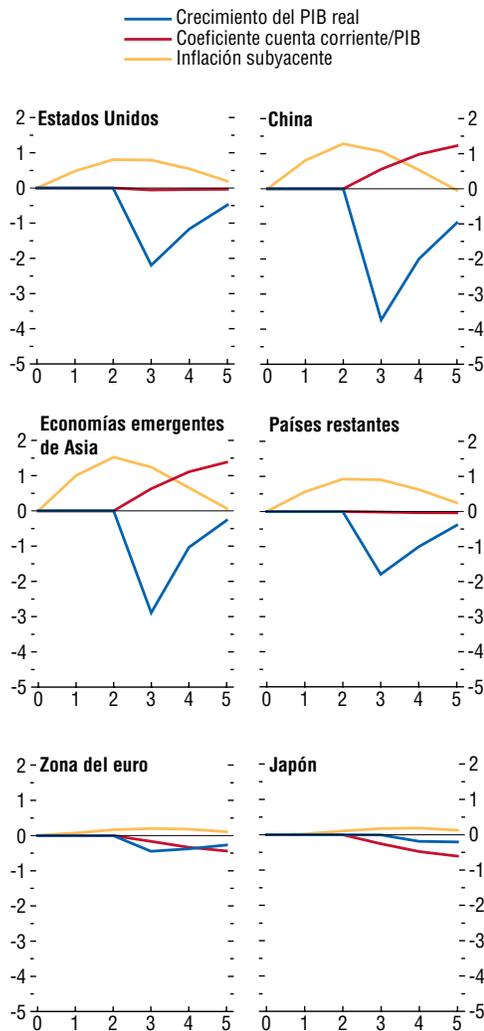
En el primer escenario, una vez que las autoridades reconocen el error, se aplica una política monetaria muchísimo más restrictiva para que la inflación regrese a la meta. Los mercados también reaccionan e incrementan las tasas de interés activas en un margen aproximadamente proporcional a la magnitud de la impresión errada con respecto a la capacidad de

¹ El grupo de países restantes incluye todas las economías del mundo, salvo Estados Unidos, la zona del euro, Japón, China y las economías emergentes de Asia.

² Otra alternativa sería que las autoridades tomaran poco a poco conciencia de sus impresiones erradas en cuanto al nivel del producto potencial y comenzaran a adoptar políticas más restrictivas antes de 2013. En ese caso, el PIB real se ubicaría por debajo de la línea de referencia antes de 2013 y la volatilidad macroeconómica posterior sería menor.

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.1. Escenario a la baja 1: Implicaciones de una sobrestimación del producto potencial
(Diferencia en puntos porcentuales con respecto a la proyección de referencia)



Fuente: Simulaciones del Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial.

la oferta. En esencia, el reconocimiento de que las condiciones monetarias han sido excesivamente laxas durante un período prolongado despierta inquietudes con respecto a la calidad de los activos subyacentes.

Por consiguiente, este escenario incluye aumentos temporales pero persistentes de las tasas de interés en los mercados privados, de 150 puntos básicos adicionales en China, 100 puntos básicos en Estados Unidos y las economías emergentes de Asia, excluido China; y 50 puntos básicos en la zona del euro y los países restantes (gráfico 1.2.1).

En los dos primeros años, el PIB real aumenta en consonancia con el escenario de referencia. No obstante, debido a la impresión errada que se ha formado con respecto a la capacidad de la oferta, surgen presiones por el lado de la demanda en muchas regiones del mundo y la inflación aumenta por encima de la proyección de referencia. Aunque sube mucho más drásticamente en China y las otras economías emergentes de Asia, también aumenta en Estados Unidos y los países restantes. Pese a que no se explicita en el análisis, es probable que las presiones inflacionarias y de la demanda sean más pronunciadas en las economías de mercados emergentes que integran el grupo de los países restantes, sobre todo en las que dependen mucho de las exportaciones de materias primas. Aunque el aumento de la inflación le revelaría a la Reserva Federal un posible error en el nivel del producto, la lenta recuperación del mercado laboral, conjugada con una visión excesivamente optimista del nivel de desempleo estructural, podría impedir el oportuno ajuste de las condiciones monetarias. En otras regiones del mundo, y a pesar de la alta inflación, las inquietudes con respecto a la competitividad podrían llevar a mantener las condiciones también excesivamente laxas.

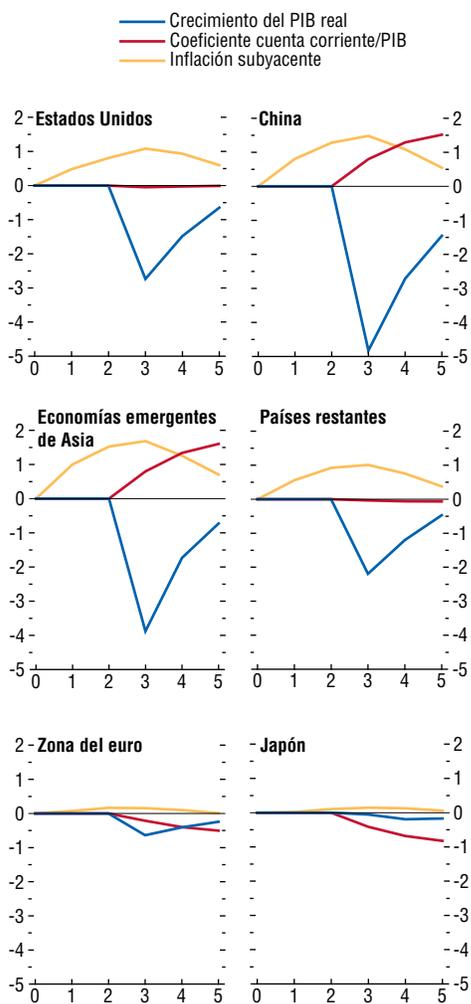
Las autoridades económicas y los mercados no reconocen el verdadero nivel del producto potencial o su futura trayectoria hasta 2013. Esto da lugar al endurecimiento de las tasas de política monetaria y a nuevos aumentos de las tasas de interés en los mercados privados. Las tasas de interés más altas, el reconocimiento de que la futura tasa de aumento del ingreso será menor y el consiguiente ajuste fiscal son todos ellos factores que contribuirían a una acusada disminución del crecimiento de la inversión y el consumo privado. En 2013, el crecimiento del PIB real se reduce casi 4% en China, 3% en otras economías emergentes de Asia y aproximadamente 2% en Estados Unidos y los países restantes. Las tasas de crecimiento disminuyen mucho menos en la zona del

euro y Japón. En 2014, el crecimiento se mantiene notablemente por debajo de la tasa de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, pero vuelve a situarse en un nivel cercano a la proyección de referencia en 2015. La fuerte desaceleración de la tasa de crecimiento económico es suficiente como para que la inflación vuelva a su nivel de referencia llegado 2015.

En este escenario, los desequilibrios mundiales se acrecientan aún más. Las economías que ya tienen grandes superávits (China y otras economías emergentes de Asia) registran mejoras en su saldo en cuenta corriente porque el ajuste de la demanda agregada es mayor en esas regiones. A medida que el consumo y la demanda de inversión se reducen rápidamente, el crecimiento de las importaciones cae en forma acusada, generando un saldo cada vez mayor en la balanza comercial. En Estados Unidos y los países restantes, los saldos en cuenta corriente se mantienen generalmente constantes, ya que la menor tasa de aumento de las importaciones contrarresta la desaceleración del crecimiento de las exportaciones. En la zona del euro y Japón, dado que la demanda interna no requiere ningún ajuste, el menor crecimiento económico de los socios comerciales se traduce en una tasa de aumento de las exportaciones más baja y, por ende, en un deterioro de las cuentas corrientes.

En el segundo escenario, el estallido inicial de la inflación se arraiga más en las expectativas, eventualidad concebible en un entorno mundial en que es probable que los precios altos y crecientes de las materias primas impulsen el nivel general de inflación a niveles muy superiores a los registrados recientemente. Además de una tasa de inflación elevada y más persistente, se supone una agudización de las inquietudes del mercado con respecto a la calidad de los activos después del auge. Por consiguiente, una vez que las autoridades reconocen el error y aplican tasas de política monetaria más restrictivas, los mercados incrementan las tasas de interés activas a niveles más altos que en el primer escenario. Las tasas de interés de mercado aumentan a niveles que superan la tasa de política monetaria en 300 puntos básicos adicionales en China, 200 puntos básicos en Estados Unidos y las economías emergentes de Asia, excluido China; y 100 puntos básicos en la zona del euro y los países restantes (gráfico 1.2.2).

Gráfico 1.2.2. Escenario a la baja 2: Implicaciones de una sobrestimación del producto potencial con una inflación rígida
(Diferencia en puntos porcentuales con respecto a la proyección de referencia)



Fuente: Simulaciones del Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial.

Una vez más, en este escenario se supone que las tasas de crecimiento del PIB equivalen a las tasas de referencia en los dos primeros años; pero, puesto que el producto potencial es menor de lo previsto, las presiones excesivas de la demanda empujan la inflación

Recuadro 1.2 (conclusión)

por encima de las trayectorias de la proyección de referencia. Cuando las autoridades monetarias y los mercados reconocen el error en 2013, la revisión más marcada de las tasas de interés da lugar a una desaceleración más acusada del crecimiento económico. La desaceleración es especialmente pronunciada en China, donde el crecimiento del PIB se reduce unos 5 puntos porcentuales, seguido de las economías emergentes de Asia, cuyo crecimiento se reduce casi 4 puntos porcentuales. La tasa de crecimiento disminuye casi 3 puntos porcentuales en Estados Unidos y ligeramente más de 2 puntos porcentuales en los países restantes. La mayor persistencia de la inflación significa que las tasas de interés deben mantenerse en niveles más altos durante más tiempo para que las tasas de crecimiento del PIB en 2014 y 2015 puedan mantenerse considerablemente por debajo de la línea de referencia. Pese a que el exceso de oferta que se libera en estas economías es sustancial, la inflación no vuelve a su meta al final del horizonte de proyección de *Perspectivas de la economía mundial*, lo que implica que el crecimiento tendría que mantenerse por debajo de la tasa potencial más allá de 2015. Puesto que en este escenario la actividad real se ve afectada más

negativamente por la impresión errada del nivel del producto potencial, no es de sorprender que los desequilibrios mundiales se acrecienten aún más.

Para las autoridades económicas, estos escenarios ponen de manifiesto de qué forma errores plausibles en la estimación del producto potencial pueden dar lugar a una considerable volatilidad de las tasas de crecimiento e inflación, y a la ampliación de los desequilibrios mundiales si dichos errores se reconocieran con rapidez. Asimismo, de arraigarse una inflación alta en las expectativas, el PIB real tendría que sufrir pérdidas permanentes significativas para que la inflación pudiera regresar a niveles bajos y estables. Las autoridades económicas deben seguir de cerca la evolución de la inflación subyacente y tenerla en cuenta al elaborar sus estimaciones del producto potencial y del desempleo estructural subyacentes, y deben estar dispuestas a revisar dichas estimaciones regularmente. En el caso de las economías de mercados emergentes que ya presentan indicios de sobrecalentamiento, las inquietudes con respecto a la competitividad deberían pasar a segundo plano. Contener temprano las presiones inflacionarias podría reducir sustancialmente la volatilidad económica en el futuro.

Recuadro 1.3. Repercusiones internacionales y formulación de la política macroeconómica

La duración y la gravedad de la Gran Recesión dieron lugar a una variedad de políticas de respuesta no convencionales en varios países. Esto es especialmente cierto en Estados Unidos, donde la sopa de letras de programas de apoyo a la liquidez se ha complementado con dos rondas de las denominadas medidas de expansión cuantitativa. La última ronda ha sido recibida con notable desagrado en algunos círculos, en parte porque las medidas agresivas de la Reserva Federal para que el empleo vuelva a niveles normales se consideran perjudiciales para los intereses de las economías más pequeñas, particularmente aquellas que no creen tener un sustancial exceso de oferta. A raíz de esta experiencia se han reiterado los llamamientos para reforzar la coordinación internacional de las políticas económicas. En este recuadro se examina esta cuestión de manera selectiva, haciendo hincapié en la coordinación de la política monetaria pero concluyendo con algunos comentarios sobre la política fiscal.

Como avance de nuestras conclusiones, cabe señalar que la coordinación de las políticas económicas puede generar resultados superiores a los derivados de políticas impulsadas solamente por intereses nacionales. No obstante, el argumento a favor de la coordinación sistemática de la política monetaria resulta menos sólido de lo que pudiera creerse, aunque la gama de modelos en los que se ha analizado esta cuestión sigue siendo bastante limitada. Está claro que es necesario seguir examinando esta cuestión. En cambio, es más fácil abogar por la coordinación en el caso de la política fiscal.

De los debates generales se desprende que el argumento a favor de la coordinación de las políticas económicas —en particular en el caso de las economías grandes o de grupos de pequeñas economías— es irrefutable. Al fin y al cabo, en períodos de deficiencia generalizada de la demanda interna, todas las economías tienen un incentivo para “exportar, en su empeño por salir de la recesión”, aunque la aritmética de las cuentas comerciales convierta esta tarea en algo imposible. Sin embargo, en los estudios económicos estas cuestiones no están tan claramente definidas. En el contexto de la polí-

El autor de este recuadro es Robert Tetlow.

tica monetaria, Obstfeld y Rogoff (1995) marcaron un hito al mostrar en un modelo simple de dos países que las políticas que son “impulsadas por el propio país” son difícilmente superables. Los aportes subsiguientes a la literatura han mitigado este resultado, pero podría decirse que lo han hecho de una forma que no altera en modo alguno el argumento a favor de la política monetaria impulsada por el propio país, al menos como aproximación razonable de la política óptima¹. Si la teoría es ambigua, las evaluaciones cuantitativas lo son aún más, aunque solo sea porque han sido tan pocas.

Para ilustrar este debate consideremos las opciones de política de las que dispone la autoridad monetaria de una economía pequeña que opere en un mundo dominado por una economía mucho mayor. Para incluir las rigideces e imperfecciones del traspaso del tipo de cambio subrayadas en los estudios publicados hasta la fecha que respaldan la coordinación, utilizamos la versión del Modelo de la Economía Mundial (MEM) del FMI utilizado en Laxton y Pesenti (2003)². Se supone que ambas economías implementan una política monetaria a través de una regla de tipo Taylor, cuya fórmula más general es la siguiente:

$$R = \alpha_R R_{t-1} + (1 - \alpha_R)(rr^* + \tilde{\pi}_t) + \alpha_y y_t + \alpha_\pi (\tilde{\pi}_t - \pi^*) + \alpha_\epsilon (\Delta e_t - \Delta e^*),$$

donde R es la tasa de política nominal; $\tilde{\pi}$ es la inflación (del cuarto trimestre); Δe es la variación del (logaritmo del) tipo de cambio real, y rr^* es la

¹ El argumento a favor de la coordinación de la política monetaria suele basarse en las rigideces que desaceleran el traspaso de los shocks externos a los niveles de los precios agregados internos. Un traspaso incompleto o rezagado del tipo de cambio impide el ajuste del salario real a su nivel de equilibrio, provocando fluctuaciones del empleo que, de lo contrario, no se producirían. Una muestra incompleta de referencias incluye Betts y Devereux (2000), Pappa (2004) y Corsetti y Pesenti (2005).

² El MEM es un modelo basado en fundamentos microeconómicos y linealizado de dos países que incluye bienes transables y no transables, competencia monopolística en la mano de obra y algunos mercados de bienes, precios rígidos y un traspaso incompleto derivado de la presencia de bienes intermedios y de costos del ajuste. Véanse los detalles en Laxton y Pesenti (2003).

Recuadro 1.3 (continuación)

tasa de interés real de equilibrio. Para este ejercicio, r^* y la tasa de inflación fijada como meta, π^* , se toman como constantes y normalizadas a cero; se consideran más adelante algunas implicaciones de este supuesto.

Supongamos que la economía grande no considera los efectos de sus decisiones de política sobre la economía pequeña, lo que es natural, dado el tamaño relativo de las dos economías. Una forma de caracterizar la crítica de la reciente política monetaria en Estados Unidos es considerar reglas de política para la economía grande con un coeficiente importante sobre su brecha de producción, sacrificando otros objetivos para que la actividad económica vuelva rápidamente a niveles de equilibrio después de los shocks. Teniendo presente esto, el ejercicio siguiente incluye esta y otras orientaciones de política permitiendo que el coeficiente sobre la brecha de producción de la economía grande, α_y , varíe de cero a 3³. La economía pequeña toma la regla de política de la economía grande como un factor dado y luego decide el coeficiente sobre el término del tipo de cambio en la regla de política de la economía pequeña, manteniendo los demás coeficientes constantes para reducir la función de pérdida siguiente⁴:

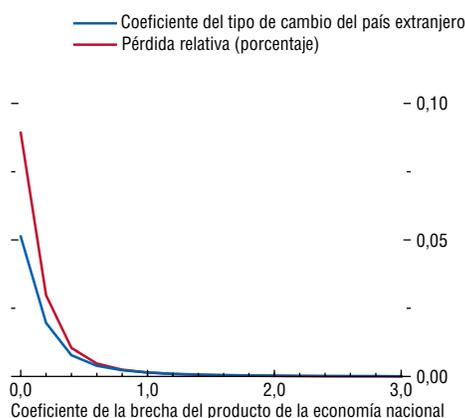
$$L = \sum_{t=0}^{\infty} \gamma_{t+i}^2 + (\bar{\pi}_{t+i} - \pi^*)^2 + \frac{1}{2} (\Delta R_{t+i})^2.$$

Si la decisión de política de la economía grande es perjudicial para el desempeño de la economía pequeña y es útil controlar el tipo de cambio para contrarrestar las decisiones de política de la econo-

³Para un modelo de este tipo, $\alpha_y = 3$ es un coeficiente muy grande. Para la economía local, los parámetros de referencia de la regla de política son, $\alpha_R = 1$, $\alpha_\pi = 0,7$, $\alpha_y = \text{varying}$, y $\alpha_e \equiv 0$. Los resultados son similares para diferentes parametrizaciones de la regla de la economía local y, en particular, para $\alpha_e \neq 0$. Para el país extranjero, $\alpha_R = 0,97$, $\alpha_\pi = 0,7$, $\alpha_y = 0,4$, y $\alpha_e = \text{optimized}$. Los coeficientes del país extranjero se encuentran muy cerca de los coeficientes óptimos, condicionados a la no retroalimentación sobre el tipo de cambio.

⁴Desde el punto de vista formal, la optimización se realiza numéricamente reduciendo la función de pérdida, sujeta al modelo (lineal); la forma de la regla de política; el modelo de la economía local, incluida su regla de política; y la matriz de varianza-covarianza de los shocks estocásticos. Esta es la misma función de pérdida utilizada en Laxton y Pesenti (2003).

Gráfico 1.3.1. Coeficiente del tipo de cambio optimizado y pérdida relativa como función de la respuesta de la brecha del producto nacional¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los demás coeficientes de la regla de política se mantienen fijos.

mía grande, α_e para la economía pequeña diferirá considerablemente de cero, y el efecto en el desempeño económico de la economía pequeña, medido por su función de pérdida, será considerable⁵.

Los resultados de este ejercicio se resumen en el gráfico 1.3.1. El coeficiente sobre la brecha de producción de la economía grande está indexado sobre el eje horizontal. Al examinar primero la línea azul, cabe destacar varias observaciones. En primer lugar, la pendiente negativa de la línea muestra que a medida que la economía grande hace mayor hincapié en luchar contra las fluctuaciones del producto, el coeficiente del tipo de cambio de la economía pequeña

⁵El experimento realizado en este caso es una versión restringida de uno en que los cuatro parámetros de las reglas de política de ambas economías se optimizan economía por economía, definiendo lo que se conoce como la estrategia de Nash en reglas de Taylor, o conjuntamente utilizando un promedio ponderado de las funciones de pérdida de las dos economías, definiendo una estrategia cooperativa en reglas de Taylor. Este ejercicio más amplio resulta problemático desde el punto de vista numérico para un modelo tan amplio y complejo como el MEM; no obstante, los experimentos que pudieron realizarse parecen indicar que se obtendrían las mismas conclusiones descritas en el texto.

disminuye; solo cuando la economía grande casi no presta atención (directa) al producto existe un motivo para que la economía pequeña responda al tipo de cambio, al menos a través de los canales de política monetaria estándar. En segundo lugar, las implicaciones cuantitativas de política monetaria con respecto al tipo de cambio no son muy importantes: en ningún momento el coeficiente de retroalimentación supera 0,1⁶. Estos resultados parecen indicar que los objetivos de las economías grandes y pequeñas son en gran medida complementarios: cuando la economía grande actúa para estabilizar la actividad real dentro de sus propias fronteras, se reduce lo que, de lo contrario, serían efectos negativos de la demanda para el resto del mundo. El hecho de que el coeficiente sobre el tipo de cambio de la regla de política de la economía pequeña nunca sea muy grande destaca que la estabilización de la inflación, como sucede con la economía en todos los casos, contribuye en gran medida a estabilizar el producto, independientemente del coeficiente de retroalimentación sobre la brecha.

Ahora consideremos la línea roja. Esta línea muestra el costo adicional, en porcentaje (escala de la derecha), de omitir el término del tipo de cambio. Teniendo en cuenta que los coeficientes de retroalimentación sobre el término del tipo de cambio son pequeños, probablemente no sea sorprendente que la pérdida derivada de la retroalimentación negativa sobre el tipo de cambio sea muy pequeña, y nunca mayor de 0,1%. El resultado, al menos en este contexto, es la conclusión de Obstfeld y Rogoff (2002): dos economías que apliquen políticas cerradas obtendrán resultados de política bastante buenos, aunque no sean óptimos. Es importante señalar que no es que los efectos de la economía grande en la economía pequeña sean irrelevantes, sino que una política monetaria diseñada adecuadamente, y centrada estrictamente en objetivos macroeconómicos

⁶Aunque este ejercicio se llevó a cabo para reglas determinadas en ambas economías, las conclusiones básicas son las mismas para especificaciones razonables. No obstante, los resultados diferirán si la parametrización de la regla de política para la economía extranjera dista mucho de ser óptima, cuando se omite el tipo de cambio. En estas circunstancias, el término del tipo de cambio optimizado será un indicador muy aproximado de los términos de retroalimentación inadecuados sobre el producto y la inflación.

clave, aislará bien la economía pequeña. Esto se logra alineando las expectativas de los agentes privados con los objetivos de las autoridades económicas; las primeras se convierten en un instrumento, en cierto modo, de estos últimos⁷.

Cabe hacer, por supuesto, algunas salvedades. En primer lugar, los resultados dependen de que las autoridades monetarias no solo conozcan el modelo de su propia economía, sino también el de la otra economía⁸. En segundo lugar, el ejercicio de optimización se realizó para una matriz de varianza-covarianza de shocks computarizada, pero si los shocks durante un episodio específico resultan atípicos, las medidas de respuesta prescritas pueden ser inadecuadas. Esto es particularmente cierto si los shocks en cuestión alteran la estructura dinámica de la economía⁹. En tercer lugar, estos resultados están condicionados al modelo y todas sus características, incluida la linealidad y las expectativas racionales. Estas pueden ser importantes. El análisis lineal realizado en este caso, por ejemplo, no tiene en cuenta el límite inferior de las tasas de interés nominales, una restricción obligatoria para algunas autoridades en este momento. Y los estudios han considerado solamente una gama limitada de distorsiones que podrían justificar la cooperación. No cabe duda de que es necesario examinar más a fondo

⁷Entre los regímenes de política no incluidos específicamente en este ejemplo está el régimen de tipo de cambio fijado como meta, de facto o de jure. En el marco de este régimen, la economía extranjera hereda el tipo de política monetaria que adopte la economía local. En el recuadro 1.1 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* se analizan los regímenes de tipo de cambio fijo durante la reciente crisis.

