

## El rápido empañamiento de las perspectivas requiere nuevas políticas de estímulo

*Las perspectivas de crecimiento mundial empeoraron a lo largo del último mes, durante el cual siguió su curso el desapalancamiento del sector financiero y se deterioró la confianza de productores y consumidores. Por lo tanto, se proyecta que el producto mundial crecerá 2,2% en 2009, es decir, alrededor de  $\frac{3}{4}$  de punto porcentual del PIB menos que en las proyecciones de octubre de Perspectivas de la economía mundial. En las economías avanzadas, el producto anualizado se contraería en 2009, la primera vez que ocurre tal disminución en el período de la posguerra. En las economías emergentes, el crecimiento sufriría una disminución apreciable pero aun así llegaría a 5% en 2009. Sin embargo, estas proyecciones se basan en las políticas vigentes. La acción mundial encaminada a apuntalar los mercados financieros y promover el estímulo fiscal y la distensión monetaria puede contribuir a limitar la caída del crecimiento mundial.*

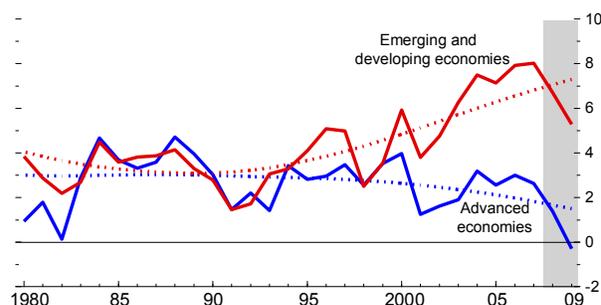
### La actividad mundial se está desacelerando rápidamente

Las proyecciones apuntan a que el crecimiento mundial baje de 5% en 2007 a  $3\frac{3}{4}$ % en 2008 y a poco más de 2% en 2009, con las economías avanzadas a la cabeza de la desaceleración (cuadro 1).

- El pronóstico actual para las economías avanzadas es que la actividad se contraerá un  $\frac{1}{4}$ % anualizado en 2009, es decir,  $\frac{3}{4}$  de punto porcentual menos que la proyección de octubre. Esta sería la primera contracción anual del período de posguerra, aunque en términos amplios la desaceleración es comparable en magnitud a las de 1975 y 1982 (gráficos 1 y 2). Se proyecta que a fines de 2009 se iniciará una recuperación. La *economía estadounidense* se resentirá a medida que los hogares respondan a la depreciación de los activos reales y financieros y al deterioro de las condiciones financieras. El crecimiento de la *zona del*

*euro* se verá duramente castigado por el empeoramiento de la situación financiera y la erosión de la confianza. En *Japón* disminuiría el respaldo que le brindan al crecimiento las exportaciones netas.

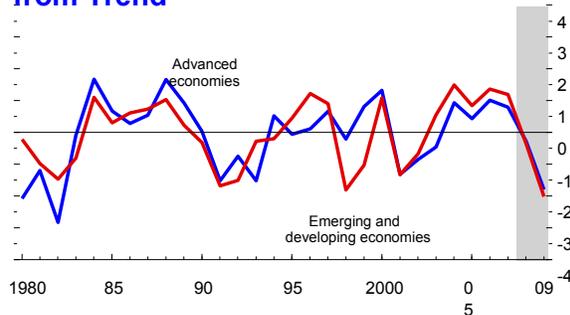
**Figure 1. Real GDP Growth and Trend**  
(Percent change)



Source: IMF staff estimates.

- Las revisiones a la baja de las proyecciones del crecimiento del PIB real en 2009 son un poco más pronunciadas en las economías emergentes y en desarrollo, y equivalen en promedio a un 1%. Eso significa una

**Figure 2. Real GDP Growth—Deviation from Trend**



Source: IMF staff estimates.

tasa de crecimiento de 5%, cifra superior a los mínimos registrados en otros ciclos económicos (por ejemplo, 1990, 1998 y 2001). Sin embargo, la desaceleración cíclica de las economías emergentes es parecida en magnitud a la de las economías avanzadas si —atendiendo a la experiencia de ciclos anteriores— se la mide en relación con tasas tendenciales de crecimiento más elevadas. Las revisiones a la baja varían considerablemente entre una región y otra. Entre los más afectados están los exportadores de materias primas —cuyos precios son mucho más bajos en la proyección revisada— y los países con problemas agudos de liquidez y financiamiento externo. La rebaja de las proyecciones es por lo general más pequeña en los países de Asia oriental —incluido China— porque su situación financiera suele ser más sólida, sus términos de intercambio se benefician del abaratamiento de las materias primas y ya pusieron en marcha una distensión de la política macroeconómica.