⁸La gravedad de esta especificación errónea dependerá de las circunstancias. Cabe señalar que la aparente especificación errónea de la matriz de varianza-covarianza de los shocks suele ser un síntoma de una especificación errónea más generalizada del modelo subyacente. Frankel y Rockett (1988) presentan una evaluación cuantitativa de lo que puede ir mal en la coordinación de políticas cuando las especificaciones del modelo de las autoridades son erróneas.

⁹Por ejemplo, los shocks que son mayores y más persistentes de lo normal pueden producir resultados macroeconómicos que lleven a los agentes privados a dudar del régimen de política fiscal o monetaria. Las políticas coordinadas pueden utilizarse para garantizar el restablecimiento de expectativas racionales de equilibrio. Véase un ejemplo en este sentido en Eusepi y Preston (2008).

Recuadro 1.3 (conclusión)

estas y otras cuestiones. No obstante, los resultados indicados en este caso —que coinciden con los de los estudios económicos— indican que el argumento a favor de la coordinación de la política monetaria es limitado, al menos en circunstancias normales y con modelos convencionales.

Hemos visto que la necesidad de una coordinación de la política monetaria no es tan obvia como cabría esperar. ¿Podría generalizarse esta conclusión a la política fiscal? Se señaló anteriormente que el análisis en este caso se realizó utilizando la tasa de interés real de equilibrio, r^* , como una constante. Este es un supuesto razonable en el caso de las economías con una trayectoria de política monetaria estable. En esas circunstancias, la conducción de la política monetaria es un ejercicio relativamente simple para estabilizar la economía en un estado estable. La situación para la política fiscal puede ser muy diferente. Aunque demostrarlo va más allá del alcance de este recuadro,

la política fiscal puede afectar a la tasa de interés real de equilibrio, al nivel sostenible del producto y al nivel neutro del instrumento de política, a veces de una manera que resulta difícil de medir. Por lo tanto, la política fiscal implica equilibrar las ganancias o pérdidas a corto plazo frente a las pérdidas o ganancias permanentes pero diferidas a largo plazo a medida que la economía se acerca a su nuevo estado estable. Por consiguiente, si la política monetaria de una economía ya es, en general, razonable, lo que está en juego con respecto al ajuste de la política fiscal es mucho más importante. Además, la política fiscal de las economías grandes, o grupos de economías pequeñas, puede afectar a la tasa de interés real mundial y, por ende, al estado estable de otras economías. Parece razonable concluir, por lo tanto, que hay más argumentos a favor de una coordinación de las políticas de estabilización macroeconómica en el caso de la política fiscal que en el de la política monetaria.

Recuadro 1.4. ¿Causó el Acuerdo del Plaza las décadas perdidas de Japón?

El debate sobre el reequilibrio ha despertado renovado interés en la experiencia de Japón desde los años ochenta. Algunos consideran que esta experiencia es un ejemplo aleccionador, que muestra los peligros de reorientar las economías a través de una apreciación de la moneda (*People's Daily*, 2010). Argumentan que la apreciación del yen después del Acuerdo del Plaza obligó a las autoridades a aplicar medidas de estímulo macroeconómico compensatorias, lo que dio lugar a un auge extraordinario de los precios de los activos, seguido de una caída extraordinariamente dolorosa. Japón fue una de las economías de crecimiento más rápido del mundo durante tres décadas, pero ha registrado un crecimiento promedio de apenas 1,1% del PIB real desde 1990, mientras que los precios se han reducido gradualmente. Por consiguiente, el tamaño de la economía de Japón es hoy aproximadamente igual al de principios de los años noventa. La secuencia de acontecimientos está clara y es sorprendente. Pero hay motivos para dudar de que esto fuera realmente inevitable, y cabe preguntarse si el Acuerdo del Plaza fue realmente la causa directa de las décadas perdidas de Japón.

¿Qué ocurrió?

La serie de acontecimientos comenzó en septiembre de 1985, cuando los delegados de los países del G-5, reunidos en el Hotel Plaza de Nueva York, declararon que el dólar de EE.UU. estaba sobrevaluado y anunciaron un plan para corregir la situación¹. El plan consistía fundamentalmente en que los principales países con superávits en cuenta corriente (Japón y Alemania) aumentarían la demanda interna y apreciarían sus monedas. De hecho, este acuerdo marcó un cambio fundamental en el régimen de políticas: la Reserva Federal estaba enviando la señal de que después de una larga y exitosa lucha contra la inflación, ahora estaba dispuesta a flexibilizar las políticas, dejar que el dólar se depreciara y centrar más su atención en el crecimiento. Esta señal se respaldó mediante una intervención coordinada en los mercados cambiarios

Los autores principales de este recuadro son Joshua Felman y Daniel Leigh.

¹El G-5 comprende Alemania, Estados Unidos, Francia, Japón y el Reino Unido.

y una reducción gradual de las tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos. Esto impulsó una apreciación excepcionalmente grande del yen, del 46% frente al dólar y del 30% en términos efectivos reales a finales de 1986. (La apreciación del marco alemán fue parecida).

Como resultado, el crecimiento de las exportaciones y del PIB de Japón básicamente se detuvo en el primer semestre de 1986. Con la economía en recesión y ante la rápida apreciación del tipo de cambio, existía una presión considerable para que las autoridades tomaran medidas, lo que las llevó a introducir un estímulo macroeconómico sustancial. Las tasas de interés de política se redujeron en alrededor de 3 puntos porcentuales, una orientación que se mantuvo hasta 1989. En 1987, se adoptó un amplio programa de medidas fiscales, aunque ya estaba en marcha una vigorosa recuperación en el segundo semestre de 1986. En 1987, el producto de Japón experimentó una fuerte expansión, pero también el crédito y los precios de los activos, y los precios de las acciones y del suelo urbano se triplicaron entre 1985 y 1989. En enero de 1990, la burbuja bursátil estalló. Los precios de las acciones perdieron una tercera parte de su valor en un año, y Japón entró en dos décadas de resultados económicos decepcionantes (gráfico 1.4.1). Hoy, los precios nominales de las acciones y del suelo se sitúan nuevamente a los niveles registrados a principios de los años ochenta, entre una cuarta y una tercera parte de sus anteriores máximos.

La cuestión fundamental es determinar si esta secuencia era inevitable. En otras palabras, debido a la apreciación, ¿se vio obligado Japón a adoptar fuertes medidas de estímulo para mantener el crecimiento, lo que provocó una burbuja que causó las décadas perdidas cuando se derrumbó? Examinemos cada uno de los pasos por separado.

¿Era necesario aplicar medidas de estímulo tan fuertes?

Los estudios parecen indicar que, de hecho, la política monetaria tal vez fue excesivamente expansiva. Las estimaciones de Jinushi, Kuroki y Miyao (2000) y Leigh (2010), entre otros, señalan que en 1986–88 la tasa de política era hasta 4 puntos porcentuales demasiado baja en relación con una

Recuadro 1.4 (continuación)

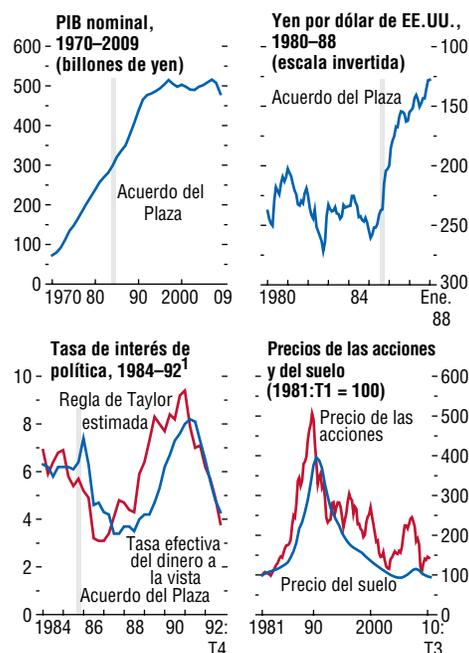
regla implícita de Taylor basada en las perspectivas del producto y la inflación. ¿Por qué mantuvo el banco central esta política? Una razón clave es que el comportamiento de la inflación corriente siguió siendo razonable, lo que llevó a algunos economistas a señalar que el fuerte aumento de las tasas de crecimiento no representaba un auge cíclico, sino una “nueva era” de mayor crecimiento potencial. Este crecimiento era particularmente gratificante porque estaba impulsado por la demanda interna, uno de los compromisos clave del Acuerdo del Plaza.

No obstante, los informes del FMI en ese momento se refieren a otro factor importante. A las autoridades les preocupaba que un aumento de las tasas de interés fortaleciera aún más el yen y que la apreciación acabara teniendo graves efectos sobre la economía. Al final, la demanda externa efectivamente disminuyó. Pero no se derrumbó. Las exportaciones reales continuaron creciendo en los cinco años siguientes al Acuerdo del Plaza, en un promedio anual de 2½% (la mitad de la tasa registrada los cinco años anteriores), mientras que el superávit en cuenta corriente se redujo moderadamente, en 2 puntos porcentuales del PIB. (Del mismo modo, la apreciación de la moneda de Alemania no impidió la expansión de las exportaciones o del PIB, aunque la respuesta monetaria fue más débil). Dicho de otro modo, se adoptaron medidas de estímulo excesivamente amplias en parte por la preocupación excesiva por el impacto de la apreciación.

¿Fue el estímulo la causa de la burbuja?

Aunque la distensión de la política monetaria fue sin duda considerable, no está nada claro que por sí sola fuera la causa de la burbuja de precios de los activos. En el capítulo 3 de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial* y en Posen (2003) se examina el vínculo entre la política monetaria y los auges de precios de los activos en las economías avanzadas en los últimos 25 años. Llegan a la conclusión de que la aplicación de una política expansiva no es necesaria ni suficiente para generar ciclos de auge y caída de los precios de los activos. En el caso de Japón, otros dos elementos parecen haber jugado un importante papel. Como explican Hoshi y Kashyap (2000), la desregulación

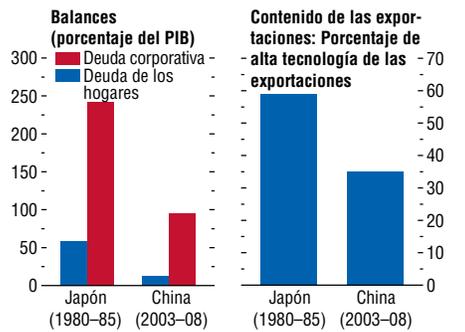
Gráfico 1.4.1. Japón: Indicadores macroeconómicos seleccionados



Fuentes: Banco de Japón; Gabinete de la Presidencia (Japón); Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Véanse los detalles de la estimación de la regla de Taylor en Leigh (2010).

financiera de los años setenta y principios de los años ochenta permitió a las grandes empresas tener acceso a los mercados de capital en lugar de depender del financiamiento bancario, lo que condujo a los bancos a conceder préstamos a los constructores inmobiliarios y a los hogares que solicitaban hipotecas. En consecuencia, el crédito bancario a estos dos sectores creció alrededor de 150% en el período 1985-90, a un ritmo casi superior al doble de la tasa de aumento de 77% del crédito bancario global al sector privado. Por último, dado que en esos años no se conocían plenamente los peligros de las burbujas inmobiliarias, el gobierno de Japón no adoptó políticas fiscales y regulatorias compensatorias hasta 1990.

Gráfico 1.4.2. Japón y China: Balances y contenido de las exportaciones



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

¿Fue el derrumbe de la burbuja la causa de las décadas perdidas?

Las consecuencias de la burbuja fueron extraordinariamente dolorosas para Japón. Pero el derrumbe de una burbuja no tiene forzosamente estos efectos tan potentes y duraderos. ¿Qué particularidad tenía el caso de Japón? Un factor esencial fue la acumulación de un apalancamiento considerable en el sistema financiero, algo similar a lo ocurrido en Estados Unidos antes de 2008. El capital de nivel 1 de los bancos japoneses en los años ochenta se mantenía en un nivel muy bajo, muy inferior al de otras regiones, dado que aún no habían entrado en vigor las normas mundiales (el Acuerdo de Basilea I). Además, gran parte de la garantía de préstamos estaba constituida por bienes inmobiliarios, mientras que en el marco del sistema *keiretsu* una parte importante de los activos bancarios consistían en acciones de otras empresas del mismo grupo. Por lo tanto, cuando los precios inmobiliarios y de las acciones se derrumbaron, el sistema bancario se vio gravemente dañado.

Esta vulnerabilidad subyacente se vio exacerbada por la lenta respuesta de política. Las autoridades tardaron en obligar a los bancos a reconocer las pérdidas en sus balances y les permitieron seguir prestando a empresas que ya no eran solventes, un proceso que Caballero, Hoshi y Kashyap

(2008) denominan “crédito zombi”. Este proceso continuó hasta principios de la década de 2000, frenando el crecimiento de la productividad y prolongando la crisis económica de Japón. ¿Por qué las autoridades no aceleraron la reestructuración? Posiblemente porque la reestructuración habría exigido capital bancario adicional, que no estaban en condiciones de proporcionar porque la inyección inicial de capital público en 1995 había provocado una violenta reacción política. Por consiguiente, las autoridades decidieron, en cambio, actuar con moderación.

Es posible que la crisis posterior a la burbuja también se viera exacerbada por la respuesta de política macroeconómica y por shocks negativos externos. Algunos sostienen que la adopción prematura de una política monetaria más restrictiva y la falta de compromiso claro de aumentar la inflación dio lugar a niveles excesivamente elevados de las tasas de interés reales (Ito y Mishkin, 2006; Leigh, 2010). Además, la aplicación de una política fiscal más restrictiva en 1997 puede haber debilitado la incipiente recuperación de 1995–96 (Posen, 2003; Corbett e Ito, 2010). Por último, los shocks externos adversos, incluida la crisis financiera de Asia en 1997–98, también jugaron un papel importante.

En resumen, la experiencia de Japón muestra que, de hecho, la apreciación de la moneda no da lugar inevitablemente a “décadas perdidas”. La apreciación no exigió forzosamente un estímulo macroeconómico tan grande. El estímulo no provocó inevitablemente la burbuja. Ni tampoco el derrumbe de la burbuja dio lugar a las décadas perdidas. En cambio, fue la combinación particular de circunstancias y decisiones lo que condujo a tal resultado.

Enseñanzas para el reequilibrio actual

La tarea de calibrar la respuesta de política ante apreciaciones y movimientos de precios de los activos excepcionalmente fuertes sigue siendo extraordinariamente difícil. No obstante, de la experiencia de Japón se desprenden algunas enseñanzas. Entre los factores clave cabe señalar los siguientes:

- Evitar una respuesta macroeconómica excesiva ante una apreciación de la moneda.

Recuadro 1.4 (conclusión)

- Utilizar políticas prudentes para evitar la acumulación de vulnerabilidades, especialmente en forma de apalancamiento.
- Resolver rápidamente los problemas bancarios cuando se materialicen.
- Proporcionar apoyo macroeconómico significativo cuando las economías y los sistemas bancarios se encuentran en dificultades.

Una enseñanza aún más amplia es que las burbujas pueden resultar peligrosas. Por lo tanto, Japón ha adoptado un marco de política monetaria integrado por dos pilares: uno focalizado en la estabilidad de precios y el otro centrado en evitar los desequilibrios financieros, como las burbujas de precios de los activos.

No obstante, aunque la experiencia de Japón ofrece enseñanzas a los países que se plantean cómo lograr el reequilibrio, los paralelismos directos son limitados. Por ejemplo, especialmente en el caso de China, las circunstancias actuales difieren de las de Japón en los años ochenta, lo que ayudará a China a evitar los desastrosos resultados de Japón (gráfico 1.4.2). En primer lugar, el apalancamiento de los hogares, las

empresas y el gobierno en China es inferior ahora al nivel registrado en Japón antes de la burbuja (N'Diaye, 2010), y el riesgo de endeudamiento excesivo podría ser, por ende, más pequeño. En segundo lugar, como se señala en el capítulo 4 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* y en Igan, Fabrizio y Mody (2007), el aumento en la escala de calidad ayuda a contrarrestar el impacto de la apreciación de la moneda sobre el crecimiento, y China tiene más margen que el que tenía Japón para subir en la escala de calidad de sus exportaciones. (Al mismo tiempo, el impacto en las industrias de uso intensivo de mano de obra puede ser mayor). En tercer lugar, Japón mantenía un régimen de tipo de cambio flotante en los años ochenta, pero China mantiene un tipo de cambio dirigido respaldado por enormes reservas de divisas y fuertes restricciones a las entradas de capital. Esta diferencia en el régimen cambiario posiblemente ayudará a China a evitar la fuerte apreciación observada en Japón. Y lo que es más importante, China podrá aprovechar las ventajas de aprender de la experiencia de Japón.

Referencias

- Alesina, Alberto, y Allan Drazen, 1991, “Why Are Stabilizations Delayed?”, *American Economic Review*, vol. 81, No. 5, págs. 1170–88.
- Alesina, Alberto, y Roberto Perotti, 1995, “Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries”, *Economic Policy*, vol. 10, No. 21, págs. 205–48.
- Betts, Caroline, y Michael B. Devereux, 2000, “International Monetary Policy Coordination and Competitive Depreciation: A Reevaluation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, No. 4, parte 1, págs. 722–45.
- Bornhorst, Fabian, Nina Budina, Giovanni Callegari, Asmaa ElGanainy, Raquel Gomez Sirera, Andrea Lemgruber, Andrea Schaechter y Joong Beom Shin, 2010, “A Status Update on Fiscal Exit Strategies”, IMF Working Paper 10/272 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Brooks, Robin, y Alberto Ramos, 2010, “Inflation Generalization in Emerging Markets”, *Goldman Sachs Global Markets Daily* (23 de diciembre).
- Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi y Anil K. Kashyap, 2008, “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, *American Economic Review*, vol. 98, No. 5, págs. 1943–77.
- Carabenciov, Ioan, Charles Freedman, Roberto García-Saltos, Douglas Laxton, Ondrej Kamenik y Petar Manchev, de próxima publicación, “GPM6—The Global Projection Model with Six Regions”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, de próxima publicación, “How Do Business and Financial Cycles Interact?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2011, “Financial Cycles: What? How? When?”, en *NBER International Seminar in Macroeconomics 2010*, compilado por Richard Clarida y Francesco Giavazzi (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Coady, David, Robert Gillingham, Rolando Ossowski, John M. Piotrowski, Shamsuddin Tareq y Justin Tyson, 2010, “Petroleum Product Subsidies: Costly, Inequitable y Rising”, IMF Staff Position Note 10/05 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Corbett, Jenny, y Takatoshi Ito, 2010, “What Should the US and China Learn from the Past US-Japan Conflict?”, *VoxEU* (30 de abril). www.voxeu.org/index.php?q=node/4856.
- Corsetti, Giancarlo, y Paolo Pesenti, 2005, “International Dimensions of Optimal Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, No. 2, págs. 281–305.
- Dobbs, Richard, y Michael Spence, 2011, “The Era of Cheap Capital Draws to a Close”, *McKinsey Quarterly* (febrero).
- Dowling, Thomas, Marcello M. Estevão y Evridiki Tsounta, 2010, “The Great Recession and Structural Unemployment”, *United States: Selected Issues Paper*, IMF Country Report No. 10/248 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Elektdag, Selim, y Prakash Kannan, 2009, “Incorporating Market Information into the Construction of the Fan Chart”, IMF Working Paper 09/178 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Estevão, Marcello M., y Tiago Severo, 2010, “Financial Shocks and TFP Growth”, IMF Working Paper 10/23 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Eusepi, Stefano, y Bruce Preston, 2008, “Stabilizing Expectations under Monetary and Fiscal Policy Coordination”, NBER Working Paper No. 14391 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Frankel, Jeffrey A., y Katharine E. Rockett, 1988, “International Macroeconomic Policy Coordination When Policy-Makers Do Not Agree on the Model”, *American Economic Review*, vol. 78, No. 3, págs. 318–40.
- Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin y Luca Sala, 2005, “Monetary Policy in Real Time”, en *NBER Macroeconomics Annual 2004*, compilado por Mark Gertler y Kenneth Rogoff (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), págs. 161–200.
- Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin y David Small, 2008, “Nowcasting: The Real-Time Informational Content of Macroeconomic Data”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, No. 4, págs. 665–76.
- Giuliano, Paola, Prachi Mishra y Antonio Spilimbergo, 2009, “Democracy and Reforms”, IZA Discussion Paper No. 4032 (Bonn: Institute for the Study of Labor).
- Gourinchas, Pierre Olivier, Rodrigo Valdés y Oscar Landerretche, 2001, “Lending Booms: Latin America and the World”, *Economía*, vol. 1, No. 2 (segundo trimestre), págs. 41–63.
- Grupo de los Veinte, 2010, “G20 Mutual Assessment Process—Alternative Policy Scenarios”, informe preparado por el personal técnico del FMI sobre el Proceso de Evaluación Mutua, presentado en la cumbre del G-20 en Toronto, Canadá, 26–27 de junio (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf.
- Hoshi, Takeo, y Anil Kashyap, 2000, “The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come From and How Will It End?”, *NBER Macroeconomics Annual 1999*, compilado por Ben S. Bernanke y Julio J. Rotemberg (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), págs. 129–212.