### **El empañamiento de las perspectivas está deprimiendo los precios de las materias primas**

El debilitamiento de la demanda mundial está deprimiendo los precios de las materias primas. Debido a la profunda desaceleración mundial, el

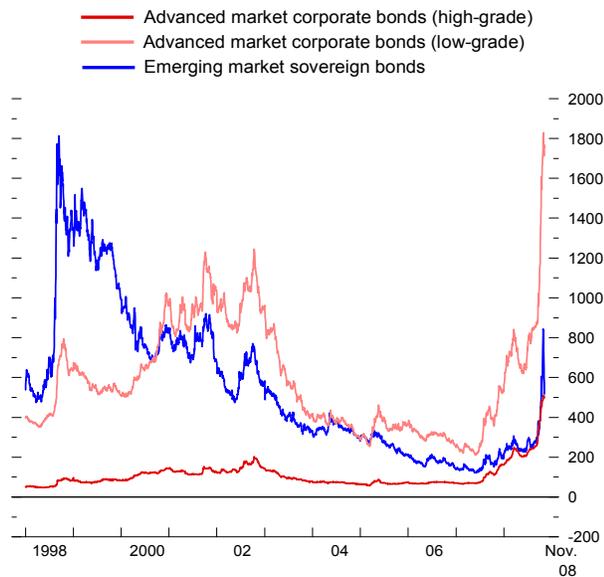
fortalecimiento del dólar de EE.UU. y la crisis financiera, los precios del petróleo bajaron más de 50% respecto de sus máximos, hasta llegar a niveles no vistos desde comienzos de 2007 pese a la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo de cortar la producción. En vista de la evolución del mercado, el FMI revisó a la baja la proyección de base del precio del petróleo para 2009 publicada en la edición de octubre, de US\$100 a US\$68 el barril. Los precios de los metales y de los alimentos también retrocedieron respecto de los máximos recientes. Aunque esas caídas alivian la carga de los hogares de las economías avanzadas y emergentes de Europa y Asia, reduce las perspectivas de crecimiento de muchas otras economías emergentes.

La estabilización de los precios de las materias primas, conjugada con la falta de dinamismo económico, contribuirá a frenar las presiones inflacionarias. En las economías avanzadas, el nivel general de inflación bajaría a menos de 1½% para fines de 2009. En las economías emergentes la inflación también se moderaría, aunque de manera más gradual; sin embargo, en varios casos los riesgos inflacionarios todavía son evidentes, ya que el avance de los precios de las materias primas y la presión continua que pesa sobre la oferta local influyeron en las demandas salariales y las expectativas inflacionarias.

### **Persiste la virulencia de la crisis financiera**

Los mercados se encuentran en un círculo vicioso de desapalancamiento de activos, caída de precios y retirada de los inversionistas (gráfico 3). Los diferenciales de crédito se dispararon a niveles de crisis y los principales índices bursátiles perdieron alrededor de 25% en octubre. Los mercados emergentes se vieron sometidos a presiones aún más agudas. Los diferenciales de la deuda soberana se

**Figure 3. Advanced and Emerging Markets: Sovereign and Corporate Bond Spreads, 1998–2008<sup>1</sup>**  
(In basis points)



Sources: Bloomberg Financial Markets; Datastream; JP Morgan; Moody's KMV; Thomson Reuters; and IMF staff calculations.

<sup>1</sup>The corporate bond spreads are derived as the difference between the asset swap spread and the commensurate London interbank offered rate.

duplicaron desde comienzos de octubre, volviendo a los niveles de 2002, y más de un tercio de los países que integran el índice de referencia EMBIG operaban con diferenciales de más de 1.000 puntos básicos. Los mercados bursátiles emergentes perdieron alrededor de un tercio de su valor en moneda local y más de 40% en dólares de EE.UU. debido a una depreciación generalizada de las monedas.