- Igan, Deniz, Stefania Fabrizio y Ashoka Mody, 2007, “The Dynamics of Product Quality and International Competitiveness”, IMF Working Paper 07/97 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ito, Takatoshi, y Frederic S. Mishkin, 2006, “Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem”, en *Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim*, compilado por Takatoshi Ito y Andrew K. Rose, NBER East Asia Seminar on Economics, vol. 15 (Chicago: University of Chicago Press), págs. 131–201.
- Jinushi, Toshiki, Yoshihiro Kuroki y Ryuzo Miyao, 2000, “Monetary Policy in Japan since the Late 1980s: Delayed Policy Actions and Some Explanations”, en *Japan’s Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, compilado por Ryoichi Mikitani y Adam S. Posen (Washington: Institute for International Economics).
- Kahn, Lisa, 2010, “The Long-Term Labor Market Consequences of Graduating from College in a Bad Economy”, *Labor Economics*, vol. 17, No. 2, págs. 303–16.
- Laxton, Douglas, y Paolo Pesenti, 2003, “Monetary Rules for Small, Open, Emerging Economies”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 50 (julio), págs. 1109–46.
- Leigh, Daniel, 2010, “Monetary Policy and the Lost Decade: Lessons from Japan”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42, No. 5, págs. 833–57.
- Liu, Phiip, Rafael Romeu y Troy D. Matheson, de próxima publicación, “Real-Time Forecasts of Economic Activity for Latin American Countries”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Matheson, Troy D., 2010, “An Analysis of the Informational Content of New Zealand Data Releases: The Importance of Business Opinion Surveys”, *Economic Modelling*, vol. 27, No. 1, págs. 304–14.
- , 2011, “New Indicators for Tracking Growth in Real Time”, IMF Working Paper 11/43 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mendoza, Enrique, 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).
- N’Diaye, Papa M’B. P., 2010, “Transforming China: Insights from the Japanese Experience of the 1980s”, IMF Working Paper 10/284 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Obstfeld, Maurice, y Kenneth Rogoff, 1995, “Exchange Rate Dynamics Redux”, *Journal of Political Economy*, vol. 103, No. 3, págs. 624–60.
- , 2002, “Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, No. 2, págs. 503–36.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B. S. Reinhardt, 2010, “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF Staff Position Note 10/04 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. 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 11/06 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Pappa, Evi, 2004, “Do the ECB and the Fed Really Need to Cooperate? Optimal Monetary Policy in a Two-Country World”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 51, No. 4, págs. 753–79.
- People’s Daily*, 2010, “No Repeat of Japan’s Mistake: Official” (20 de septiembre). <http://english.people.com.cn/90001/90778/90859/7145687.html>.
- Posen, Adam, 2003, “It Takes More Than a Bubble to Become Japan”, en *Asset Prices and Monetary Policy*, compilado por Anthony Richards y Tim Robinson (Sídney: Banco de la Reserva de Australia).
- Poterba, James M., 1994, “State Responses to Fiscal Crises: The Effects of Budgetary Institutions and Politics”, *Journal of Political Economy*, vol. 102, No. 4, págs. 799–821.
- Roubini, Nouriel, y Jeffrey Sachs, 1989, “Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies”, *European Economic Review*, vol. 33 (mayo), págs. 903–34.
- , Seppo Honkapohja y Daniel Cohen, 1989, “Government Spending and Budget Deficits in the Industrial Countries”, *Economic Policy*, vol. 4, No. 8, págs. 100–32.
- Swiston Andrew, 2008, “A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit Is Due”, IMF Working Paper 08/161 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

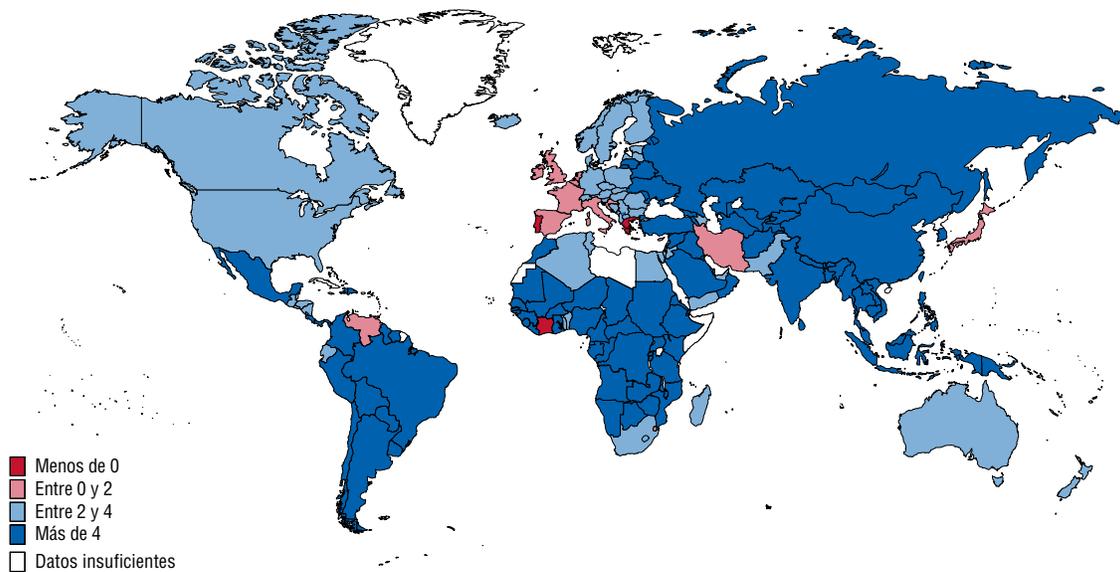
La economía mundial ya lleva dos años de recuperación. Desde el inicio se preveía que la recuperación tendría diversas velocidades: en la edición de abril de 2009 de Perspectivas de la economía mundial se proyectaba que las economías que más rápidamente crecerían para 2011 serían aquellas que habían evitado grandes desequilibrios antes de la crisis, habían experimentado las menores caídas del producto durante la crisis y contaban con el mayor margen de acción después de la crisis. Dos años más tarde, ese panorama se mantiene sin cambios en términos generales, pero el perfil de la recuperación es ahora más definido (gráfico 2.1). Algunas economías avanzadas presentan significativas brechas del producto y elevadas tasas de desempleo; muchos países de bajo ingreso están creciendo a un ritmo rápido pero sostenible, y hay indicios de sobrecalentamiento en una serie de economías de mercados emergentes.

La naturaleza desigual de esta recuperación puede observarse en las brechas del producto de las distintas regiones (gráfico 2.2). Las economías emergentes

de Asia y gran parte de América Latina operan hoy cerca de su nivel potencial, y hay economías en esas regiones donde el crédito se está acelerando nuevamente y están surgiendo indicios de sobrecalentamiento. Mientras tanto, las economías que estuvieron en el epicentro de la última crisis —Estados Unidos y Europa— cuentan con un sustancial nivel de capacidad ociosa. Estas divergencias tienen implicaciones importantes para las perspectivas, los riesgos y las prioridades de política en cada región. Por ese motivo, en este capítulo se destaca la medida en la cual las regiones difieren en sus posiciones cíclicas.

Análogamente, existen grandes disparidades en la posición externa de algunas economías. En ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial* se ha recalcado la necesidad de un reequilibramiento externo en algunas regiones —muy especialmente en Estados Unidos y las economías emergentes de Asia— para reducir las vulnerabilidades a nivel mundial. En este capítulo se vuelve sobre este tema

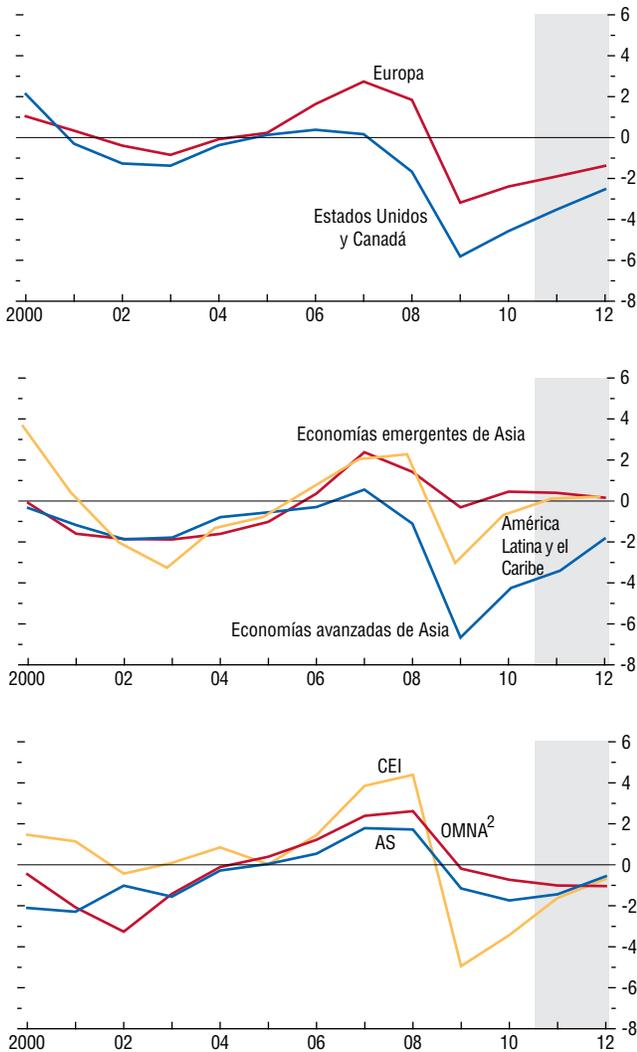
Gráfico 2.1. Crecimiento medio proyectado del PIB real mundial durante 2011–12
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: No se incluyen proyecciones para Libia debido a la incertidumbre de la situación política.

Gráfico 2.2. Brechas del producto¹
(Porcentaje del PIB potencial)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹AS: África subsahariana; CEI: Comunidad de Estados Independientes, Georgia y Mongolia; economías avanzadas de Asia: Australia, Japón y Nueva Zelanda; OMNA: Oriente Medio y Norte de África. Los agregados regionales se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.

²Excluido Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

para destacar, cuando resulta pertinente, la medida en la cual las regiones presentan divergencias en su posición externa (saldo en cuenta corriente).

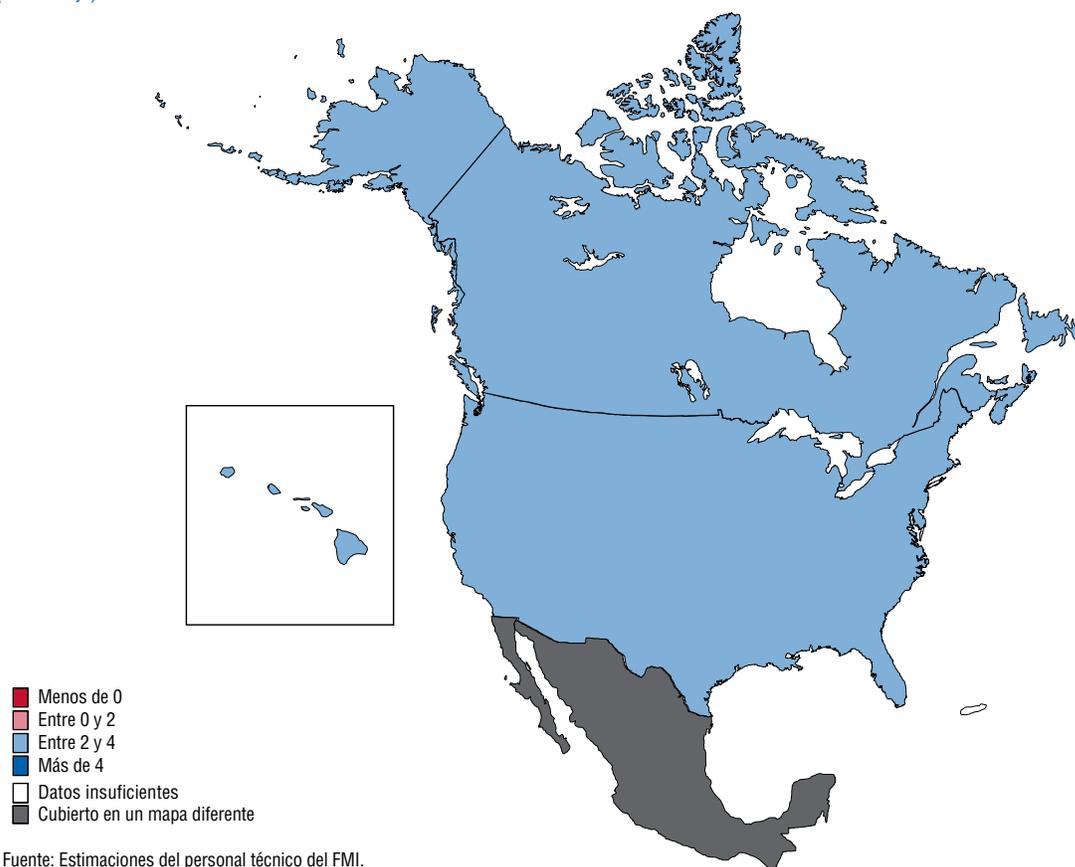
El capítulo comienza con una evaluación de las perspectivas y los principales retos de política en las regiones donde persisten importantes brechas del producto, como Estados Unidos y Canadá, Europa y la Comunidad de Estados Independientes (CEI). Luego se pasa a examinar las regiones en las cuales esas brechas se están cerrando o ya lo han hecho: Asia, América Latina y el Caribe (ALC), África subsahariana (AS), y Oriente Medio y Norte de África (OMNA).

Avanza la recuperación de Estados Unidos

La economía estadounidense continúa recuperándose, y la mejora de las condiciones financieras está respaldando la demanda final privada frente al alza de precios de las materias primas (gráficos 2.3 y 2.4). La creación de puestos de trabajo se aceleró en los últimos tiempos, pero el ritmo al que mejora el mercado laboral sigue siendo decepcionante, habida cuenta de la magnitud de la pérdida de empleos durante la desaceleración. Un mayor reequilibrio en el que la demanda interna ceda lugar a la externa también contribuiría al crecimiento y ayudaría a cerrar la gran brecha del producto que existe en Estados Unidos.

Después de un período de fuerte crecimiento impulsado por la recomposición de existencias a fines de 2009 y principios de 2010, el crecimiento económico se desaceleró, pero luego volvió a cobrar fuerza en el segundo semestre de 2010. Ese fortalecimiento estuvo respaldado por la demanda privada final, y para el cuarto trimestre el gasto de los consumidores crecía a su ritmo más rápido en cinco años. Aunque el crecimiento global del crédito sigue siendo débil y continúa el desapalancamiento de los hogares, las condiciones financieras en general han mejorado: las tasas de endeudamiento de las empresas se mantienen muy bajas, y las condiciones estrictas de los préstamos bancarios ahora están comenzando a distenderse no solo para las grandes empresas, sino también para las pequeñas y medianas. Como reflejo del repunte de la actividad económica y gracias a una distensión monetaria extraordinaria, los mercados accionarios han recuperado alrededor de dos tercios de la capita-

Gráfico 2.3. Estados Unidos y Canadá: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12
(Porcentaje)



lización perdida durante la crisis. Esto ha contribuido a restablecer la confianza del consumidor, todavía deprimida por los vientos en contra que generan el mercado de trabajo y de la vivienda.

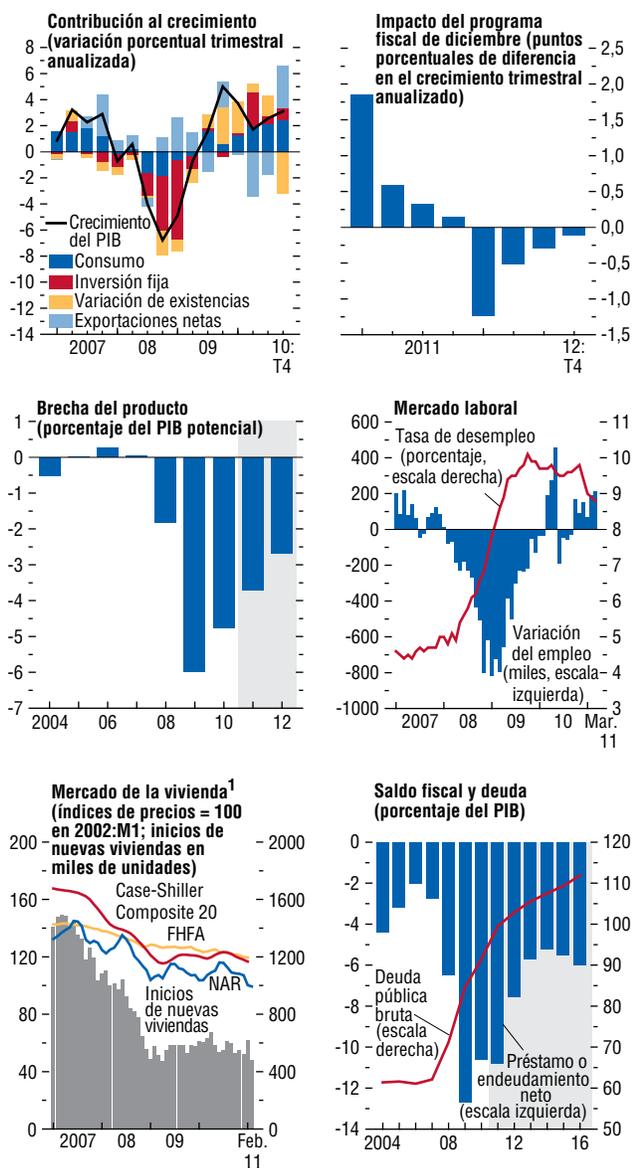
La recuperación del mercado laboral sigue siendo deslucida. Después de perder más de 8½ millones de puestos de trabajo en 2008 y 2009, el mercado laboral apenas ha sumado menos de 1½ millones de empleos desde que tocó su punto mínimo, porcentaje apenas suficiente para seguir el ritmo del crecimiento de la población en edad activa. Por lo tanto, el coeficiente empleo/población se mantiene en gran medida sin cambios desde el inicio de la recuperación. Alrededor de un tercio del declive de la tasa de desempleo desde octubre de 2009 —a 8,8% en marzo— es atribuible a una disminución de la participación de la fuerza laboral, que ahora se encuentra en el nivel más bajo del último cuarto de siglo. El desempleo a largo plazo

y los indicadores más amplios de subempleo —como la proporción de trabajadores que trabajan involuntariamente a tiempo parcial o que solo tienen una relación marginal con la fuerza laboral— se mantienen muy por encima de los máximos históricos. La crisis también puede haber incrementado el desempleo estructural en Estados Unidos, ya que los graves shocks sectoriales y regionales crearon disparidades entre la oferta y la demanda de destrezas y competencias laborales. Los estudios realizados por el personal técnico del FMI muestran que, históricamente, el efecto negativo de ese tipo de disparidad en las tasas de desempleo se ve exacerbado por una situación deprimida del mercado de la vivienda, un aspecto fundamental de la reciente crisis¹.

¹Véanse Dowling, Estevão y Tsounta (2010), y Estevão y Tsounta (2011).

Gráfico 2.4. Estados Unidos: La economía se afianza

La recuperación está comenzando a afianzarse, a medida que el consumo privado va acelerándose, aunque lentamente. En 2011 el crecimiento recibirá un impulso gracias al programa fiscal de diciembre. La expansión cuantitativa ha permitido evitar la presión deflacionaria generada por la brecha del producto todavía amplia. Pero aún persisten vulnerabilidades: los mercados laboral e inmobiliario continúan frágiles y es necesario corregir las vulnerabilidades fiscales.



Fuentes: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹FHFA: Federal Housing Finance Agency (Organismo Federal de Financiamiento de la Vivienda); NAR: National Association of Realtors (Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios).

Se proyecta que la economía estadounidense crecerá 2¾% y 3% en 2011 y 2012, respectivamente, y que el afianzamiento gradual de la demanda final privada compensará la disminución del estímulo generado por la política fiscal federal (cuadro 2.1). El programa fiscal aprobado a mediados de diciembre incrementaría el crecimiento ligeramente más de ½ punto porcentual este año, aunque las recientes propuestas de recorte del gasto federal reducirían el impulso global alimentado por la política fiscal federal. El efecto de lastre que producirán en el crecimiento de 2011 las alzas de los precios del petróleo compensa holgadamente el estímulo generado por las políticas extraordinarias de la Reserva Federal y el aumento de la exportación neta. Se proyecta que el desempleo se mantendrá elevado y que caerá solo moderadamente a alrededor de 7¾% en 2012.

Los riesgos para las perspectivas se mantienen inclinados a la baja. El contexto externo sigue planteando riesgos extremos. El resurgimiento de la turbulencia financiera en la zona del euro podría endurecer sustancialmente las condiciones crediticias y debilitar la demanda mundial, y una subida abrupta de los precios del petróleo y las materias primas, posiblemente debida a las continuas tensiones en Oriente Medio y el Norte de África, podría menguar la confianza y desalentar el gasto de consumo. En el plano interno, los precios de las viviendas podrían caer más de lo esperado, dadas las abundantes existencias latentes de propiedades en problemas, generando efectos adversos en los balances de los hogares y las entidades financieras. Hay, sin embargo, una serie de riesgos al alza para las perspectivas. Los sólidos balances de las empresas podrían respaldar un mayor grado de contratación de personal y de inversión de capital si mejora la confianza empresarial. Por otra parte, el consumo privado, particularmente de bienes duraderos, podría dar sorpresas al alza dado el nivel de demanda reprimida existente.

En vista de la sustancial capacidad ociosa en la economía —se estima que la brecha del producto se mantendrá por encima del 3% este año— se espera que la inflación se mantenga atenuada, y se registren aumentos de precios de 2¼% este año y 1½% el siguiente. Si bien han bajado los precios de los alimentos y, en especial, de la energía, su participación en la canasta de consumo es pequeña, y los efectos de

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	3,0	2,4	2,6	1,6	2,2	1,7	-0,2	-0,3	-0,2	8,3	7,8	7,4
Estados Unidos	2,8	2,8	2,9	1,6	2,2	1,6	-3,2	-3,2	-2,8	9,6	8,5	7,8
Zona del euro ^{4,5,6}	1,7	1,6	1,8	1,6	2,3	1,7	-0,6	0,0	0,0	10,0	9,9	9,6
Japón	3,9	1,4	2,1	-0,7	0,2	0,2	3,6	2,3	2,3	5,1	4,9	4,7
Reino Unido ⁴	1,3	1,7	2,3	3,3	4,2	2,0	-2,5	-2,4	-1,9	7,8	7,8	7,7
Canadá	3,1	2,8	2,6	1,8	2,2	1,9	-3,1	-2,8	-2,6	8,0	7,6	7,3
Otras economías avanzadas ⁷	5,7	3,9	3,8	2,3	3,1	2,6	5,1	5,5	4,8	5,0	4,5	4,4
<i>Partida informativa</i>												
Economías asiáticas recientemente industrializadas	8,4	4,9	4,5	2,3	3,8	2,9	7,1	6,3	6,0	4,1	3,6	3,6

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 Estonia.

⁷Excluidos Estados Unidos, la zona del euro y Japón, pero incluido Estonia.

segunda ronda probablemente sean reducidos porque la economía está funcionando muy por debajo de su potencial.

El ritmo lento de la recuperación económica exige aplicar políticas macroeconómicas de respaldo, pero el margen fiscal para hacerlo es cada vez más limitado. En este contexto, la combinación de políticas indicada para Estados Unidos sería continuar con las medidas monetarias acomodaticias, sumadas a otras que procuren mejorar la solidez fiscal. Se necesita con urgencia una estrategia creíble para estabilizar la deuda pública a mediano plazo, así como un adelanto de la consolidación fiscal en 2011.

Como el producto sigue siendo significativamente inferior a su potencial; la inflación, persistentemente baja; y la tasa de desempleo, irreductiblemente elevada, se justifica continuar con las políticas monetarias acomodaticias. Aunque se prevé que la segunda ronda de expansión cuantitativa por parte de la Reserva Federal tendrá tan solo un efecto moderado en el crecimiento, parece haber reducido la percepción de riesgos de deflación; en las semanas siguientes a las noticias difundidas en agosto acerca de una inminente nueva ronda de expansión cuantitativa, crecieron las expectativas de inflación y los rendimientos a largo plazo cayeron hasta alcanzar nuevos

mínimos. Desde entonces, esos rendimientos han aumentado al surgir indicios de fortalecimiento de la recuperación y al bajar los operadores sus expectativas respecto del alcance que tendrían las futuras compras de activos por parte de la Reserva Federal.

Aunque en este momento algunas medidas fiscales focalizadas son justificables en vista de la debilidad de los mercados laboral y de la vivienda, la contribución del reciente programa de estímulo al crecimiento resulta pequeña en comparación con su considerable costo presupuestario. Asimismo, ahora se prevé que el déficit fiscal llegará a 10¾% este año —el mayor entre las economías avanzadas— y que la deuda bruta del gobierno general probablemente excederá el 110% del PIB de aquí a 2016². De hecho, Estados Unidos aparece como la única de las grandes economías avanzadas en la cual el déficit fiscal ajustado en función del ciclo económico aumentaría en 2011, en comparación con 2010, a pesar de la recuperación

²Las proyecciones fiscales reflejan las opiniones del personal técnico del FMI sobre las perspectivas económicas (que generalmente son más pesimistas que las de las autoridades) y su evaluación de las políticas probables. Dado el debate actualmente en curso en el Congreso, el personal técnico supone que habrá recortes iniciales del gasto discrecional más importantes (y más profundos) que los propuestos en el proyecto presupuestario del Presidente y que se demorarán las medidas dirigidas a recaudar más ingresos.

en curso³. Estados Unidos sigue comprometido a cumplir con la meta fijada por el Grupo de los Veinte (G-20) de reducir el déficit a la mitad entre 2010 y 2013, pero el elevado déficit de este año podría dificultarlo.

Este panorama fiscal insostenible exige un adelanto de la consolidación fiscal este año. Las propuestas recientemente presentadas por la Comisión Nacional de Responsabilidad y Reforma Fiscal y otros analistas contienen muchas ideas útiles y ofrecen un plan rector amplio a partir del cual podrían avanzar las autoridades para la formulación de políticas. Esas medidas propuestas incluyen reformas de los regímenes de derechos a prestaciones, topes al gasto discrecional, reformas impositivas para captar ingresos y el fortalecimiento de las instituciones fiscales. Entre tanto, el proyecto de presupuesto del Presidente supone un repliegue muy grande de los recursos fiscales a corto plazo —una reducción de unos 5 puntos porcentuales del PIB en el saldo primario estructural federal para los ejercicios 2012 y 2013 de acuerdo con los supuestos macroeconómicos y de política económica del personal técnico del FMI— que será problemático de implementar, especialmente en un contexto de escaso crecimiento y elevado desempleo. Un ajuste tal sería mayor que cualquier otro ajuste bianual desde 1960 (el primer año respecto del cual se dispone de datos sobre los saldos estructurales), lo que refuerza el argumento a favor de suavizar el ajuste fiscal a partir de 2011 con un marco creíble a mediano plazo.

Aunque no se espera que el déficit en cuenta corriente aumente sustancialmente en los próximos años, persistirán los déficits: se prevé que el déficit en cuenta corriente a mediano plazo se mantendrá cerca del nivel del año pasado, en parte debido a la insuficiencia del ajuste fiscal. Si en los próximos años se concreta la tan necesaria consolidación fiscal, eso contribuirá a reducir los déficits externos. Una recuperación más robusta exigirá entonces que las exportaciones netas aporten más al crecimiento para compensar la menor contribución de la demanda interna.

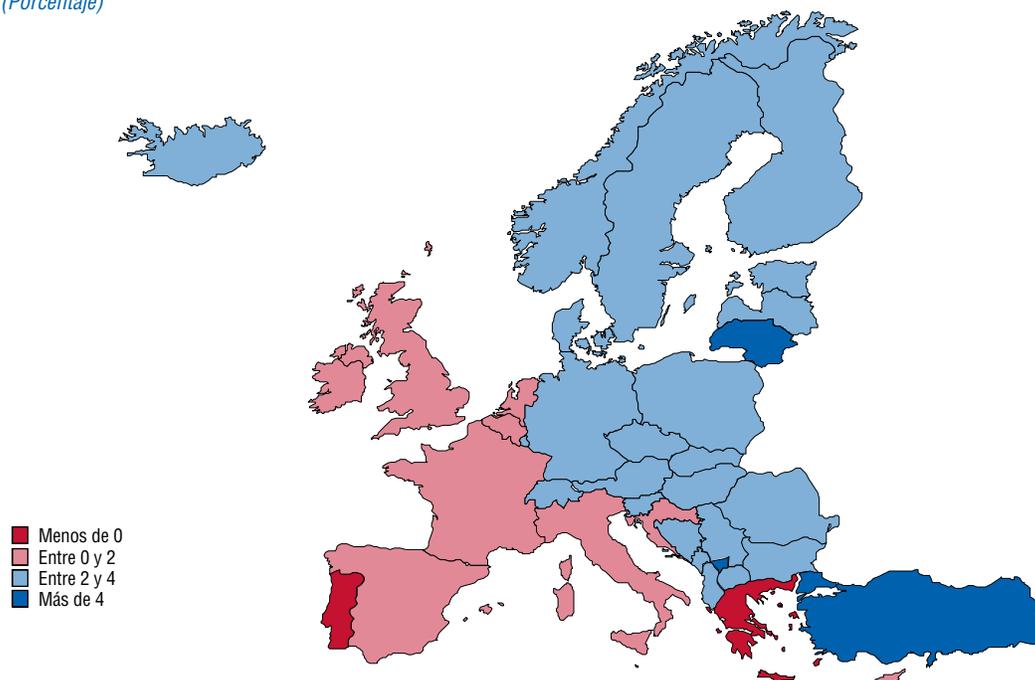
Pese a haberse restablecido la estabilidad financiera, la fragilidad del sector de la vivienda sigue

actuando como lastre en los balances bancarios, y la implementación de las reformas del sector financiero aún enfrentan difíciles desafíos. La reciente reorganización de la regulación y la supervisión del sistema financiero representa un paso auspicioso, pero su implementación será la prueba clave. Las prioridades fundamentales serán la aplicación de un enfoque sistémico de supervisión, con una regulación más estricta (especialmente en el caso de las instituciones de importancia sistémica), una mayor transparencia y rendición de cuentas en los mercados de valores y derivados, y un estrecho seguimiento del sector bancario paralelo. Las autoridades estadounidenses han elevado al Congreso un conjunto de propuestas para reformar los mercados de financiamiento de la vivienda, según lo exige la Ley Dodd-Frank. Las recomendaciones incluyen dismantelar las entidades hipotecarias semipúblicas (Fannie Mae y Freddie Mac) y elaborar políticas de vivienda con una orientación más concentrada, entre ellas un respaldo estatal más explícito y más focalizado. La reforma que se adopte deberá lograr el equilibrio correcto entre ofrecer un nivel adecuado de intervención pública explícita y desalentar otro ciclo de sobreinversión.

La evolución económica de Canadá el año pasado fue un reflejo de la registrada en Estados Unidos, con una moderación del ritmo de actividad económica a mediados de año. La deceleración obedeció no solo al arrastre a la baja que sufrieron las exportaciones canadienses por el débil nivel de actividad en Estados Unidos y el fuerte aumento de las importaciones atribuible al gasto en inversión en un contexto de apreciación de la moneda, sino también al enfriamiento de parte de la actividad interna, al caer las operaciones inmobiliarias de sus niveles insosteniblemente altos, moderarse temporalmente el gasto de los consumidores y desvanecerse el efecto del estímulo fiscal. Se proyecta que el PIB de Canadá aumentará 2¾% este año, siendo los principales motores de ese crecimiento la demanda interna en general y la inversión privada en particular, en consonancia con los precios elevados de las materias primas; la fuerza del dólar canadiense continuaría lastrando el crecimiento. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento se inclinan a la baja, presentándose como principal riesgo interno un deterioro del mercado de la vivienda y de los balances de los hogares. Los riesgos externos

³La edición de abril de 2011 del informe *Fiscal Monitor* profundiza en la orientación de la política fiscal estadounidense.

Gráfico 2.5. Europa: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

fundamentales son un nivel de actividad menor que el esperado en Estados Unidos y un resurgimiento de las tensiones de la deuda soberana en Europa.

Las políticas macroeconómicas de Canadá siguen siendo acertadamente acomodaticias, ya que el producto se mantiene en torno al 2% por debajo del nivel potencial. Dados los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento, lo moderado de las presiones inflacionarias y la futura eliminación del estímulo, parece apropiado adoptar una actitud de espera antes de decidir elevar más la tasa de política monetaria. En el ámbito fiscal, son acertadas las recientes medidas para suavizar el ajuste fiscal inicial, y las autoridades tienen un plan sólido y creíble para volver a registrar superávits presupuestarios desde el ejercicio 2015 en adelante. A más largo plazo, los retos que plantean el envejecimiento de la población y la inflación de los costos de atención de la salud exigen sumar otros planes para afianzar la sostenibilidad fiscal. En el terreno financiero, el enfoque adoptado por Canadá en materia de supervisión y regulación ha sido sólido y ha permitido evitar los excesos que dañaron otras economías avanzadas

durante la crisis. No obstante, es preciso continuar con una actitud vigilante para mantener la estabilidad financiera, particularmente en vista de la alta concentración existente en el sistema financiero, la sustancial exposición a los riesgos de Estados Unidos y los niveles históricamente elevados de endeudamiento de los hogares.

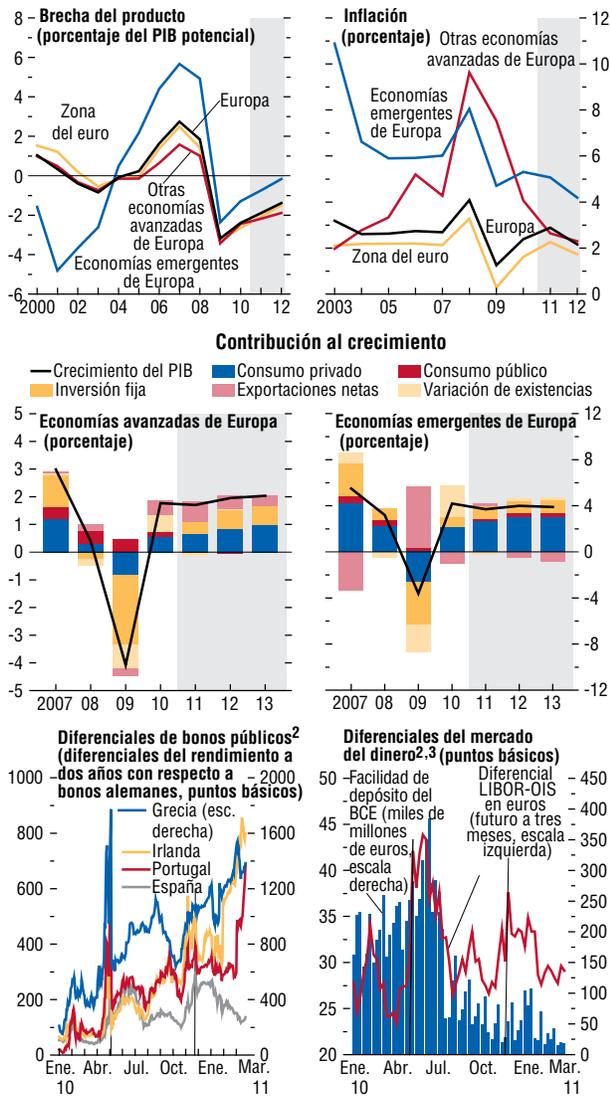
Europa experimenta una recuperación paulatina y desigual

En Europa, la recuperación avanza a pasos pequeños (gráfico 2.5). En general, la actividad real de la región se mantiene por debajo de su nivel potencial, y el desempleo es todavía alto. Existe, sin embargo, una variación sustancial entre las distintas economías. El grado de subutilización de la capacidad productiva es mayor en la periferia de la zona del euro que en los países centrales, mientras que las economías de mercados emergentes más grandes de la región ya están funcionando a capacidad plena o por encima de ese nivel.

La recuperación de Europa está cobrando impulso, pese al resurgimiento de la turbulencia financiera en

Gráfico 2.6. Europa: Continúa una recuperación gradual y dispar¹

La recuperación avanza a un ritmo moderado. La actividad real de la región se mantiene por debajo de su nivel potencial, y la presión inflacionaria está contenida en términos generales. Pero hay diferencias sustanciales entre las economías. El crecimiento en general es ahora más generalizado y autosustentable, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes. En la periferia de la zona del euro, sin embargo, la continua turbulencia financiera está deprimiendo las perspectivas para estas economías.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Zona del euro: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta, los Países Bajos y la República Eslovaca. Economías emergentes de Europa: Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Montenegro, Polonia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Rumanía, Serbia y Turquía. Otras economías avanzadas de Europa: Dinamarca, Estonia, Islandia, Noruega, Portugal, Suecia, Suiza, el Reino Unido y la República Checa. Los agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.
²Las líneas verticales de cada panel corresponden al 10 de mayo y al 30 de noviembre de 2010.
³BCE: Banco Central Europeo; LIBOR: Tasa interbancaria de oferta de Londres; OIS: *swap* sobre índices a un día.

los países periféricos de la zona del euro durante el último trimestre de 2010. Ante los temores acerca de las pérdidas del sector bancario y la sostenibilidad fiscal, en esos países se ampliaron los diferenciales soberanos, que en algunos casos alcanzaron máximos no registrados desde la creación de la Unión Económica y Monetaria. Pero la situación fue contenida por las contundentes políticas de respuesta adoptadas tanto a nivel nacional como de la UE, que incluyeron medidas para mejorar el saldo fiscal y propulsar las reformas estructurales en los países afectados, un respaldo extraordinario de liquidez, compras de títulos valores por parte del Banco Central Europeo (BCE) y financiamiento proveniente del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) para respaldar el programa conjunto de la UE y el FMI para Irlanda. En consecuencia, el daño a la actividad económica se limitó a las economías afectadas y no se propagó al resto de Europa, cuyo crecimiento es ahora más generalizado y autosostenido (gráfico 2.6).

Las perspectivas apuntan a que continuará una expansión gradual y dispar (cuadro 2.2). Se prevé que el PIB real de las economías avanzadas de Europa crecerá a una tasa de 1¾% en 2011 y 2% en 2012, y que el crecimiento de las economías emergentes de la región será de 3¾% en 2011 y 4% en 2012. Las perspectivas económicas para los distintos países también son divergentes, en gran medida debido a las diferencias en la condición de los balances de los sectores público y privado y en la orientación de las políticas macroeconómicas.

- En Alemania, se espera que el crecimiento se moderará de un 3½% el año pasado a 2½% este año, principalmente debido a la eliminación del apoyo fiscal y a la desaceleración del crecimiento de la demanda externa. Para Francia se proyecta un crecimiento moderado de 1½% este año, ya que el aumento del consumo se ve frenado por la retracción del estímulo fiscal, y el aumento de las exportaciones, menguado por una demanda externa menos dinámica. En Italia, se espera que la recuperación seguirá siendo débil, debido a que los problemas de competitividad de larga data restringen el crecimiento de las exportaciones y la consolidación fiscal prevista comprime la demanda privada. Se proyecta que el crecimiento será mucho menor en la periferia

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		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Europa	2,1	2,0	2,2	2,4	2,9	2,2	0,3	0,2	0,2	...	...	...
Economías avanzadas⁴	1,7	1,7	1,9	1,9	2,5	1,8	0,8	0,8	0,9	9,3	9,2	8,9
Zona del euro ^{5,6,7}	1,7	1,6	1,8	1,6	2,3	1,7	-0,6	0,0	0,0	10,0	9,9	9,6
Alemania	3,5	2,5	2,1	1,2	2,2	1,5	5,3	5,1	4,6	6,9	6,6	6,5
Francia	1,5	1,6	1,8	1,7	2,1	1,7	-2,1	-2,8	-2,7	9,7	9,5	9,1
Italia	1,3	1,1	1,3	1,6	2,0	2,1	-3,5	-3,4	-3,0	8,5	8,6	8,3
España	-0,1	0,8	1,6	2,0	2,6	1,5	-4,5	-4,8	-4,5	20,1	19,4	18,2
Países Bajos	1,7	1,5	1,5	0,9	2,3	2,2	7,1	7,9	8,2	4,5	4,4	4,4
Bélgica	2,0	1,7	1,9	2,3	2,9	2,3	1,2	1,0	1,2	8,4	8,4	8,2
Austria	2,0	2,4	2,3	1,7	2,5	2,0	3,2	3,1	3,1	4,4	4,3	4,3
Grecia	-4,5	-3,0	1,1	4,7	2,5	0,5	-10,4	-8,2	-7,1	12,5	14,8	15,0
Portugal	1,4	-1,5	-0,5	1,4	2,4	1,4	-9,9	-8,7	-8,5	11,0	11,9	12,4
Finlandia	3,1	3,1	2,5	1,7	3,0	2,1	3,1	2,8	2,6	8,4	8,0	7,8
Irlanda	-1,0	0,5	1,9	-1,6	0,5	0,5	-0,7	0,2	0,6	13,6	14,5	13,3
República Eslovaca	4,0	3,8	4,2	0,7	3,4	2,7	-3,4	-2,8	-2,7	14,4	13,3	12,1
Eslovenia	1,2	2,0	2,4	1,8	2,2	3,1	-1,2	-2,0	-2,1	7,2	7,5	7,2
Luxemburgo	3,4	3,0	3,1	2,3	3,5	1,7	7,7	8,5	8,7	6,1	5,9	5,8
Estonia	3,1	3,3	3,7	2,9	4,7	2,1	3,6	3,3	3,1	16,9	14,8	12,8
Chipre	1,0	1,7	2,2	2,6	3,9	2,8	-7,0	-8,9	-8,7	6,8	6,5	6,3
Malta	3,6	2,5	2,2	2,0	3,0	2,6	-0,6	-1,1	-2,3	6,5	6,5	6,4
Reino Unido ⁶	1,3	1,7	2,3	3,3	4,2	2,0	-2,5	-2,4	-1,9	7,8	7,8	7,7
Suecia	5,5	3,8	3,5	1,9	2,0	2,0	6,5	6,1	5,8	8,4	7,4	6,6
Suiza	2,6	2,4	1,8	0,7	0,9	1,0	14,2	13,2	12,8	3,6	3,4	3,3
República Checa	2,3	1,7	2,9	1,5	2,0	2,0	-2,4	-1,8	-1,2	7,3	7,1	6,9
Noruega	0,4	2,9	2,5	2,4	1,8	2,2	12,9	16,3	16,0	3,6	3,6	3,5
Dinamarca	2,1	2,0	2,0	2,3	2,0	2,0	5,0	4,8	4,8	4,2	4,5	4,4
Islandia	-3,5	2,3	2,9	5,4	2,6	2,6	-8,0	1,1	2,1	8,1	7,5	6,5
Economías emergentes⁸	4,2	3,7	4,0	5,3	5,1	4,2	-4,3	-5,4	-5,7	...	...	...
Turquía	8,2	4,6	4,5	8,6	5,7	6,0	-6,5	-8,0	-8,2	11,9	11,4	11,0
Polonia	3,8e	3,8	3,6	2,6	4,1	2,9	-3,3	-3,9	-4,2	9,0	9,0	8,7
Rumania	-1,3	1,5	4,4	6,1	6,1	3,4	-4,2	-5,0	-5,2	7,6	6,6	5,8
Hungría	1,2	2,8	2,8	4,9	4,1	3,5	1,6	1,5	0,9	11,2	11,5	10,9
Bulgaria	0,2	3,0	3,5	3,0	4,8	3,7	-0,8	-1,5	-2,0	10,3	8,0	6,7
Serbia	1,8	3,0	5,0	6,2	9,9	4,1	-7,1	-7,4	-6,6	19,4	19,6	19,8
Croacia	-1,4	1,3	1,8	1,0	3,5	2,4	-1,9	-3,6	-3,6	12,3	12,8	12,3
Lituania	1,3	4,6	3,8	1,2	3,1	2,9	1,8	-0,9	-2,9	17,8	16,0	14,0
Letonia	-0,3	3,3	4,0	-1,2	3,0	1,7	3,6	2,6	1,5	19,0	17,2	15,5

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.

⁴Incluye Estonia.

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

⁶Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

⁷Excluye Estonia.

⁸Incluye Albania, Bosnia y Herzegovina, Kosovo, Montenegro, la ex República Yugoslava de Macedonia y Serbia.

de la zona del euro porque esas economías sufren una contracción aguda y prolongada de los balances públicos y privados —necesaria para resolver los desequilibrios fiscales y de competitividad— y enfrentan problemas de desempleo estructural más graves (recuadro 2.1).

- En las economías avanzadas fuera de la zona del euro, las perspectivas de recuperación también presentan diferencias. Por ejemplo, según las proyecciones, el crecimiento del Reino Unido será de 1¾% en 2011, a medida que el anticipo necesario de la consolidación fiscal reduce la demanda

interna. Pero en Suecia se espera que la actividad real aumente 3¾% este año, en medio de una rápida mejora de las condiciones financieras y de indicios incipientes de sobrecalentamiento en el sector de bienes raíces.

- Entre las economías emergentes de Europa, se proyecta que continuará la rápida recuperación de Turquía, donde una robusta demanda privada y un pujante crecimiento del crédito están impulsando la actividad económica por encima de su nivel potencial en un marco de políticas macroeconómicas todavía acomodaticias. En Polonia, se prevé que el crecimiento se mantendrá sólido en torno al 3¾% este año, al aumentar la rentabilidad de las empresas, continuar la absorción de fondos de la UE y reanudarse el crédito bancario. Se proyecta que la recuperación seguirá siendo más floja en algunas de las economías que experimentaron auges internos insostenibles (Rumania).

Las perspectivas siguen sujetas a riesgos a la baja. A corto plazo, la permanencia de las tensiones para entes soberanos y bancos más vulnerables de la zona del euro representan una amenaza significativa a la estabilidad financiera y el crecimiento, como se analiza en el capítulo 1 de la edición de abril de 2011 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report, GFSR*). Ello se debe principalmente a la continuada debilidad de las instituciones financieras en muchas de las economías avanzadas de la región y a la falta de transparencia acerca de sus exposiciones. Las instituciones financieras y los entes soberanos están estrechamente vinculados, produciéndose efectos de contagio en ambas direcciones. Las importantes vinculaciones transfronterizas, así como la propagación de efectos de contagio financieros a través de una mayor aversión al riesgo y la caída de los precios de las acciones, podrían generar una desaceleración del crecimiento y de la demanda que entorpecería la recuperación regional y mundial. Otro riesgo a la baja para el crecimiento surge de precios de las materias primas más altos que los esperados. A mediano plazo, el principal riesgo sigue siendo la posibilidad de que los arraigados desequilibrios fiscales y de competitividad en las economías periféricas y la falta de exhaustividad de las medidas lanzadas para abordar las vulnerabilidades del sector bancario en muchas economías de la zona

del euro desemboquen en un período prolongado de lento crecimiento.

Se requieren acciones de política integrales, rápidas y decisivas para abordar esos riesgos a la baja. Ya se han dado pasos importantes tanto a nivel de los países como de la UE, pero se necesitan más decisiones audaces para asegurar la sostenibilidad fiscal, resolver los problemas del sector bancario, reformar los marcos de política de la UE y reavivar el crecimiento.

Garantizar la sostenibilidad de la deuda pública sigue siendo una prioridad para la mayoría de las economías europeas. Los planes actuales de consolidación fiscal son, en términos generales, adecuados y acertadamente diferenciados a corto plazo. En 2011, las economías más grandes de la región (Alemania, España, Francia y el Reino Unido) implementarán medidas diferentes (en su magnitud y composición) para reducir sus déficits. Aquellas que han quedado sometidas a presiones del mercado (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán con una consolidación sustancial especialmente contundente en sus primeros tramos. No obstante, en muchos países de Europa es preciso hacer más para sustentar los planes de ajuste a mediano plazo con políticas concretas y sostenidas. Además, hay que reforzar los planes vigentes para el ajuste fiscal a mediano plazo, ante los aumentos que se avecinan en el gasto de pensiones y atención de la salud⁴. Algunas economías han tomado medidas tendientes a reformar el gasto en programas de derechos a prestaciones (por ejemplo, España, Francia, Grecia, Irlanda e Italia), pero aún resta avanzar más en este sentido.

Las fragilidades que aún persisten en el sistema financiero de Europa deben resolverse con urgencia. Tal como se analiza en el capítulo 1 de la edición de abril de 2011 del informe *GFSR*, los avances en la tarea de reforzar las posiciones de capital y reducir el apalancamiento han sido dispares en Europa. Concretamente, en la zona del euro la calidad de los activos es incierta, y los bancos enfrentan un aluvión de vencimientos de deuda y por lo tanto siguen siendo vulnerables a presiones de financiamiento en los mercados mayoristas. El deseo de reducir la dependencia del financiamiento mayorista ha desatado una guerra de depósitos en varias economías, lo que ha comprimido los ingresos bancarios. En general,

⁴Véanse más detalles en Bornhorst *et al.* (2010).

algunos bancos de la zona del euro enfrentan significativas deficiencias de capitalización. Para abordarlas mejor, es crucial despejar la incertidumbre acerca de la calidad de los activos, aumentar las reservas de capital de los bancos viables e identificar los bancos en situación endeble y proceder a su resolución. A este respecto, algunas economías (por ejemplo, España) han logrado más avances que otras. La realización de nuevas pruebas de resistencia que sean más realistas, exhaustivas y transparentes aportará más claridad. Pero serán eficaces únicamente si forman parte de estrategias nacionales coordinadas para abordar la situación de las instituciones vulnerables, un enfoque al que se comprometieron las autoridades en la cumbre de la Unión Europea celebrada en marzo. Mientras tanto, el exceso de capacidad de los sistemas bancarios debe ser eliminado, organizando la resolución de las entidades que tengan un grado extremo de debilidad. Sin esas reformas, los sistemas financieros de Europa seguirán siendo vulnerables, el crecimiento del crédito podría verse sometido a más presiones y la recuperación económica podría frustrarse.