Se están instituyendo políticas integrales para atacar la raíz de las tensiones financieras y apuntalar la demanda, pero pasará tiempo hasta que den fruto plenamente. Entre esas iniciativas corresponde mencionar programas para adquirir activos en problemas, el uso de fondos públicos para recapitalizar bancos y proporcionar garantías amplias, y recortes de las tasas de referencia coordinados entre los principales bancos centrales.

Los mercados están comenzando a responder a estas medidas, pero aun si su implementación es rápida las tensiones financieras probablemente serán más profundas y más prolongadas que lo contemplado en la edición de octubre de *Perspectivas de la economía mundial*. Ante el deterioro de la situación financiera y económica, los precios de mercado reflejan la expectativa de que las tasas de incumplimiento de las obligaciones corporativas serán mucho más altas y de que las pérdidas vinculadas a valores y préstamos serán más cuantiosas, en parte porque las presiones ahora se están haciendo sentir también en los mercados emergentes, generando nuevas necesidades de recapitalización. Por lo tanto, es probable que las condiciones financieras sigan siendo difíciles durante un período más largo de lo proyectado y que sean más resistentes a las medidas de política implementadas.

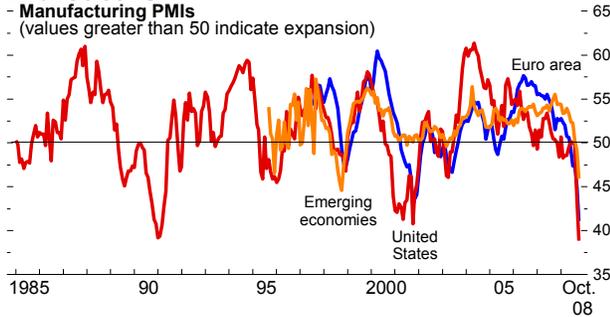
### **Los consumidores y las empresas están reevaluando las perspectivas de ingreso**

Más allá del impacto directo de la crisis financiera, la actividad está cada vez más lastrada por la falta de confianza. A medida que la crisis se arraiga, crece en los hogares y las empresas la expectativa de un prolongado panorama desalentador en cuanto a empleos y utilidades (gráfico 4). Eso los está llevando a reducir el consumo —sobre todo de bienes duraderos— y la inversión.

### **La distensión de la política macroeconómica es limitada**

Gracias a la reciente moderación de los riesgos inflacionarios, los grandes bancos centrales disponen de margen para recortar las tasas de interés de referencia. En comparación con las proyecciones de octubre y en vista de los

**Figure 4. Business Confidence Indicators**



Sources: Haver Analytics; and IMF staff estimates.

últimos recortes, se supone que en 2009 las tasas de interés serán aproximadamente 1 punto porcentual más bajas en Estados Unidos y la zona del euro y  $\frac{1}{4}$  de punto porcentual más bajas en Japón, en consonancia con las expectativas del mercado. Otras economías avanzadas también redujeron las tasas. En las economías emergentes el panorama es más variado; algunos bancos centrales subieron las tasas para frenar la salida de capitales y otros las bajaron para estimular la actividad.

Algunos gobiernos también dieron a conocer medidas de política fiscal destinadas a apuntalar la demanda, pero en general son limitadas, y las proyecciones no tienen en cuenta ningún estímulo fiscal que se encuentre bajo estudio pero no haya sido adoptado. En consecuencia, la orientación de la política fiscal sería generalmente neutral en 2009. Concretamente, en términos ajustados según el ciclo, los déficits del gobierno general se mantendrían sin grandes cambios en las economías avanzadas entre 2008 y 2009, a menos que se adoptaran nuevas medidas.

### **El panorama económico es inusualmente incierto**

Las condiciones financieras continúan generando graves riesgos a la baja. La reacción enérgica de muchos países neutralizó el riesgo

de un colapso financiero sistémico. Sin embargo, persisten numerosos motivos de preocupación en torno al impacto potencial de la crisis financiera en la actividad. El proceso de desapalancamiento podría ser más intenso y prolongado que lo contemplado en estas proyecciones. Para muchas economías emergentes, un desapalancamiento intenso también podría exacerbar el riesgo de una salida sustancial de capitales y de una depreciación desordenada del tipo de cambio. La creciente posibilidad de que se formen condiciones deflacionarias en las economías avanzadas representa otro riesgo a la baja, aunque pequeño por el momento dado lo bien ancladas que se encuentran las expectativas inflacionarias.