En la mayoría de las economías europeas, la política monetaria puede seguir siendo acomodaticia mientras las presiones inflacionarias se mantengan atenuadas. En las economías avanzadas, se proyecta que la inflación subyacente se mantendrá baja porque las expectativas inflacionarias están bien ancladas y la capacidad excedentaria todavía es grande en la mayoría de los países. Asimismo, el impacto de los recientes aumentos de precios de las materias primas sería temporal. Esto argumenta a favor de mantener bajas las tasas de política monetaria por el momento para sostener la recuperación y contribuir a compensar los efectos contractivos a corto plazo que ejercerá la consolidación fiscal en la demanda interna. De todos modos, los bancos centrales tendrán que mantener una mirada vigilante sobre la evolución de los salarios y las expectativas de inflación para detectar posibles efectos de segunda ronda, especialmente en los países que llevan la delantera en el proceso de recuperación. En la zona del euro, las fragilidades financieras que aún subsisten podrían frenar el crecimiento, lo que justificaría aplicar un ritmo de normalización más lento. Por otra parte, las medidas extraordinarias del BCE deberán ser eliminadas solo de manera gradual a medida que disminuya la incertidumbre sistémica.

En las economías emergentes de Europa, las perspectivas inflacionarias son más dispares, lo cual refleja principalmente los grados diferentes de capacidad subutilizada en la economía y un nivel variable de transmisión de los precios de las materias primas a la inflación general. En algunas economías emergentes en rápido crecimiento, quizá corresponda normalizar antes las tasas de política monetaria para prevenir un sobrecalentamiento.

Un importante desafío es la reforma de los marcos de política económica de la zona del euro y la UE para contribuir a restablecer la confianza y asegurar la estabilidad y el crecimiento de Europa en el futuro. La crisis reveló problemas muy arraigados, que presentan una significativa dimensión transfronteriza, en las políticas fiscales, estructurales y de estabilidad financiera existentes. Para encarar esos problemas, se requieren soluciones amplias e integrales.

La prioridad inmediata es dar certeza a los mercados de que hay suficientes recursos disponibles en la red de protección de toda la zona del euro para hacer frente a los riesgos a la baja. En la reunión cumbre de marzo de la Unión Europea, los gobernantes se comprometieron a incrementar sustancialmente la capacidad crediticia efectiva de la FEEF. Aunque eso debería afianzar la confianza del mercado, se debería aclarar lo más pronto posible cuál será el mecanismo para lograrlo, y se necesita con urgencia una decisión sobre el ajuste de la tasa de interés de los préstamos de la FEEF para contribuir a apuntalar la sostenibilidad fiscal. Más allá de 2013, el mecanismo de estabilidad europea permanente propuesto constituye un marco sólido y ordenado para brindar asistencia a los miembros de la zona del euro, con una condicionalidad estricta para mantener la disciplina. Sería útil contar con cierta flexibilidad adicional en estos instrumentos, para poder abordar de manera más directa la interdependencia de los sistemas bancarios nacionales y los riesgos soberanos.

Más allá de las medidas de gestión de crisis, la crisis ha puesto de relieve la necesidad de mejorar la coordinación de políticas en la UE sobre temas fiscales y estructurales. La responsabilidad compartida por las cargas fiscales debe ir de la mano de una responsabilidad compartida en materia de políticas fiscales. A tal efecto, las autoridades acordaron en

marzo fortalecer los marcos fiscales, reforzando el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, fijando normas mínimas para los marcos nacionales y estrechando la coordinación con el Semestre Europeo. También se necesita mejorar la supervisión de los cuellos de botella estructurales, la competitividad y los desequilibrios para resolver desequilibrios macroeconómicos. En este sentido, el Pacto por el Euro Plus y el futuro procedimiento sobre la posición de desequilibrio excesivo constituyen herramientas de coordinación auspiciosas, pero habrá que definir y realizar reformas concretas sin más demora. Asimismo, debería reforzarse la obligatoriedad del proceso de supervisión estableciendo sanciones y garantizando que no pase demasiado tiempo entre el diagnóstico y la adopción de medidas de política.

Otra lección que dejó la crisis es la necesidad de un enfoque integrado, de alcance paneuropeo, para la supervisión, la regulación y la gestión y resolución de crisis. Los problemas del sector financiero de un país determinado pueden propagarse rápidamente a toda la región, y las lagunas en materia de supervisión y regulación pueden tener importantes efectos de contagio. De ahí que se necesite con urgencia un mayor grado de responsabilidad y rendición de cuentas a nivel conjunto en lo que respecta a la estabilidad financiera de Europa. Esto puede lograrse integrando el enfoque de gestión y resolución de crisis, así como la supervisión, lo que permitiría llegar a algún consenso para compartir las cargas. Se están adoptando algunas medidas en esa dirección con la creación del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y el establecimiento de las Autoridades Europeas de Supervisión. Pero el éxito de estos nuevos organismos dependerá de que cuenten con recursos adecuados, tengan buenos mecanismos de recolección e intercambio de información y coordinen sus actividades en forma focalizada. Lo que es más importante, el avance hacia un marco europeo integrado de estabilidad financiera en general ha sido excesivamente lento, especialmente si se tiene en cuenta su importancia para lograr un mercado eficiente y estable de servicios financieros que distribuya los riesgos entre los países y promueva el crecimiento económico de Europa.

En muchos sentidos, la Unión Europea y la zona del euro se encuentran en una encrucijada. El euro sigue gozando de un fuerte respaldo popular, a

pesar de las tensiones creadas por el riesgo soberano compartido. Pero a menos que las economías den un enorme salto hacia un enfoque más integrado de la política fiscal y asuman la responsabilidad conjunta de la estabilidad financiera, el concepto de reparto de la carga podría gozar de mucho menos respaldo en crisis futuras. De adoptarse, sin embargo, esas medidas pueden rendir los importantes beneficios que supone compartir el riesgo a través de un mercado financiero genuinamente integrado y mejor supervisado y regulado.

En la Comunidad de Estados Independientes continúa una recuperación moderada

La recuperación de la CEI sigue su curso a un ritmo sostenido (gráfico 2.7). Tras haber sufrido un colapso durante la crisis, la actividad real en la región se mantiene sustancialmente por debajo de su nivel potencial, a pesar de las marcadas diferencias entre las diversas economías.

La recuperación se sustenta en varios factores. El aumento de los precios de las materias primas está impulsando al alza la producción y el empleo en las economías de la región que las exportan. Asimismo, el repunte de la actividad real en Rusia beneficia a otras economías de la CEI a través del comercio, las remesas y la inversión. Además, continúa la normalización gradual de los flujos de intercambio comercial y de capital hacia la región. No obstante, la fuerte dependencia del financiamiento externo y la persistencia de vulnerabilidades en el sector bancario retrasan el crecimiento en varias economías de la región.

En este contexto, se proyecta que la actividad real de la CEI aumentará 5% en 2011 y 4¾% en 2012, acercándose tan solo gradualmente a su nivel potencial. Dentro de la región, sin embargo, las perspectivas de crecimiento difieren sustancialmente (gráfico 2.8; cuadro 2.3):

- En Rusia, se proyecta que el crecimiento repuntará moderadamente a 4¾% en 2011 y 4½% en 2012 y que la brecha del producto se reducirá solo de manera gradual. La demanda del sector privado probablemente se mantendrá deprimida, dado que los préstamos en mora existentes en el sistema bancario restringen el crédito y el crecimiento del consumo.

- Entre otros exportadores de energía, las economías cuyo sector financiero tiene menos vinculaciones externas seguirán siendo las de mejor desempeño. En particular, se prevé que Turkmenistán se beneficiará de los altos precios del gas y se ubicará entre los países con mejores resultados de la región, al crecer 9% en 2011. También se proyecta que el crecimiento seguirá siendo alto en Uzbekistán, a una tasa del 7% en 2011, respaldado por la fortaleza de la demanda interna, la inversión pública y las exportaciones de materias primas (como el oro y el algodón).
- En el caso de los importadores de energía en su conjunto, se prevé que el crecimiento será de 5¼% en 2011 y 5% en 2012, dado que algunas de estas economías (por ejemplo, Armenia y Moldova) se benefician del repunte de las remesas procedentes de Rusia y otros países (por ejemplo, Ucrania) a que ha dado lugar el restablecimiento de la estabilidad financiera.

Pese al grado considerable de capacidad económica ociosa, la inflación está en alza en toda la región,

propulsada principalmente por el aumento de los precios de los alimentos. Las condiciones meteorológicas desfavorables imperantes en 2010 redujeron el rendimiento de los cultivos de cereales y contribuyeron a alzas abruptas de precios. Los alimentos representan una gran proporción de la canasta de inflación de precios al consumidor de la región (entre 30% y 50%; gráfico 2.8), por lo cual se espera que su encarecimiento eleve sustancialmente el nivel general de inflación. Dada la limitada credibilidad que concitan los marcos de política monetaria de la región, este proceso probablemente generalizará las presiones sobre los salarios y la inflación subyacente.

Los riesgos para las perspectivas de la región están en general equilibrados. Para la mayoría de las economías de la CEI, las perspectivas de crecimiento siguen dependiendo en gran medida de la velocidad de la recuperación de Rusia, que podría seguir un curso sorpresivo en un sentido o en el otro. El encarecimiento de las materias primas representa un riesgo al alza para el crecimiento de las economías de la región

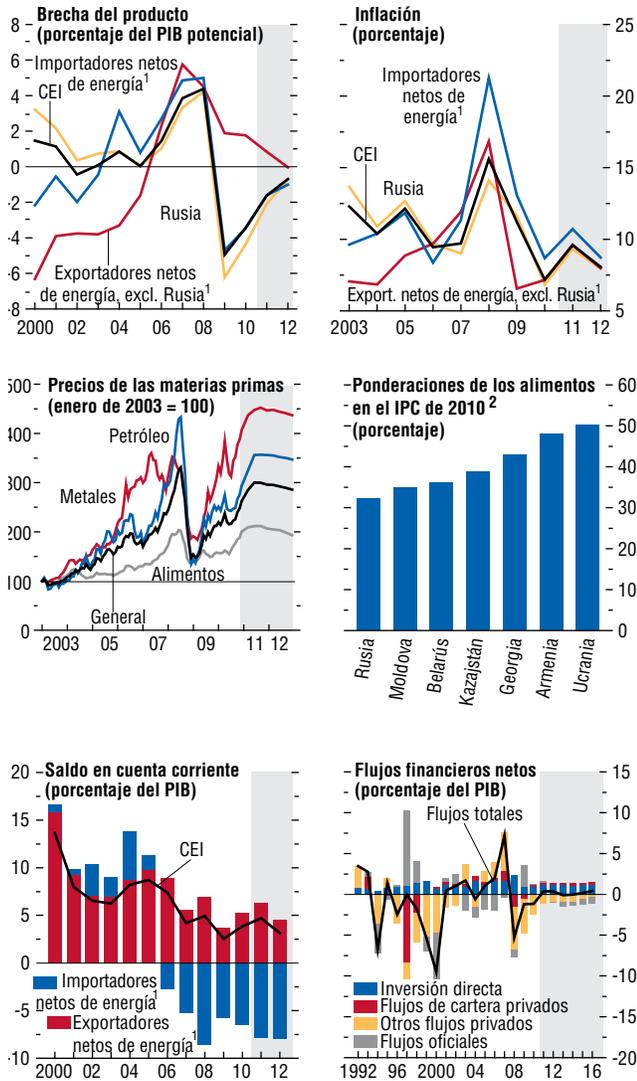
Gráfico 2.7. Comunidad de Estados Independientes: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante Real GDP Growth during 2011–12
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: Incluye Georgia y Mongolia.

Gráfico 2.8. Comunidad de Estados Independientes: Una recuperación moderada en curso

La recuperación continúa a un ritmo sostenido. Tras haberse desplomado durante la crisis, la actividad real de la región de la CEI permanece sustancialmente por debajo de su nivel potencial, pese a las marcadas diferencias entre las economías. La inflación está en alza, impulsada por el aumento de precios de los alimentos, que componen una gran proporción de la canasta de consumo de la región.



Fuentes: Haver Analytics; Sistema de Precios de Productos Primarios del FMI, 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.

²Los datos correspondientes a Belarús se refieren a 2008; IPC: índice de precios al consumidor.

que las exportan, mientras que una mayor aversión mundial al riesgo o una menor demanda externa en las economías avanzadas presentan riesgos a la baja para el crecimiento.

El principal riesgo de política para la región tiene que ver con la necesidad de que las políticas macroeconómicas y financieras adoptadas con ocasión de la crisis sean retiradas de manera tal que brinden suficiente respaldo a una recuperación aún incompleta, pero sin comprometer la estabilidad de precios.

- En el frente financiero, la tarea principal en materia de políticas consiste en resolver las vulnerabilidades que subsisten. Los considerables riesgos de la banca en Rusia, por ejemplo, exigen reforzar los requisitos de suficiencia de capital, aumentar las facultades de los órganos de supervisión e implementar leyes sobre la supervisión consolidada y el crédito a prestatarios relacionados. En varias economías (Kazajstán, la República Kirguisa, Tayikistán), la prioridad máxima es la adopción de estrategias amplias y transparentes para el tratamiento de los préstamos en mora existentes en el sector bancario.
- Como la mayoría de las economías de la región operan con vínculos cambiarios o con regímenes cambiarios sumamente administrados, solo existe un margen de acción limitado para responder a los shocks mediante la política monetaria. En este contexto, el aumento de la flexibilidad del tipo de cambio en Rusia es un hecho positivo, dado que reduce el margen para un conflicto entre el tipo de cambio y la inflación y desalienta los flujos de capital con fines especulativos. Dados los aumentos sostenidos de los precios de los bienes no alimentarios y las desfavorables perspectivas inflacionarias, un aumento de la tasa de interés de política monetaria contribuiría a evitar una espiral precios-salarios.
- En el terreno fiscal, los retos específicos para las políticas varían entre los distintos países. En Rusia, después del importante estímulo fiscal (en torno al 9% del PIB) implementado durante la crisis, la tarea principal consiste en definir un plan más ambicioso, creíble y favorable al crecimiento, para la consolidación a mediano plazo. En Kazajstán, cuya política fiscal sigue sosteniendo la recuperación, debe garantizarse la eficiencia del gasto

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	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
Comunidad de Estados Independientes (CEI)⁴	4,6	5,0	4,7	7,2	9,6	8,1	3,8	4,7	3,2	...	...	...
Rusia	4,0	4,8	4,5	6,9	9,3	8,0	4,9	5,6	3,9	7,5	7,3	7,1
Ucrania	4,2	4,5	4,9	9,4	9,2	8,3	-1,9	-3,6	-3,8	8,1	7,8	7,2
Kazajistán	7,0	5,9	5,6	7,4	9,1	6,4	2,5	5,8	4,2	5,8	5,7	5,6
Belarús	7,6	6,8	4,8	7,7	12,9	9,7	-15,5	-15,7	-15,2	0,7	0,7	0,7
Azerbaiyán	5,0	2,8	2,5	5,7	10,3	7,5	27,7	28,4	24,2	6,0	6,0	6,0
Turkmenistán	9,2	9,0	6,4	4,4	6,1	7,3	-11,4	-4,7	-3,9	...	...	...
Mongolia	6,1	9,8	7,1	10,2	16,4	16,0	-15,2	-13,3	-14,0	3,3	3,0	3,0
Países de bajo ingreso de la CEI	6,0	5,0	4,8	7,4	11,4	9,2	11,0	13,1	10,3	...	...	...
Uzbekistán	8,5	7,0	7,0	9,4	11,6	12,3	6,7	10,0	6,7	0,2	0,2	0,2
Georgia	6,4	5,5	4,8	7,1	12,6	7,9	-9,8	-13,0	-12,0	16,8	16,7	16,5
Armenia	2,6	4,6	4,3	8,2	9,3	5,5	-13,7	-12,4	-11,3	7,0	7,0	7,0
Tayikistán	6,5	5,8	5,0	6,5	13,9	9,7	2,2	-4,1	-7,2	...	...	...
República Kirguisa	-1,4	5,0	6,0	7,8	18,8	9,3	-7,4	-6,7	-7,8	5,8	5,6	5,5
Moldova	6,9	4,5	4,8	7,4	7,5	6,3	-10,9	-11,1	-11,2	7,4	6,5	6,0
<i>Partidas informativas</i>												
Exportadores netos de energía ⁵	4,4	5,0	4,6	6,9	9,4	8,0	5,3	6,3	4,5	...	...	...
Importadores netos de energía ⁶	5,1	5,3	4,9	8,7	10,7	8,7	-6,5	-7,9	-8,0	...	...	...

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, Kazajistán, Rusia, Turkmenistán y Uzbekistán.

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

público. En diversas economías (por ejemplo, Armenia, Georgia, la República Kirguisa) donde la proporción de los alimentos en la canasta de consumo es alta, cualquier aumento de precios castigará más a los hogares pobres. De ahí que sea necesario focalizar mejor el apoyo estatal en los hogares de bajo ingreso.

En Asia continúa el rápido crecimiento

En la mayoría de las economías de Asia sigue en curso una recuperación generalizada, que se sustenta en un sólido desempeño de las exportaciones, una pujante demanda interna privada y, en algunos casos, un rápido crecimiento del crédito. Si bien el crecimiento se ha moderado, pasando de máximos cíclicos a tasas más sostenibles, Asia sigue dejando atrás otras regiones (gráfico 2.9; cuadro 2.4). Con la clara excepción de

Japón, las brechas del producto en gran parte de la región se han cerrado o se están cerrando rápidamente, la inflación está en alza y el sobrecalentamiento se está convirtiendo en un motivo de preocupación. Al mismo tiempo, no se ha avanzado mucho en el reequilibrio externo en las economías emergentes de Asia.

En una serie de países comienzan a materializarse indicios de sobrecalentamiento. Como resultado del alto ritmo de crecimiento, algunas economías de la región están ahora operando a su nivel potencial o lo han superado (gráfico 2.10). El crecimiento del crédito se acelera en algunas economías (India, Indonesia y la RAE de Hong Kong), y se mantiene alto en China. La mayor parte del aumento del nivel general de inflación registrado en los últimos meses se debió a un alza abrupta del precio de los alimentos, pero la inflación subyacente también ha venido aumentando en una serie de economías, muy especialmente en

India. Por otra parte, en algunos países los precios de los bienes raíces han venido subiendo a tasas de dos dígitos. El temor a que las presiones inflacionarias puedan inducir a las autoridades a endurecer sus políticas antes de lo previsto puede haber contribuido a las caídas recientes de los mercados de acciones y de bonos.

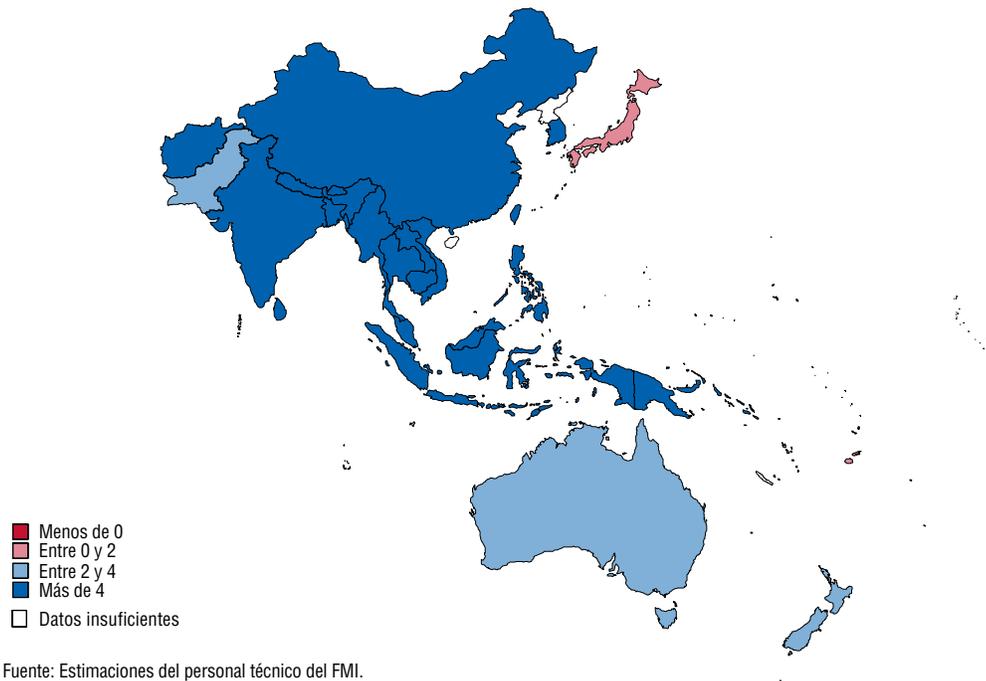
En este contexto, se proyecta que Asia seguirá creciendo con rapidez este año y el siguiente. Se espera que el crecimiento de las exportaciones se moderará respecto del veloz ritmo registrado el año pasado, pero seguirá siendo robusto, dado que una mayor participación de mercado y la intensificación del comercio intrarregional compensarán en parte la debilidad de la demanda final de las economías avanzadas. Asia probablemente siga recibiendo entradas de capital, impulsadas por factores tanto cíclicos como estructurales. El crecimiento autónomo del consumo privado se mantendría pujante, sustentado por las valoraciones todavía elevadas de los activos y las mejores condiciones del mercado laboral.

- Después de crecer 10¼% en 2010, se prevé que China seguirá registrando un robusto crecimiento de 9½% este año y el próximo, impulsado cada

vez más por la demanda privada, en lugar de la pública. El consumo estará apuntalado por una rápida expansión del crédito, condiciones favorables del mercado laboral y la continuidad de las medidas de política orientadas a elevar el ingreso disponible de los hogares.

- Se espera que el crecimiento de India se moderará, pero por encima de la tendencia; se proyecta que el PIB crecerá a una tasa de 8¼% en 2011 y de 7¾% en 2012. La infraestructura seguirá siendo un factor fundamental de aporte al crecimiento, y se espera que la inversión empresarial se acelerará a medida que se empiecen a notar las restricciones de capacidad y al mantenerse favorables las condiciones de financiamiento.
- Después de alcanzar un ritmo muy rápido el año pasado, se espera que el crecimiento de las economías recientemente industrializadas (ERI) de Asia se moderará hasta alcanzar una tasa más sostenible del 5% en 2011, que concuerda más o menos con el nivel potencial. Aunque la deceleración refleja el fin del ciclo de existencias, las exportaciones y el consumo privado seguirán siendo importantes factores impulsores del crecimiento.

Gráfico 2.9. Asia: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12
(Porcentaje)



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	6,7	6,8	4,3	4,7	3,4	3,3	3,1	3,1	...	...	...
Economías avanzadas de Asia	5,3	2,8	3,1	0,8	1,8	1,5	3,4	2,8	2,4	4,8	4,5	4,3
Japón	3,9	1,4	2,1	-0,7	0,2	0,2	3,6	2,3	2,3	5,1	4,9	4,7
Australia	2,7	3,0	3,5	2,8	3,0	3,0	-2,6	-0,4	-2,1	5,2	5,0	4,8
Nueva Zelanda	1,5	0,9	4,1	2,3	4,1	2,7	-2,2	-0,2	-4,4	6,5	6,7	6,2
Economías asiáticas recientemente industrializadas	8,4	4,9	4,5	2,3	3,8	2,9	7,1	6,3	6,0	4,1	3,6	3,6
Corea	6,1	4,5	4,2	3,0	4,5	3,0	2,8	1,1	1,0	3,7	3,3	3,3
Taiwan, provincia china de	10,8	5,4	5,2	1,0	2,0	2,0	9,4	11,6	10,9	5,2	4,6	4,5
Hong Kong, RAE de	6,8	5,4	4,2	2,4	5,8	4,4	6,6	5,2	5,5	4,3	3,6	3,8
Singapur	14,5	5,2	4,4	2,8	3,3	3,0	22,2	20,4	19,0	2,2	2,2	2,2
Economías en desarrollo de Asia	9,5	8,4	8,4	6,0	6,0	4,2	3,3	3,3	3,6	...	...	...
China	10,3	9,6	9,5	3,3	5,0	2,5	5,2	5,7	6,3	4,1	4,0	4,0
India	10,4	8,2	7,8	13,2	7,5	6,9	-3,2	-3,7	-3,8	...	...	...
ASEAN-5	6,9	5,4	5,7	4,4	6,1	4,7	3,5	2,7	2,2	...	...	...
Indonesia	6,1	6,2	6,5	5,1	7,1	5,9	0,9	0,9	0,4	7,1	6,7	6,5
Tailandia	7,8	4,0	4,5	3,3	4,0	3,4	4,6	2,7	1,9	1,0	1,2	1,2
Malasia	7,2	5,5	5,2	1,7	2,8	2,5	11,8	11,4	10,8	3,3	3,2	3,1
Filipinas	7,3	5,0	5,0	3,8	4,9	4,3	4,5	2,9	2,8	7,2	7,2	7,2
Vietnam	6,8	6,3	6,8	9,2	13,5	6,7	-3,8	-4,0	-3,9	5,0	5,0	5,0
Otras economías en desarrollo de Asia⁴	5,7	4,7	5,2	9,1	10,9	9,6	-0,6	-1,3	-1,8	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia ⁵	9,4	7,9	7,9	5,5	5,7	4,0	3,9	3,8	4,0	...	...	...

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.

⁴Las otras economías en desarrollo de Asia comprenden Bangladesh, Bhután, Brunei Darussalam, Camboya, Islas Salomón, Kiribati, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papua Nueva Guinea, la República Democrática Popular Lao, la República de Fiji, la República Islámica del Afganistán, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu y Vanuatu.

⁵Las economías emergentes de Asia comprenden todas las economías en desarrollo de Asia y las economías asiáticas recientemente industrializadas.

- Se proyecta que las economías de ASEAN-5⁵ registrarán una expansión del 5½% en 2011 y del 5¾% en 2012. A la cabeza de estos países se ubicará Indonesia, donde el fuerte nivel de consumo y una recuperación de la inversión elevarán la tasa de crecimiento a 6¼% este año y 6½% en 2012.
- El crecimiento de Japón, a una tasa de 4%, fue en 2010 uno de los más rápidos entre las economías avanzadas, impulsado por un considerable estímulo fiscal y un repunte de las exportaciones. Sin embargo, la incertidumbre en torno al futuro provocada por el terremoto de Tohoku es aguda. Las estimaciones oficiales del daño a la masa de capital rondan el 3% al 5% del PIB, alrededor del

doble del terremoto de Kobe de 1995. Pero esa cifra no tiene en cuenta los efectos de la posible escasez de energía y los riesgos que continúan rodeando a la crisis de la planta nuclear Fukushima Daiichi. Suponiendo que la escasez energética y la crisis nuclear se resuelvan en unos pocos meses, el crecimiento disminuiría a 1½% en 2011 y luego se recuperaría hasta llegar a 2% en 2012⁶.

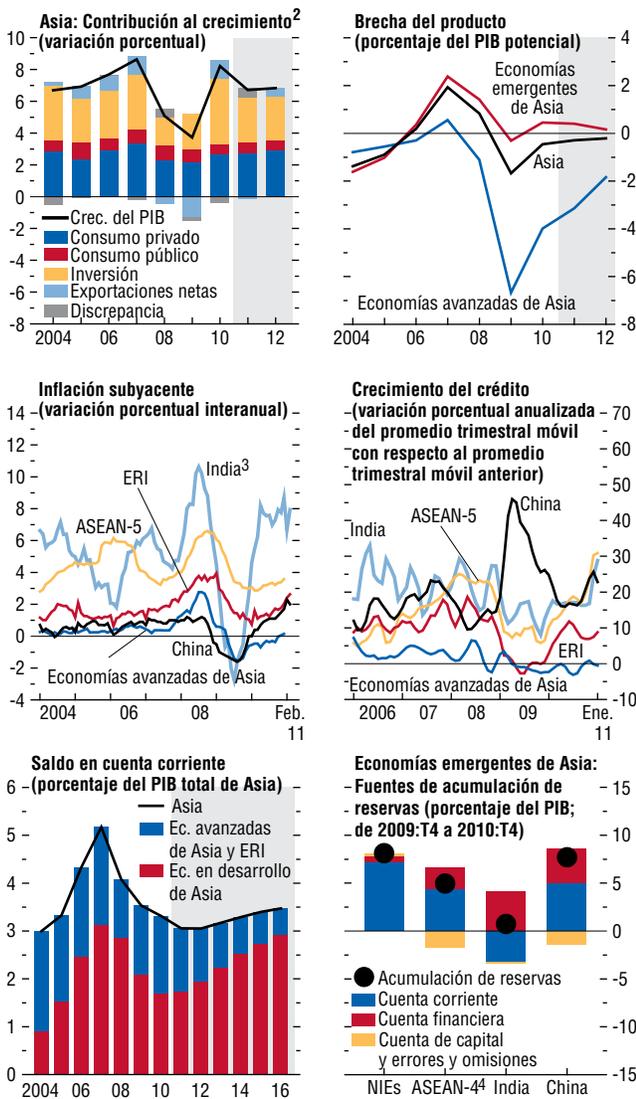
- En Australia, se prevé que las inundaciones en regiones mineras y agrícolas críticas reducirán el crecimiento a comienzos de 2011, pero a lo largo del año esa merma será compensada por una mayor inversión privada en el sector de la minería y un aumento de las exportaciones de materias

⁵La Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN, por sus siglas en inglés) está integrada por Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

⁶En la edición de abril de 2011 del informe *GFSR* se analizan las implicaciones de los acontecimientos recientes ocurridos en Japón para la estabilidad financiera.

Gráfico 2.10. Asia: Todavía a la cabeza¹

Asia sigue a la vanguardia de otras regiones, fortalecida por la capacidad de resistencia de las exportaciones y una fuerte demanda interna. En algunas economías emergentes de Asia, las brechas del producto se han cerrado, la inflación subyacente está en alza y el crédito crece con rapidez. Los superávits en cuenta corriente persistentemente altos todavía dominan las entradas de capital, pero muchos países siguen resistiendo la apreciación de su moneda.



Fuentes: Base de datos CEIC Asia; Haver Analytics; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Economías avanzadas de Asia: Australia, Japón y Nueva Zelanda; economías recientemente industrializadas de Asia (ERI): Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur; economías en desarrollo de Asia: resto de Asia; ASEAN-5: Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam; economías emergentes de Asia: economías en desarrollo de Asia y ERI. 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.

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

³Índice de precios mayoristas, excluidos alimentos y energía.

⁴ASEAN-4: ASEAN-5, excluido Vietnam.

primas; se proyecta que el PIB crecerá 3% este año y 3½% en 2012. En Nueva Zelandia, los terremotos recientes desacelerarán la actividad este año, y se proyecta que el PIB crecerá 1% en 2011 y, gracias a la reconstrucción, 4% en 2012.

En vista de que el crecimiento es rápido y continuado, el producto está ahora cerca de alcanzar su nivel potencial y las condiciones monetarias son aún acomodaticias, se prevé que la inflación seguirá subiendo en gran parte de las economías en desarrollo de Asia este año. Más que en ninguna otra economía, la presión inflacionaria es evidente en India, donde a pesar de cierta moderación la inflación es ahora más generalizada y se mantendría elevada, promediando 7½% este año. En otras economías en desarrollo de Asia, la inflación es más baja pero igualmente está en alza. En China, las presiones de precios que comenzaron en una estrecha variedad de productos alimenticios se han extendido a otros rubros, como la vivienda, y se proyecta que la inflación alcanzará 5% este año. En otras economías en desarrollo de la región comienzan a evidenciarse patrones similares de una inflación que se acelera y se generaliza; para las economías en desarrollo de Asia consideradas en su conjunto, se proyecta que la inflación será de 6% este año. En marcado contraste con ello, en Japón sigue registrándose una leve deflación, y las expectativas de inflación no han mejorado sustancialmente.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la región son tanto internos como externos. Pese a un aumento sustancial del comercio intrarregional, dos tercios de la demanda final de exportaciones asiáticas todavía provienen del exterior de la región, y un resurgimiento de la turbulencia en la zona del euro afectaría a Asia primordialmente a través de los vínculos comerciales. Otro riesgo externo es un aumento mayor que el esperado de los precios del petróleo y de las materias primas. En cuanto a los riesgos provenientes del interior de Asia, si las políticas acomodaticias no se ajustan suficientemente a las incipientes presiones de sobrecalentamiento, el crecimiento a corto plazo podría dar sorpresas al alza. Pero eso podría sembrar las semillas de un aterrizaje brusco más adelante. En particular, una desaceleración abrupta de la actividad económica de China, quizá tras un ciclo de auge y colapso del crédito y de las propiedades, afectaría negativamente a toda la región. Esa dinámica de auge y colapso es también una posi-

bilidad en otras economías emergentes de Asia, como algunas de las ERI (la RAE de Hong Kong y Singapur).

Aunque el superávit externo de Asia se ha contraído sustancialmente, pasando de un máximo de 5¼% del PIB regional en 2007 a alrededor de 3¼% en 2010, no se espera que esa contracción continúe. A medida que la demanda externa se recupere y se retire el estímulo fiscal, se proyecta que los superávits externos de la región se ampliarán nuevamente en los próximos años; la mayor parte del superávit corresponde a las economías en desarrollo de Asia en general y a China en particular, especialmente a mediano plazo (véase el gráfico 2.10). De hecho, los avances para lograr un reequilibramiento han sido escasos; los superávits proyectados para la región son ahora mayores que los previstos en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*, tanto a corto como a mediano plazo. Los saldos en cuenta corriente de las economías en desarrollo de Asia son sustancialmente más altos que lo que cabría inferir de los fundamentos macroeconómicos, en vista del nivel relativamente bajo de ingreso per cápita que tiene la región, sus mayores tasas esperadas de crecimiento y su población relativamente joven.

El principal desafío para las autoridades de Asia es normalizar rápidamente la orientación de las políticas fiscales y monetarias de la región e impedir que se descontrole la situación actual, que tiene características de auge. La política monetaria sigue siendo acomodaticia en términos generales, aunque muchas economías han tomado medidas orientadas a la normalización. El endurecimiento que los mercados prevén en algunas economías no es suficiente para impedir que aumente la inflación. Además de un endurecimiento más rápido de las tasas de política monetaria, un componente importante del ajuste será una mayor flexibilidad cambiaria. La principal respuesta al resurgimiento de la afluencia de capitales extranjeros en Asia ha sido una continuada acumulación de reservas. Permitir la apreciación del tipo de cambio ante las entradas de flujos de capital sería más conveniente para normalizar la orientación de las políticas. Además, es preciso reforzar las medidas prudenciales y de supervisión para despejar los temores acerca del deterioro de la calidad crediticia, que a menudo acompañan los auges de crédito y de precios de los activos. En China, por ejemplo, crece la preocupación por que la gestión de los agregados

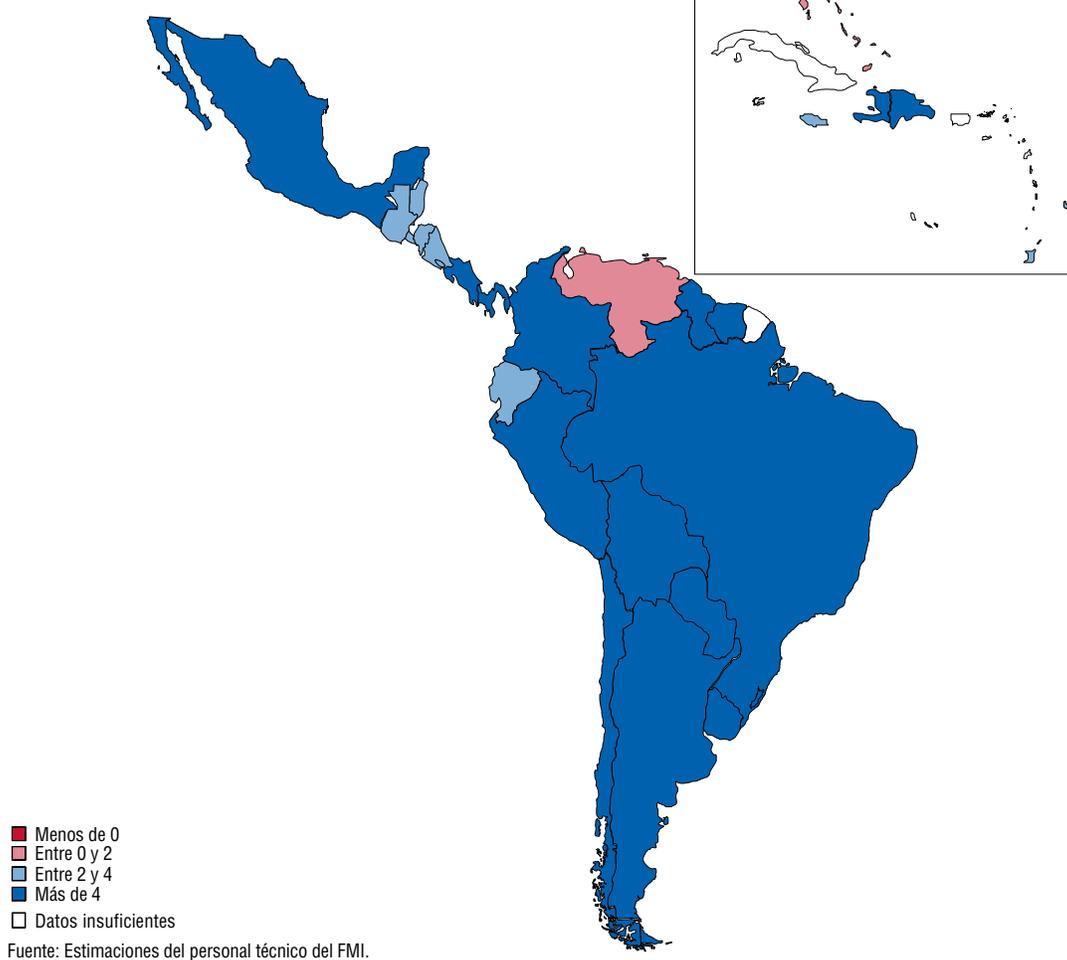
crediticios, utilizada para ejercer control macroeconómico, esté siendo socavada por la innovación financiera de los bancos y sus actividades fuera del balance.

Se prevé que la política fiscal será menos propicia al crecimiento este año que el año pasado, pero también se prevé que el estímulo se retirará lentamente, dada la rapidez con que ha venido creciendo la región. Una eliminación más rápida del estímulo fiscal les brindaría a los gobiernos margen para hacer frente a shocks adversos en el futuro. Una política fiscal anticíclica también contribuiría a proteger la demanda interna del efecto de la afluencia de capitales. En Japón, la reciente rebaja de la calificación de la deuda soberana ha puesto de relieve la importancia de contar con un plan de ajuste fiscal más creíble. Una vez que esté más clara la magnitud de los daños causados por el terremoto y que se ponga en marcha la reconstrucción, las autoridades necesitarán una estrategia fiscal más creíble que reduzca el coeficiente de deuda pública a mediano plazo y al mismo tiempo aborde la necesidad de incrementar el gasto en reconstrucción.

Administrar las entradas de capital es otro reto importante para las políticas en el caso de Asia. Para las economías de la región que siguen registrando un gran superávit en cuenta corriente pero cuya respuesta a la afluencia de capitales ha sido una constante acumulación de reservas, está claro que la política que se necesita es la flexibilización del tipo de cambio. La apreciación de la moneda no solo permitiría encarar las dificultades de gestión de liquidez, sino que también reduciría las expectativas de una futura apreciación fuerte y repentina, aminorando las entradas de capital especulativo. Un marco de normas prudenciales más sólido también contribuiría a reducir las vulnerabilidades que pueden provocar las entradas de capital de gran magnitud y potencialmente volátiles.

Aunque la reanudación de las entradas de capital ha sido el centro de la atención en los últimos meses, esos flujos resultan aún muy pequeños comparados con los grandes superávits en cuenta corriente de la región. También en este aspecto es esencial considerar la referida necesidad de mayor flexibilidad cambiaria. La apreciación contribuiría a estimular la demanda interna y permitiría desplazar recursos del sector de los bienes transables al de los bienes no transables, facilitando el tan necesario desarrollo del sector de los servicios en algunas de las economías de la región.

Gráfico 2.11. América Latina y el Caribe: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12
(Porcentaje)



Pero la política cambiaría debe estar complementada con reformas estructurales. Las economías en las cuales la inversión privada está rezagada, como las de ASEAN-5, se beneficiarán de medidas que promuevan la infraestructura y mejoren el clima de negocios. Por otra parte, las reformas ininterrumpidas para estimular el consumo en economías como China —y los esfuerzos por ampliar la cobertura de las pensiones y los servicios de salud y desarrollar el sector financiero— también serán ingredientes claves de un programa integral de reequilibramiento⁷.

⁷ Véase, por ejemplo, Baldacci *et al.* (2010).

América Latina ante una coyuntura dinámica

La región de América Latina y el Caribe ha soportado bien la recesión mundial y ahora debe enfrentar los retos que plantean dos fuertes vientos a favor: los altos precios de las materias primas y la fuerte afluencia de capitales. Para algunas de las economías más grandes, el pronóstico de referencia apunta a una moderación del rápido crecimiento de 2010 y a un nivel del producto más acorde con el potencial, pero el sobrecalentamiento es un riesgo significativo (gráfico 2.11). En otras economías de crecimiento más lento, que no lograron salir tan rápidamente de la

recesión mundial, hay indicios de que el producto se está acercando a su potencial.

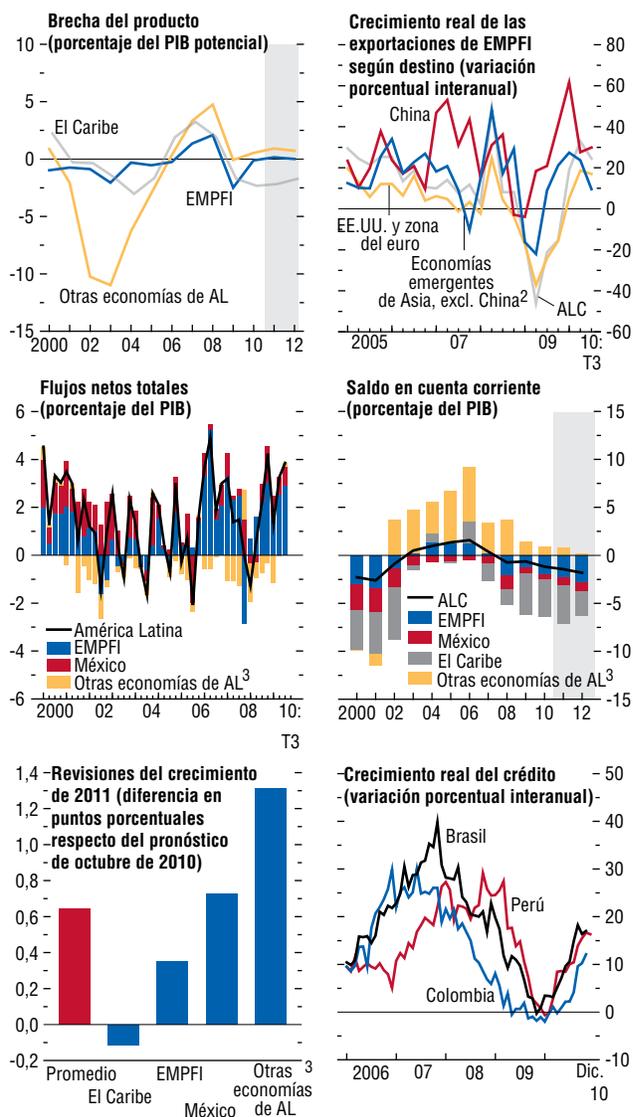
La actividad real se incrementó alrededor de 6% el año pasado, después de contraerse 1¾% en 2009. La robusta demanda proveniente de China y los altos precios de las materias primas siguen sustentando esa fortaleza (gráfico 2.12). Recientemente, repuntaron también las exportaciones a otros destinos. Esta situación ha estimulado fuertes entradas de capital y generado déficits en cuenta corriente moderados. A pesar del respaldo que los precios de las materias primas representan para las cuentas corrientes, sin embargo, los déficits se están ampliando y se prevé que seguirán creciendo como resultado de una vigorosa demanda interna. Las condiciones en general pujantes guardan relación con el alza de la inflación en América del Sur y América Central. México, por otra parte, no enfrenta presiones de sobrecalentamiento en este momento (véase el gráfico 1.15).

Para la región se proyecta un crecimiento promedio de 4¾% en 2011 y 4¼% en 2012 (cuadro 2.5). La tasa de crecimiento de 2011 es ¾ de punto porcentual más alta que la pronosticada en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* (véase el gráfico 2.12). La razón principal de esta revisión es la mayor confianza en la fortaleza de la recuperación mundial y las mejores perspectivas para los precios de las materias primas. Como en el caso de cualquier otra región, sin embargo, las experiencias difieren.

- Las perspectivas para los exportadores de materias primas son en general positivas. En el grupo de exportadores de materias primas financieramente integrados (EMPMI) (Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay), se proyecta un crecimiento de 4¾% este año. No obstante, hay indicios de un posible sobrecalentamiento, y la afluencia de capitales ha generado tensiones para la política económica. Por ejemplo, el crecimiento del crédito real en Brasil y Colombia está aumentando 10%–20% por año según los últimos datos (véase el gráfico 2.12). Además, en Brasil el crédito per cápita aproximadamente se duplicó en los últimos cinco años.
- Las perspectivas para México siguen estando estrechamente vinculadas a las de Estados Unidos. En concordancia con la modesta mejora de las perspectivas de la economía estadounidense, ahora se proyecta que en 2011 la actividad real se incrementará 4½%,

Gráfico 2.12. América Latina y el Caribe: ¿Ícaro o Dédalo?¹

Las perspectivas para América Latina siguen mejorando, gracias a la demanda de materias primas proveniente de China y a los fuertes flujos de capital. Esas dos fuerzas, sin embargo, deben ser manejadas con cautela para evitar que generen un sobrecalentamiento.



Fuentes: Base de datos CEIC EMED; Haver Analytics; FMI, *Balance of Payments Statistics*; FMI, *Direction of Trade Statistics*; fuentes nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹El Caribe: Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Haití, Jamaica, la República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Suriname, y Trinidad y Tabago; exportadores de materias primas financieramente integrados (EMPMI): Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay; otras economías de AL: Argentina, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Venezuela; ALC: el Caribe, EMPFI, otras economías de AL y México. 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.
²Economías emergentes de Asia: Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia y Vietnam.
³Otras economías de AL excluye Honduras, Nicaragua y Panamá debido a limitaciones de datos.