En la coyuntura actual, los riesgos al alza son limitados. Pero es posible que una vez elaboradas e implementadas en todos sus detalles las medidas pertinentes, las condiciones financieras mejoren con más rapidez de lo previsto. En el ínterin, la solidez relativa de los balances de las empresas no financieras podría contribuir a evitar un fuerte repliegue de la inversión. En tales condiciones, la confianza también podría restablecerse con rapidez y el gasto de los hogares y las empresas quizá no tardaría en volver a acelerarse.

Fundamentalmente, estas proyecciones, así como las hipótesis de riesgos al alza y a la baja que contienen, suponen que las políticas no responden a los últimos deterioros de las perspectivas de crecimiento mundial.

### **Una respuesta macroeconómica más enérgica podría mitigar los daños**

Existe una necesidad clara de ampliar el estímulo macroeconómico más allá de lo anunciado hasta ahora para respaldar el

crecimiento y encuadrar la recuperación del sector financiero. Habría que explotar el margen para distender la política monetaria, especialmente ahora que la inflación no es tan preocupante. Pero es posible que eso no baste, ya que las dificultades financieras y el desapalancamiento podrían restarle eficacia a la distensión monetaria. Además, en algunos casos el margen de distensión es limitado porque las tasas de referencia ya están próximas a cero. En vista de las circunstancias, probablemente esté justificado un estímulo fiscal amplio. Esta herramienta puede resultar eficaz si está bien focalizada, respaldada por una política monetaria acomodaticia e implementada en países con suficiente espacio fiscal.

### **Se podrían afianzar y coordinar mejor las políticas del sector financiero**

Las políticas financieras reaccionaron de manera enérgica. Sin embargo, se las podría afianzar, aclarar y coordinar mejor a fin de acelerar la recuperación del crédito y de la demanda. Dependiendo de cuánto empeoren las perspectivas, quizá sea necesario ampliar la

escala de los programas de recapitalización en marcha. Además, el alcance y los fundamentos jurídicos de las distintas garantías y de los programas de adquisición de activos deberían estar especificados claramente, y los bancos centrales deberían continuar proporcionando un respaldo de liquidez generoso. Algunos países quizá tendrían que adoptar medidas para propiciar una resolución eficiente y previsible del creciente problema de endeudamiento de los sectores de las empresas y los hogares, lo cual contribuiría a preservar el valor para los acreedores bancarios. Fundamentalmente, en el plano de las políticas debe imperar una mayor coherencia internacional. Una tarea crítica será subsanar las carencias de mecanismos de cooperación para la resolución de grandes instituciones transfronterizas, dadas las limitaciones de los distintos marcos nacionales. Asimismo, al otorgar garantías y respaldo financiero se deben tener en cuenta los posibles efectos transfronterizos, en las economías emergentes entre otras. Por último, habrá que formular estrategias que le permitan al sector público retirar su participación de propiedad en el sistema financiero.