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	3,1	2,9	3,0	1,9	2,3	1,8	-3,0	-3,1	-2,7	...	...	...
Estados Unidos	2,8	2,8	2,9	1,6	2,2	1,6	-3,2	-3,2	-2,8	9,6	8,5	7,8
Canadá	3,1	2,8	2,6	1,8	2,2	1,9	-3,1	-2,8	-2,6	8,0	7,6	7,3
México	5,5	4,6	4,0	4,2	3,6	3,1	-0,5	-0,9	-1,1	5,4	4,5	3,9
América del Sur	6,5	4,8	4,2	6,7	7,8	7,1	-1,1	-1,3	-1,8	...	...	...
Brasil	7,5	4,5	4,1	5,0	6,3	4,8	-2,3	-2,6	-3,0	6,7	6,7	6,7
Argentina ⁴	9,2	6,0	4,6	10,5	10,2	11,5	0,9	0,1	-0,5	7,7	9,0	8,5
Colombia	4,3	4,6	4,5	2,3	3,6	2,8	-3,1	-2,1	-2,2	11,8	11,5	11,0
Venezuela	-1,9	1,8	1,6	28,2	29,8	31,3	4,9	7,0	6,3	8,6	8,1	8,6
Perú	8,8	7,5	5,8	1,5	2,7	3,2	-1,5	-2,1	-2,8	8,0	7,5	7,5
Chile	5,3	5,9	4,9	1,5	3,6	3,2	1,9	0,5	-1,3	8,3	7,2	7,2
Ecuador	3,2	3,2	2,8	3,6	3,5	3,2	-4,4	-4,0	-4,0	7,6	7,3	7,5
Uruguay	8,5	5,0	4,2	6,7	7,2	6,0	0,5	-1,0	-1,6	7,0	6,9	6,8
Bolivia	4,2	4,5	4,5	2,5	10,4	5,4	4,8	3,8	4,4	...	...	...
Paraguay	15,3	5,6	4,5	4,7	9,6	9,0	-3,2	-4,1	-3,7	6,1	5,9	5,5
América Central⁵	3,6	4,0	4,3	3,9	5,5	5,3	-5,1	-6,4	-6,6	...	...	...
El Caribe⁶	3,4	4,2	4,5	7,1	7,2	5,9	-3,9	-4,0	-2,5	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
América Latina y el Caribe ⁷	6,1	4,7	4,2	6,0	6,7	6,0	-1,2	-1,4	-1,8	...	...	...

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.

⁴Las estimaciones de analistas privados indican que la inflación de precios al consumidor ha sido considerablemente más alta que las estimaciones oficiales desde 2007 en adelante. Las autoridades argentinas han anunciado que están elaborando un índice de precios al consumidor (IPC) nacional para reemplazar al IPC del Gran Buenos Aires actualmente en uso. A solicitud de las autoridades, el FMI está brindando asistencia técnica en ese sentido. Los analistas privados también opinan que el crecimiento del PIB real fue significativamente inferior a lo indicado en las estimaciones oficiales en 2008 y 2009, aunque la discrepancia entre las estimaciones privadas y oficiales del crecimiento del PIB real disminuyó en 2010.

⁵América Central comprende Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

⁶El Caribe comprende Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Haití, Jamaica, la República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Suriname y Trinidad y Tabago.

⁷Incluye México y las economías del Caribe, América Central y América del Sur.

alrededor de $\frac{3}{4}$ de punto porcentual más que en la proyección de octubre.

- En América Central —y en Panamá en particular—, la recuperación se está fortaleciendo gracias a la demanda externa y casi se han cerrado las brechas del producto. También ha contribuido la recuperación de los flujos de remesas. Se prevé que estas tendencias continuarán.
- Las perspectivas para los países del Caribe han mejorado en consonancia con la recuperación mundial. Para 2011 se pronostica ahora un crecimiento de $4\frac{1}{4}\%$. Gran parte de esta evolución, sin embargo, refleja el sólido desempeño de la República Dominicana y la reconstrucción de Haití tras el terremoto; si se excluyen estos países,

el crecimiento previsto del Caribe es de $2\frac{1}{4}\%$. No obstante, dadas las restricciones que imponen a las políticas los altos niveles de deuda pública, las perspectivas de estos países siguen estando estrechamente ligadas a los acontecimientos externos.

Hay riesgos para esta proyección en ambos sentidos. A corto plazo, los fuertes precios de exportación de las materias primas y los flujos de capital presentan riesgos al alza para el crecimiento. Pero estas dos condiciones favorables también podrían desencadenar auges de demanda y de crédito en diversas economías de ALC que, de no ser controlados, podrían desembocar finalmente en un colapso. Este patrón —en el cual un riesgo al alza a corto plazo conduce a un riesgo a la baja a mediano plazo— está reforzado por

las vinculaciones internas y externas de la región. Debido a la importancia sistémica de Brasil para la región, muchos países vecinos se están beneficiando de su fuerte crecimiento. Una abrupta desaceleración de la actividad económica de Brasil tendría, por el contrario, efectos adversos para la región. Otro riesgo es que un aterrizaje brusco de la economía china provoque una aguda caída de los precios de exportación de las materias primas de la región, deprimiendo las perspectivas de crecimiento. Si un alza repentina de los precios del petróleo enfriara el crecimiento mundial, podría causar una caída de las exportaciones de las materias primas de la región. Por último, el recrudescimiento de la aversión mundial al riesgo o el alza inesperadamente rápida de las tasas de interés de Estados Unidos podrían provocar un marcado cambio de dirección de los flujos de capital, aunque la experiencia durante la reciente turbulencia en la periferia de la zona del euro lleva a pensar que esos trastornos probablemente no serían insuperables.

Las políticas macroeconómicas de la región no deberían quedarse a la zaga de los acontecimientos, en vista del riesgo de sobrecalentamiento. En los países cuyas monedas no están sometidas a una importante presión al alza por la fuerte afluencia de capitales y cuya política monetaria es todavía expansiva, las tasas de política monetaria deberían avanzar con mayor rapidez hacia niveles más neutrales. No obstante, la atención debería centrarse en las políticas fiscales, especialmente en vista de la tendencia histórica en toda la región a adoptar políticas procíclicas. En las EMPFI, esta necesidad surge de la presión que generan fuertes flujos de capital, tipos de cambio ya elevados y tasas de política monetaria que son más altas que en otras economías. Es importante reducir la carga de la deuda y recobrar un margen de acción para la movilidad fiscal en otras economías. Debe permitirse que el tipo de cambio siga actuando como un amortiguador ante la presión que genera el hecho de que las condiciones económicas de la región hayan evolucionado mejor que las condiciones económicas de las economías avanzadas, principalmente gracias a la mejora de los términos de intercambio producida por los altos precios de exportación de las materias primas.

Las políticas macroprudenciales deben centrarse en mantener y reforzar la capacidad de resistencia de

estas economías ante los problemas que podrían plantear la aceleración del crédito interno y los significativos flujos de capital. Esto es más imperativo en las EMPFI, pero las mejoras también beneficiarán a otras economías de la región. Al igual que las políticas macroeconómicas, esas mejoras deben implementarse con miras al futuro, a fin de evitar potenciales excesos de crecimiento del crédito y una afluencia de capitales sostenida. Si bien una serie de países de la región han abordado esta cuestión en forma bastante activa, recientemente mediante la introducción de medidas prudenciales (véase el gráfico 1.15), todavía queda más por hacer. Las políticas deben garantizar que los flujos de capital vayan dirigidos al financiamiento a más largo plazo y que la exposición de los balances se maneje activa y prudentemente.

En muchos países de África, el crecimiento ha vuelto a las tasas anteriores a la crisis

África subsahariana se ha recuperado bien de la crisis financiera mundial (gráfico 2.13), y su tasa de expansión coloca hoy a la región en segundo lugar detrás de las economías en desarrollo de Asia. Las brechas del producto de muchas de economías están comenzando a cerrarse, aunque Sudáfrica es una clara excepción.

La región creció rápidamente el año pasado. El crecimiento de la demanda interna se mantuvo robusto, el comercio y los precios de las materias primas tuvieron un repunte y las políticas macroeconómicas siguieron siendo acomodaticias (gráfico 2.14). La mejora de los términos de intercambio sustenta los saldos externos de la región, y ha continuado la reorientación gradual de las exportaciones hacia las regiones que crecen más rápidamente, como Asia.

En este contexto, se proyecta que la actividad real de África subsahariana se incrementará 5½% este año y 6% el año próximo. Dentro de la región, sin embargo, las perspectivas difieren considerablemente.

- A la cabeza se ubican los países de bajo ingreso, que, según se proyecta, crecerán a una tasa del 6% este año (cuadro 2.6). Ghana —que, tras una sustancial revisión al alza de sus cuentas nacionales, es ahora el tercer país de bajo ingreso más grande de la región— crecería 13¾% este año, al comenzar la producción de petróleo en el yacimiento Jubilee y mantenerse vigoroso el crecimiento del sector no

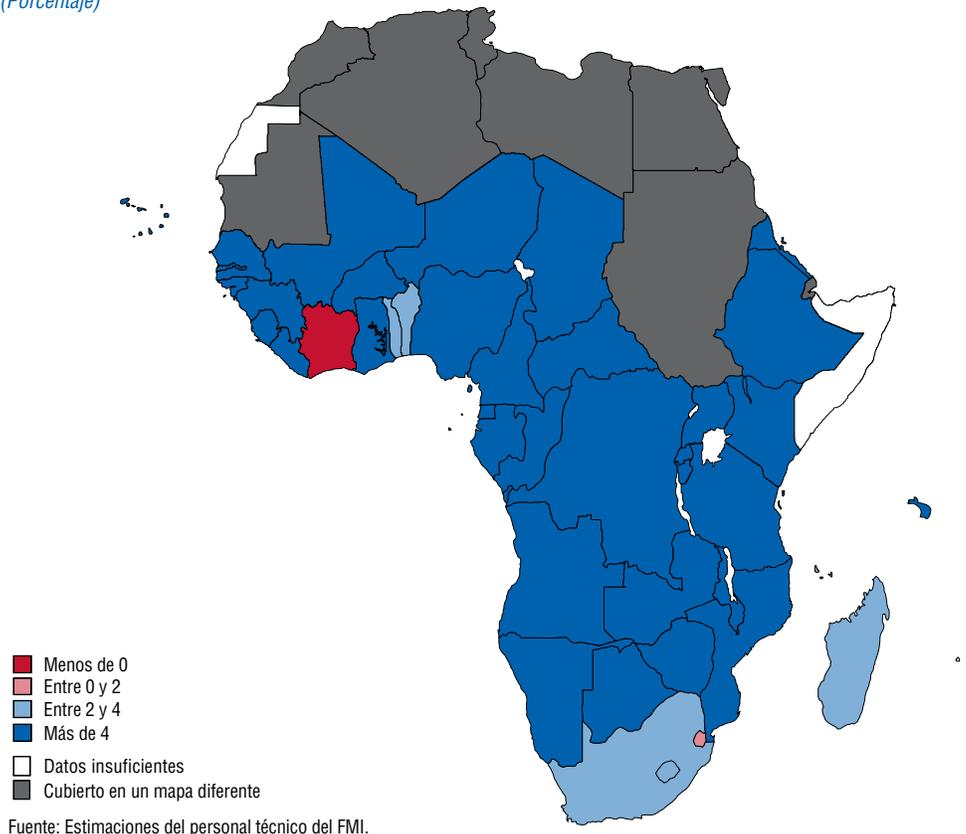
petrolero. También se espera que en otros países de bajo ingreso, como Kenya y Etiopía, la recuperación seguirá siendo fuerte este año, sustentada por la inversión en infraestructura y la mejora de la producción agrícola.

- El incremento esperado de los precios del petróleo en 2011 contribuirá a sostener la recuperación en los países de la región que lo exportan. Después del marcado repunte de la producción petrolera de Nigeria el año pasado, se prevé que el producto petrolero se estabilizará este año, y la economía habrá de crecer 7%. La mayoría de los demás exportadores de petróleo tienen previsto aprovechar la pujanza de los mercados petroleros mundiales como una oportunidad de recuperar superávit fiscal y recomponer reservas, pero la política fiscal nigeriana continúa siendo procíclica, debido a que no se sigue la regla fiscal que vincula el gasto a los precios promedio a largo plazo del petróleo.

- En marcado contraste con el robusto crecimiento de la mayor parte de la región, la recuperación sería relativamente débil en Sudáfrica, la economía regional más grande. Aunque su brecha del producto ya es considerable, se prevé que Sudáfrica crecerá solo 3½% en 2011, una tasa insuficiente para revertir las sustanciales pérdidas de empleo de los últimos dos años. Estas perspectivas reflejan principalmente la falta de una demanda interna fuerte, ya que la inversión privada está frenada por el exceso de capacidad.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la región continúan inclinados a la baja. A pesar de la creciente importancia de Asia, Europa sigue siendo un socio comercial mucho mayor para las economías de la región que no son exportadoras de petróleo. Una desaceleración en Europa afectaría particularmente a los exportadores de manufacturas, como Sudáfrica. Además, un aumento mayor que el esperado de los precios de los combustibles y los

Gráfico 2.13. África subsahariana: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12
(Porcentaje)



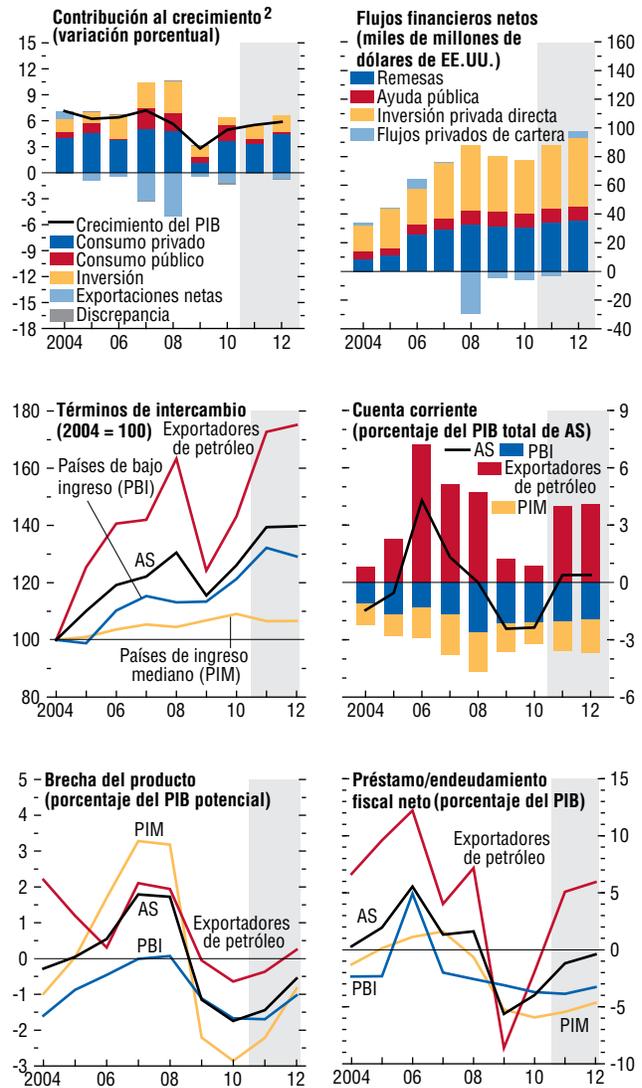
alimentos podría afectar negativamente a muchas de las economías que son importadoras de petróleo. Esto podría tener importantes costos sociales y fiscales en los países de bajo ingreso. Otro factor de riesgo es la política. En algunas economías, como Côte d'Ivoire, las tensiones políticas ya han deprimido las perspectivas de crecimiento para 2011. Pero más allá de eso, 2011 se perfila como un año de mucha actividad política —hay hasta 17 elecciones nacionales programadas— y en algunos países la inestabilidad política podría ser un obstáculo.

Ante la reducción de las brechas del producto, junto con el incipiente reavivamiento de las presiones inflacionarias por el alza de precios de las materias primas, las políticas que sustentan la demanda ya no resultan apropiadas, excepto en un puñado de economías. La política fiscal debe por lo tanto centrarse en las prioridades a mediano plazo, mientras que en el ámbito monetario es preciso mantener una actitud cada vez más alerta frente a las perspectivas de inflación.

- El uso activo de una política fiscal anticíclica para sostener el producto durante la crisis ha dejado un legado de déficits fiscales más amplios en toda la región. Al acercarse ahora el crecimiento de muchas economías al nivel potencial, las consideraciones relativas al financiamiento y a la sostenibilidad de la deuda a mediano plazo apuntan mayormente a la necesidad de replantear la trayectoria a mediano plazo de los gastos e ingresos públicos. Al mismo tiempo, es necesario recomponer las reservas fiscales y encontrar el margen fiscal requerido para atender prioridades, como el gasto en salud, educación e infraestructura. Dichos ajustes ya están en curso, por ejemplo, en Sudáfrica. En Nigeria, en cambio, donde el crecimiento es mucho más fuerte, la situación fiscal se ha debilitado y se demora la consolidación fiscal; si se ancla la política fiscal mediante una regla estricta basada en los ingresos petroleros, se podría mantener una orientación fiscal anticíclica.
- El encarecimiento de los alimentos probablemente afecte en particular a la población pobre de las zonas urbanas, dada la alta proporción que representa la alimentación en su canasta de consumo. En consecuencia, los gobiernos tendrán que considerar la creación de redes de protección

Gráfico 2.14. África subsahariana: Regreso al crecimiento previo a la crisis¹

El crecimiento de la mayoría de las economías, particularmente los países de bajo ingreso, ha vuelto a las tasas previas a la crisis. Han contribuido a esa recuperación la fuerte demanda interna, flujos financieros estables y una mejora de los términos de intercambio generada por los altos precios de las materias primas, que también han mejorado el saldo externo de la región. Al cerrarse las brechas del producto, la política fiscal debe mantenerse anticíclica.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Los agregados correspondientes a la economía externa son sumatorias de los datos individuales de los países. Los agregados de los términos de intercambio se ponderan según la participación del país en el comercio del grupo. Los demás agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.

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

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	5,0	5,5	5,9	7,5	7,8	7,3	-2,4	0,4	0,4	...	...	...
Exportadores de petróleo	6,5	6,9	7,0	12,4	10,8	9,4	2,6	10,9	11,1	...	...	...
Nigeria	8,4	6,9	6,6	13,7	11,1	9,5	6,4	14,6	13,3	4,5	4,5	4,5
Angola	1,6	7,8	10,5	14,5	14,6	12,4	-1,8	6,2	9,5	...	...	...
Guinea Ecuatorial	-0,8	7,2	4,0	7,5	7,3	7,0	-23,8	-10,2	-9,0	...	...	...
Gabón	5,7	5,6	3,3	0,6	2,3	3,4	11,8	17,0	15,3	...	...	...
República del Congo	9,1	7,8	4,7	5,0	5,9	5,2	2,7	12,5	16,0	...	...	...
Chad	5,1	4,1	6,0	1,0	3,0	3,0	-21,3	-8,0	-6,1	...	...	...
Economías de mediano ingreso	3,1	3,7	4,0	4,4	5,2	5,8	-3,1	-4,5	-5,1	...	...	...
Sudáfrica	2,8	3,5	3,8	4,3	4,9	5,8	-2,8	-4,4	-5,1	24,8	24,4	23,7
Botswana	8,6	6,0	6,6	6,9	7,8	7,0	-2,5	-2,4	-0,0	...	...	...
Mauricio	4,0	4,1	4,2	2,9	7,4	4,6	-9,5	-11,6	-9,6	7,5	7,8	7,9
Namibia	4,4	4,8	4,5	4,5	5,9	5,6	-1,1	-0,9	-3,3	...	...	...
Swazilandia	2,0	0,5	1,5	4,5	7,9	6,1	-20,6	-16,0	-12,9	25,0	25,0	25,0
Cabo Verde	5,4	5,5	6,8	2,1	4,4	5,4	-11,8	-18,0	-15,7	...	...	...
Economías de bajo ingreso⁴	5,3	5,9	6,5	6,2	7,5	6,8	-7,0	-7,1	-6,7	...	...	...
Etiopía	8,0	8,5	8,0	2,8	12,9	11,2	-4,3	-8,1	-8,1	...	...	...
Kenya	5,0	5,7	6,5	3,9	7,2	5,0	-7,9	-9,3	-7,9	...	...	...
Ghana	5,7	13,7	7,3	10,7	8,7	8,7	-7,2	-6,8	-5,2	...	...	...
Tanzanía	6,5	6,4	6,6	10,5	6,3	7,0	-8,6	-9,5	-10,7	...	...	...
Camerún	3,0	3,5	4,5	1,3	3,0	2,5	-3,9	-3,1	-3,0	...	...	...
Uganda	5,2	6,0	6,5	9,4	6,1	11,0	-9,9	-10,6	-9,2	...	...	...
Côte d'Ivoire ⁵	2,6	-7,5	6,0	1,4	5,0	2,5	3,9	...	...	...	...	...

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye Benin, Burkina Faso, Burundi, Comoras, 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 Zimbabue.

⁵No se incluyen las proyecciones de la cuenta corriente debido a la incertidumbre de la situación política.

social focalizadas, otra razón más para ampliar el margen de maniobra fiscal. Al mismo tiempo, las autoridades deben mantenerse alerta frente a las presiones inflacionarias generadas por los crecientes precios de las materias primas, especialmente ante la limitada capacidad ociosa existente en muchas economías. En el caso de Sudáfrica y diversos países de ingreso mediano cuyo producto se mantiene muy por debajo del potencial, sin embargo, será conveniente continuar con una política monetaria acomodaticia.

Por último, es preciso seguir prestando atención a otros aspectos en materia de políticas. Se necesita emprender un seguimiento más intensivo y una regulación más sólida del sector financiero, así como continuar las mejoras del clima de negocios. La

adopción de mecanismos robustos de financiamiento público también facilitaría una mejor planificación y control del gasto público, incluida la inversión en infraestructura.

En Oriente Medio y Norte de África, la recuperación enfrenta un contexto incierto

La región de Oriente Medio y Norte de África (OMNA) soportó la crisis mundial relativamente bien, y si bien ahora experimenta un proceso de recuperación, el crecimiento económico varía ampliamente según el país. La propagación del descontento social, el aumento de las primas de riesgo soberano y los elevados precios de importación de las materias primas limitarán las perspectivas de crecimiento en varias de estas economías.

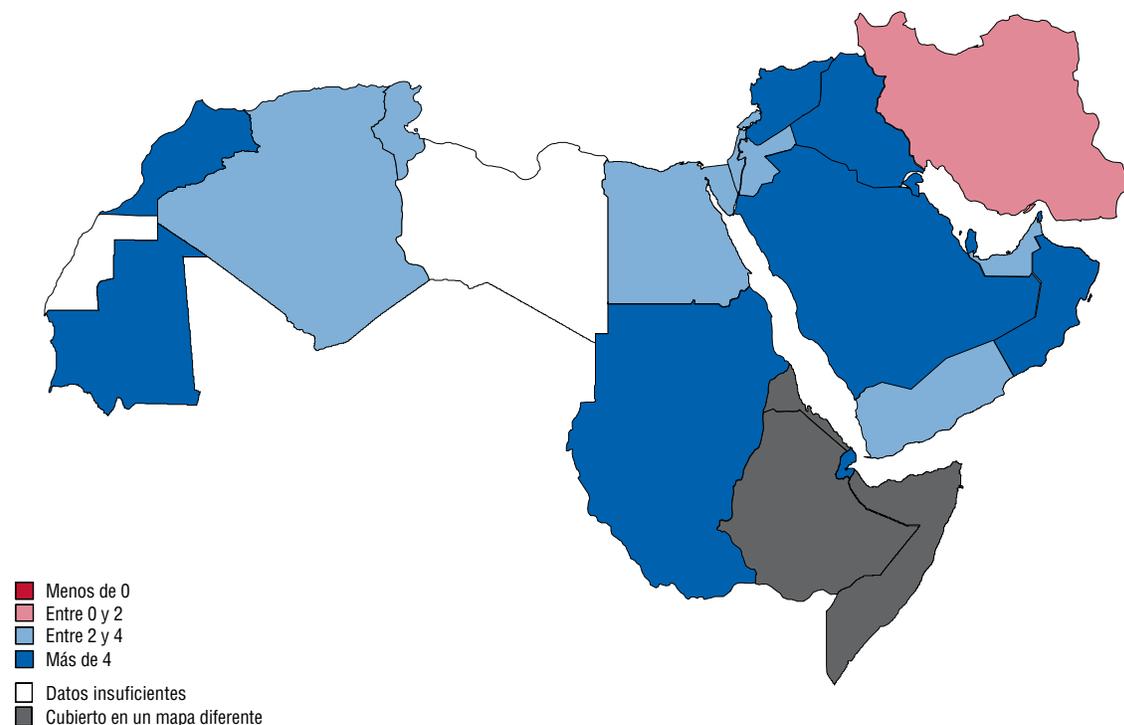
Aunque las perspectivas económicas de la región son bastante diversas, el proceso de revaloración de riesgos que hoy se está produciendo en toda la región empuja al alza los costos de endeudamiento.

El aumento de los precios de las materias primas y la demanda externa están impulsando la producción y las exportaciones en muchas economías de la región. Además, los programas de gasto público siguen promoviendo la recuperación en muchas economías exportadoras de petróleo. Al mismo tiempo, las tensiones políticas, el alto desempleo y el alza de los precios de los alimentos están provocando descontento social en una serie de países, lo cual probablemente limitará su crecimiento a corto plazo.

Tomando en cuenta estos factores, se proyecta que el PIB de la región de OMNA crecerá a una tasa de 4% en 2011, para luego avanzar a alrededor de 4¼% en 2012. Al igual que en otras regiones, las perspectivas de recuperación varían sustancialmente entre las diversas economías (gráfico 2.15; cuadro 2.7).

- En el grupo de exportadores de petróleo, se espera que el crecimiento aumente a 5% este año. El país de mejor desempeño es Qatar, donde se proyecta que la actividad real se incrementará 20% en 2011, a partir de una continuada expansión de la producción de gas natural y un importante gasto en inversiones. En Arabia Saudita, se prevé que el PIB crecerá en torno al 7½% este año, sustentado por una considerable inversión pública en infraestructura. En la República Islámica del Irán, se prevé que en 2011 el crecimiento se frenará temporalmente al irse eliminando paulatinamente los subsidios a la energía y otros productos, una reforma muy necesaria, que arrojará beneficios a mediano plazo. El trastorno de la producción petrolera libia significa que, en vista de las limitaciones de la capacidad fuera de la OPEP, la producción de otros proveedores de la OPEP aumentará en 2011.
- En el grupo de importadores de petróleo, el crecimiento del PIB de Egipto caerá significativamente

Gráfico 2.15. Oriente Medio y Norte de África: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: No se incluyen proyecciones para Libia debido a la incertidumbre de la situación política.

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	3,8	4,1	4,2	6,9	10,0	7,3	6,5	12,7	11,2	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	3,5	4,9	4,1	6,7	10,6	7,1	9,2	16,9	15,0	...	...	...
República Islámica del Irán	1,0	-0,0	3,0	12,5	22,5	12,5	6,0	11,7	10,4	...	...	...
Arabia Saudita	3,7	7,5	3,0	5,4	6,0	5,5	8,7	19,8	13,8	10,5	...	...
Argelia	3,3	3,6	3,2	4,3	5,0	4,3	9,4	17,8	17,4	10,0	9,8	9,5
Emiratos Árabes Unidos	3,2	3,3	3,8	0,9	4,5	3,0	7,7	10,4	10,5	...	...	...
Qatar	16,3	20,0	7,1	-2,4	4,2	4,1	18,7	36,1	34,0	...	...	...
Kuwait	2,0	5,3	5,1	4,1	6,1	2,7	31,8	39,4	39,4	1,6	1,6	1,6
Iraq	0,8	9,6	12,6	5,1	5,0	5,0	-6,2	-3,2	-0,7	...	...	...
Sudán	5,1	4,7	5,6	13,0	9,0	7,0	-8,5	-5,5	-6,6	13,7	12,6	11,4
Importadores de petróleo⁵	4,5	1,9	4,5	7,6	8,1	8,0	-3,8	-5,2	-4,5	...	...	...
Egipto	5,1	1,0	4,0	11,7	11,5	12,0	-2,0	-2,7	-2,3	9,2	9,2	9,1
Marruecos	3,2	3,9	4,6	1,0	2,9	2,9	-4,2	-5,7	-4,1	9,0	8,9	8,7
República Árabe Siria	3,2	3,0	5,1	4,4	6,0	5,0	-4,4	-4,6	-4,8	8,4	...	...
Túnez	3,7	1,3	5,6	4,4	4,0	3,3	-4,8	-7,8	-5,8	13,0	14,7	14,4
Líbano	7,5	2,5	5,0	4,5	6,5	3,0	-10,2	-12,9	-12,8	...	...	...
Jordania	3,1	3,3	3,9	5,0	6,1	5,6	-5,4	-8,5	-8,7	12,5	12,5	12,5
<i>Partidas informativas</i>												
Israel	4,6	3,8	3,8	2,7	3,0	2,5	3,1	3,3	3,1	6,7	5,5	5,0
Magreb ⁶	3,5	3,3	4,1	3,2	4,2	3,7	5,3	7,2	7,6	...	...	...
Mashreq ⁷	5,0	1,5	4,2	9,6	10,0	9,8	-3,6	-4,7	-4,4	...	...	...

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 Bahrein, Libia, Omán y la República de Yemen. Excluye Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

⁵Incluye Djibouti y Mauritania.

⁶El Magreb comprende Argelia, Libia, Mauritania, Marruecos y Túnez. Excluye Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

⁷El Mashreq comprende Egipto, Jordania, Líbano y la República Árabe Siria.

por debajo del 5½% registrado en el segundo semestre de 2010. En esta proyección se supone que la turbulencia política restringirá moderadamente la actividad económica: los trastornos del turismo, los flujos de capital y los mercados financieros serán temporales, según las proyecciones. En Túnez, se proyecta que el crecimiento declinará a 1¼% en 2011, dado que la disminución prevista del turismo y la inversión extranjera directa dañará a otros sectores de la economía.

Al igual que en otras regiones, la inflación está en alza en la región de OMNA, porque el avance de los precios de las materias primas hace subir el nivel general de inflación (gráfico 2.16). Para la región en su conjunto, se proyecta que la inflación de precios al consumidor aumentará a alrededor de 10% en 2011, un proceso encabezado por la República Islámica del

Irán, que está recortando sustancialmente los subsidios a los combustibles.

Los principales riesgos para estas perspectivas son a la baja. Según la duración e intensidad de la turbulencia política y social, sus efectos internos podrían ser mayores de lo actualmente esperado, particularmente si una inestabilidad sostenida se propaga a otros países de la región. Los mercados financieros no han quedado inmunes, y los diferenciales de los bonos y *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor (*credit default swaps*) ya se han ampliado en toda la región. De persistir, esta evolución de los mercados financieros podría traducirse en costos más altos de financiamiento para los gobiernos y las empresas. Asimismo, una recuperación más lenta de lo esperado de las economías avanzadas afectaría negativamente a los ingresos por

exportaciones, los saldos fiscal y externo, y el crecimiento de la región.

En cuanto al sector externo, se prevé que los superávits en cuenta corriente de la región de OMNA aumentarán nuevamente al avanzar la recuperación, impulsados en parte por los elevados precios de las exportaciones de energía. Se proyecta ahora que el superávit global en cuenta corriente regional, que disminuyó de 15% del PIB en 2008 a 2¼% en 2009, se elevará a más de 12% del PIB en 2011.

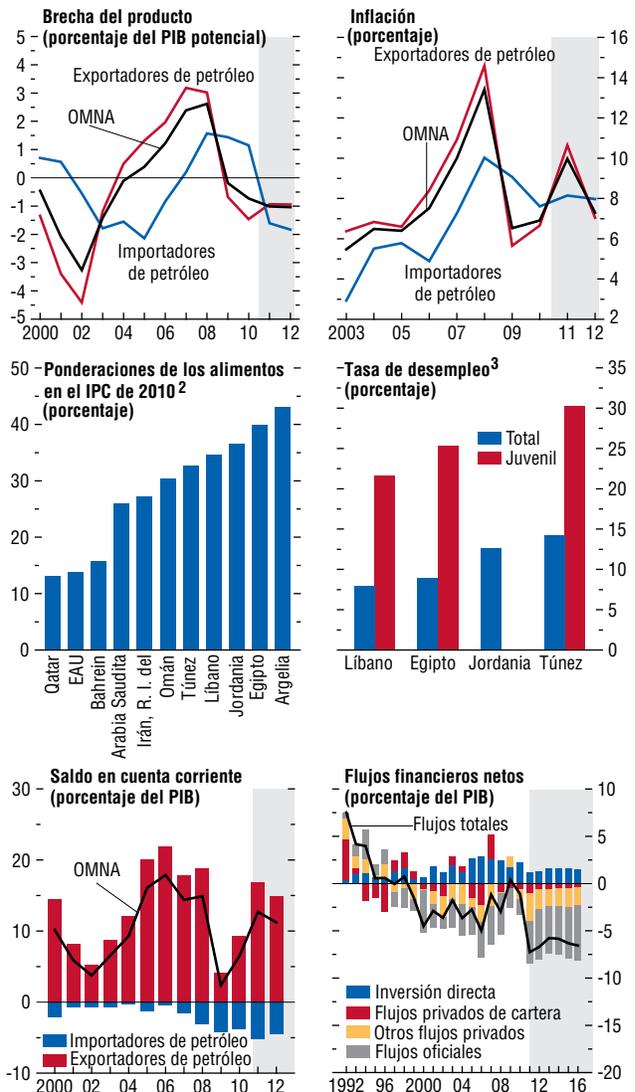
Los principales desafíos que enfrenta la región en materia de políticas son sobrecogedores. Para los importadores de petróleo, la prioridad principal es elevar el crecimiento y solucionar un desempleo crónicamente alto, especialmente entre la población joven. Para los exportadores de petróleo, el objetivo central debería ser fortalecer o desarrollar los sistemas financieros y promover la diversificación económica. Los recientes aumentos del gasto público en los sectores no relacionados con la energía deberían contribuir a diversificar la actividad hacia esos sectores y a reequilibrar el crecimiento regional.

La política fiscal ha cumplido un papel fundamental en amortiguar el impacto de la crisis mundial en la región y sustentar su recuperación. Los programas de inversión pública, especialmente en infraestructura, seguirán fomentando la demanda interna a corto plazo en muchas de las economías exportadoras de petróleo. Los altos niveles de deuda, sin embargo, restringen el margen de maniobra fiscal en las economías importadoras de petróleo. No obstante, para proteger a su población de la escalada de los precios de las materias primas, recientemente muchas economías han incrementado los subsidios a los alimentos y los combustibles (Jordania, Kuwait y Túnez), han aumentado las transferencias sociales (Sudán, la República Árabe Siria, la República del Yemen y Túnez), han ampliado el empleo o los sueldos en la administración pública (Arabia Saudita, Egipto, Jordania, la República del Yemen y Sudán) y han introducido un régimen de transferencias directas en efectivo (Bahrein, Kuwait).

En la mayoría de las economías de OMNA, el desempleo crónicamente elevado, especialmente entre los jóvenes y la población con estudios, es un reto de larga data que ahora debe encararse con urgencia. El hecho de que el desempleo se haya mantenido alto durante tanto

Gráfico 2.16. Oriente Medio y Norte de África: Continúa la recuperación en un contexto incierto¹

Tras haber soportado la crisis mundial relativamente bien, la región está ahora en un proceso de recuperación. La actividad económica se encuentra todavía por debajo de su potencial, pero se está aproximando a ese nivel. El alto desempleo, el creciente malestar social y el alza de los precios de los alimentos están deprimiendo las perspectivas de crecimiento, especialmente en las economías importadoras de petróleo. Se prevé que el superávit en cuenta corriente de las economías exportadoras de petróleo aumente nuevamente al continuar la recuperación.



Fuentes: Haver Analytics; Organización Internacional del Trabajo; Sistema de Precios de Productos Primarios del FMI; fuentes nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹ Exportadores 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, Libano, 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.
² Los datos correspondientes a Argelia, los Emiratos Árabes Unidos y Túnez se refieren a 2009. Los datos correspondientes a Arabia Saudita se refieren a 2008. Los datos correspondientes a Libano se refieren a 2007. IPC: índice de precios al consumidor.
³ Desempleo juvenil: de 15 a 24 años de edad. No hay datos disponibles sobre el desempleo juvenil de Jordania.

tiempo indica que el problema es en gran medida estructural, originado en la disparidad de destrezas y competencias, la rigidez del mercado laboral y los altos salarios de reserva. Para lograr una solución duradera al problema del desempleo de la región se requerirá una combinación de crecimiento económico permanentemente más alto e inclusivo, así como reformas para mejorar la capacidad de respuesta de los mercados de trabajo⁸.

Con respecto al sector financiero, las prioridades varían según las distintas economías. Para aquellas con mayor desarrollo financiero que integran el Consejo de Cooperación del Golfo, la tarea clave es restablecer

⁸ Véanse las ediciones de octubre de 2010 y de mayo de 2011 de *Regional Economic Outlook*, del FMI, dedicadas a Oriente Medio y Asia central.

las reservas de capital y de liquidez agotadas durante la crisis y mejorar los regímenes de regulación y supervisión en consonancia con los esfuerzos acometidos a nivel mundial. Con ello se reactivará el crédito, deprimido en parte porque los balances de los bancos y las empresas siguen aún debilitados después de destacados fracasos empresariales (en Arabia Saudita, Dubai y Kuwait, por ejemplo). Para otras economías de la región, el desafío principal es impedir que aumenten los préstamos en mora en los países donde hay malestar, estimular el desarrollo financiero eliminando las barreras de entrada y salida y, en algunos casos, reducir el grado de propiedad estatal de entidades del sistema bancario. Otra prioridad es resolver el gran número de préstamos en mora en diversas economías.

Recuadro 2.1. Corrección de los desequilibrios externos en la periferia de la Unión Europea

La Gran Recesión obligó a hacer un doloroso ajuste de los desequilibrios externos en la periferia de la Unión Europea. Los déficits en cuenta corriente aumentaron drásticamente en los años previos a la crisis, con un rápido crecimiento del crédito y la demanda interna y fuertes aumentos de los costos unitarios de la mano de obra en comparación con la zona del euro. Para 2007, el déficit en cuenta corriente alcanzó como promedio 10,0% del PIB en España, Grecia, Irlanda y Portugal y 17,7% del PIB en las economías bálticas de Estonia, Letonia y Lituania. Como el tipo de cambio nominal es fijo, estas economías han tenido que corregir los grandes desequilibrios mediante una contracción de la demanda y un menor crecimiento de la inflación y los salarios en relación con los niveles registrados por sus socios comerciales, proceso al que se designa como una devaluación interna. Para ilustrar cómo se está produciendo ese proceso, en este recuadro se compara la experiencia de los países bálticos con la de las restantes economías y se analizan algunos de los retos que tienen por delante.

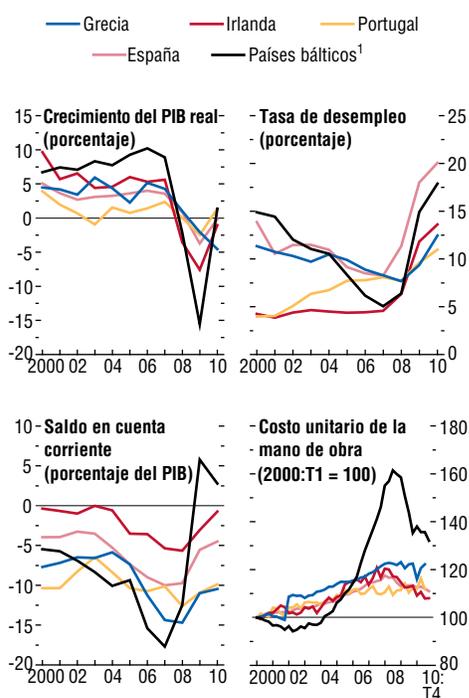
Estonia, Letonia y Lituania

Estas economías bálticas han eliminado su déficit en cuenta corriente, pero la contracción de la actividad económica ha sido inusualmente grande. El PIB se contrajo en promedio un 15,5% en 2009, y la tasa de desempleo creció 12,8 puntos porcentuales durante 2007–10. En términos de ajuste externo, la cuenta corriente de estas economías pasó de tener un déficit promedio igual al 17,7% del PIB en 2007 a un superávit que en promedio alcanzó el 5,8% del PIB en 2009, cifra que puede ser superior al nivel a largo plazo. De hecho, el superávit en cuenta corriente sufrió cierta disminución en 2010, y ahora el desafío es sustentar las mejoras recientes de la competitividad para respaldar el crecimiento de los sectores productivos. Los costos unitarios de la mano de obra también cayeron con fuerza en relación con los niveles de la zona del euro, alrededor de 18,1% respecto de su nivel máximo. Las marcadas alzas del desempleo, así como la flexibilidad del mercado

laboral de estas economías y los importantes recortes de los salarios tanto en el sector público como en el privado aceleraron la devaluación interna y la recuperación de la competitividad.

La profunda recesión significó que el ajuste se produjera inicialmente a través de una contracción de las importaciones, pero posteriormente las exportaciones contribuyeron al reequilibramiento. En 2009, el coeficiente importaciones/PIB cayó en promedio 14,6 puntos porcentuales. En 2010, las importaciones repuntaron, y las exportaciones crecieron por encima de su nivel de 2007, posiblemente como reflejo de la reducción de los costos unitarios de la

Gráfico 2.1.1. Actividad económica y ajuste externo en la periferia de la UE



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Países bálticos: Estonia, Letonia y Lituania. Los agregados correspondientes a los países bálticos son promedios simples, excepto el saldo en cuenta corriente, que se calcula como la sumatoria de los saldos.

Los autores de este recuadro son Florence Jaumotte y Daniel Leigh.

Recuadro 2.1 (conclusión)

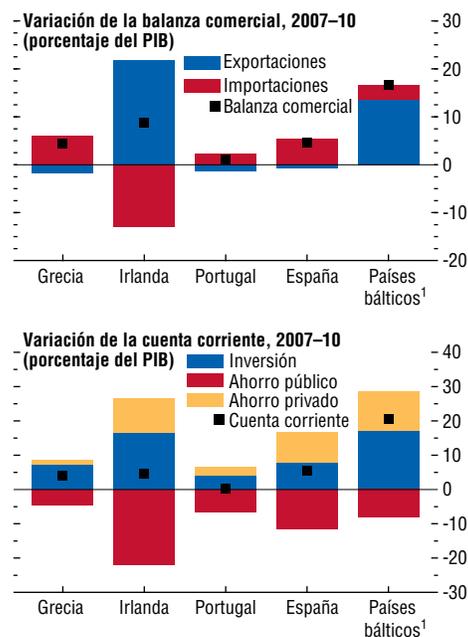
mano de obra y la reactivación del comercio mundial. En términos de ahorro e inversión, hasta ahora el ajuste se ha debido principalmente a una contracción de la inversión. Una caída del ahorro público, cuya causa principal ha sido una disminución de los ingresos públicos durante la recesión, ha quedado compensada en parte por un incremento del ahorro privado a niveles más sostenibles.

España, Grecia, Irlanda y Portugal

Estas economías están atravesando un proceso doloroso pero más gradual de ajuste externo. El PIB se contrajo en promedio 4,0% en 2009, y la tasa de desempleo aumentó en promedio 7,0 puntos porcentuales durante 2007–10. El proceso de ajuste externo comenzó más tarde que en las economías bálticas; el coeficiente déficit en cuenta corriente/PIB cayó 4,3 puntos porcentuales, para pasar de 10,7% del PIB en 2008 a 6,4% del PIB en 2010. El déficit en cuenta corriente de Irlanda, y en menor medida de España, ha alcanzado niveles más sostenibles, pero sigue siendo excesivamente grande en Grecia y Portugal, ubicándose en 2010 en niveles de 10,4% y 9,9% del PIB, respectivamente. La disminución de los costos unitarios de la mano de obra en relación con la zona del euro fue, en promedio, del 5,1% para estas economías, pero esa cifra está sesgada por la caída de 10,2% registrada en Irlanda; la disminución fue más moderada en los otros tres países.

La situación parece estar dando un giro en las cuatro economías. Inicialmente, se efectuó el ajuste mediante una retracción de las importaciones, pero las exportaciones comenzaron a contribuir al ajuste en 2010. Como reflejo de la menor contracción del ingreso, la caída del coeficiente importaciones/PIB en 2009 fue menor que en los países bálticos, un promedio de 4,8 puntos porcentuales, comparado con 14,6 puntos porcentuales. En 2010, hubo un repunte tanto de las importaciones como de las exportaciones, pero las exportaciones aumentaron más en general, impulsando de ese modo el proceso de ajuste externo. Las exportaciones como porcentaje del PIB crecieron mucho más en Irlanda, posiblemente como consecuencia de una disminución mayor de los costos unitarios de la mano de obra. En términos reales, las exportaciones crecieron con fuerza en Irlanda, Portugal y especialmente en

Gráfico 2.1.2. Ajuste externo en la periferia de la UE



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Países bálticos: Estonia, Letonia y Lituania. Los agregados correspondientes a los países bálticos se calculan como las sumatorias de los datos individuales de los países.

España, en gran parte debido a un repunte tras la caída. En términos del ahorro y la inversión, hasta ahora el ajuste ha consistido principalmente en una contracción de la inversión, como en el caso de las economías bálticas, y la importante disminución del ahorro público ha sido compensada en parte por un aumento del ahorro privado. La moderación salarial ha cumplido un papel relativamente modesto en España, Grecia y Portugal, cuyos mercados laborales son menos flexibles que los de las economías bálticas.

Pueden contribuir a completar el ajuste todavía pendiente diversas políticas, muchas de las cuales ya están siendo implementadas. En Grecia e Irlanda estas medidas forman parte integral de los programas de ajuste adoptados por las autoridades y respaldados por la comunidad internacional. Esas políticas comprenden medidas económicas tanto por el lado de la oferta como de la demanda:

- El ajuste de los costos laborales puede facilitarse promoviendo un esquema descentralizado de negociación salarial, eliminando los mecanismos de indexación y reduciendo los costos de despido. Además, si se forja un consenso nacional para compartir la carga del ajuste de manera amplia mediante la moderación salarial se puede evitar un período prolongado de alto desempleo.
- Las reformas orientadas a fomentar el aumento de la productividad también pueden contribuir a mejorar la competitividad.
- La consolidación fiscal actualmente en curso para resolver los elevados niveles de deuda pública de estas economías también contribuirá al ajuste externo. A corto plazo, con un aumento de los impuestos o un recorte del gasto público se puede mejorar el saldo en cuenta corriente al restringirse la demanda interna, por ejemplo en el ámbito de las importaciones. A mediano plazo, sería conveniente tener margen para recortar los impuestos y dar así respaldo a la inversión privada y a la economía del lado de la oferta.

Referencias

- Baldacci, Emanuele, Giovanni Callegari, David Coady, Ding Ding, Manmohan S. Kumar, Pietro Tommasino y Jaejoon Woo, 2010, “Public Expenditures on Social Programs and Household Consumption in China”, IMF Working Paper 10/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bornhorst, Fabian, Nina Budina, Giovanni Callegari, Asmaa ElGanainy, Raquel Gomez Sirera, Andrea Lemgruber, Andrea Schaechter y Joong Beom Shin, 2010, “A Status Update on Fiscal Exit Strategies”, IMF Working Paper 10/272 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dowling, Thomas, Marcello M. Estevão y Evidiki Tsounta, 2010, “The Great Recession and Structural Unemployment”, *United States: Selected Issues Paper*, IMF Country Report No. 10/248 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Estevão, Marcello M., y Evidiki Tsounta, 2011, “Has the Great Recession Raised U.S. Structural Unemployment?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).