**Table 1.1. Overview of the World Economic Outlook Projections***(Percent change, unless otherwise noted)*

	Year over Year						Q4 over Q4		
	2006	2007	Projections		Difference from October 2008 WEO Projections		Estimates 2007	Projections	
			2008	2009	2008	2009		2008	2009
<b>World output<sup>1</sup></b>	<b>5.1</b>	<b>5.0</b>	<b>3.7</b>	<b>2.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.8</b>	<b>4.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>
Advanced economies	3.0	2.6	1.4	-0.3	-0.1	-0.8	2.6	0.3	0.3
United States	2.8	2.0	1.4	-0.7	-0.1	-0.8	2.3	0.4	-0.5
Euro area	2.8	2.6	1.2	-0.5	-0.1	-0.7	2.1	0.1	--
Germany	3.0	2.5	1.7	-0.8	-0.2	-0.8	1.7	0.3	-0.3
France	2.2	2.2	0.8	-0.5	-0.1	-0.6	2.2	-0.4	0.2
Italy	1.8	1.5	-0.2	-0.6	-0.1	-0.4	0.1	-0.4	-0.1
Spain	3.9	3.7	1.4	-0.7	--	-0.5	3.2	0.2	-0.6
Japan	2.4	2.1	0.5	-0.2	-0.2	-0.7	1.4	-0.3	0.4
United Kingdom	2.8	3.0	0.8	-1.3	-0.2	-1.2	2.9	-0.9	-0.5
Canada	3.1	2.7	0.6	0.3	-0.1	-0.9	2.8	--	1.0
Other advanced economies	4.5	4.7	2.9	1.5	-0.2	-1.0	5.0	1.8	3.0
Newly industrialized Asian economies	5.6	5.6	3.9	2.1	-0.1	-1.1	6.1	2.2	4.4
Emerging and developing economies <sup>2</sup>	7.9	8.0	6.6	5.1	-0.3	-1.0	8.5	5.9	5.7
Africa	6.1	6.1	5.2	4.7	-0.7	-1.3	...	...	...
Sub-Sahara	6.6	6.8	5.5	5.1	-0.6	-1.2	...	...	...
Central and eastern Europe	6.7	5.7	4.2	2.5	-0.3	-0.9	...	...	...
Commonwealth of Independent States	8.2	8.6	6.9	3.2	-0.3	-2.5	...	...	...
Russia	7.4	8.1	6.8	3.5	-0.2	-2.0	9.5	5.9	5.8
Excluding Russia	10.2	9.8	6.9	1.6	-0.7	-4.6	...	...	...
Developing Asia	9.8	10.0	8.3	7.1	-0.1	-0.6	...	...	...
China	11.6	11.9	9.7	8.5	-0.1	-0.8	11.3	9.0	8.3
India	9.8	9.3	7.8	6.3	-0.1	-0.6	8.9	6.6	6.0
ASEAN-5	5.7	6.3	5.4	4.2	-0.1	-0.7	6.6	4.4	5.2
Middle East	5.7	6.0	6.1	5.3	-0.3	-0.6	...	...	...
Western Hemisphere	5.5	5.6	4.5	2.5	-0.1	-0.7	...	...	...
Brazil	3.8	5.4	5.2	3.0	--	-0.5	6.2	3.9	3.2
Mexico	4.9	3.2	1.9	0.9	-0.1	-0.9	4.2	0.6	1.5
<i>Memorandum</i>									
European Union	3.3	3.1	1.5	-0.2	-0.2	-0.8	...	...	...
World growth based on market exchange rates	3.9	3.7	2.6	1.1	-0.1	-0.8	...	...	...
<b>World trade volume (goods and services)</b>	<b>9.4</b>	<b>7.2</b>	<b>4.6</b>	<b>2.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>-2</b>	...	...	...
Imports									
Advanced economies	7.5	4.5	1.8	-0.1	-0.1	-1.2	...	...	...
Emerging and developing economies	14.9	14.4	10.9	5.2	-0.8	-5.3	...	...	...
Exports									
Advanced economies	8.4	5.9	4.1	1.2	-0.2	-1.3	...	...	...
Emerging and developing economies	11.2	9.6	5.6	5.3	-0.7	-2.1	...	...	...
<b>Commodity prices (U.S. dollars)</b>									
Oil <sup>3</sup>	20.5	10.7	40.2	-31.8	-10.6	-25.5	...	...	...
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	23.2	14.1	9.4	-18.7	-3.9	-12.5	...	...	...
<b>Consumer prices</b>									
Advanced economies	2.4	2.2	3.6	1.4	--	-0.6	3.0	2.9	1.4
Emerging and developing economies <sup>2</sup>	5.4	6.4	9.2	7.1	-0.2	-0.7	6.7	7.2	5.9
<b>London interbank offered rate (percent)<sup>4</sup></b>									
On U.S. dollar deposits	5.3	5.3	3.0	2.0	-0.2	-1.1	...	...	...
On euro deposits	3.1	4.3	4.5	3.0	-0.3	-1.2	...	...	...
On Japanese yen deposits	0.4	0.9	1.0	1.0	--	-0.2	...	...	...

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during September 26–October 24, 2008.

<sup>1</sup>The quarterly estimates and projections account for 90 percent of the world PPP weights.<sup>2</sup>The quarterly estimates and projections account for approximately 76 percent of the emerging and developing economies.<sup>3</sup>Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$71.13 in 2007; the assumed price based on future markets is \$99.75 in 2008 and \$68.00 in 2009.<sup>4</sup>Six-month rate for the United States and Japan. Three-month rate for the euro area.