

Perspectivas de la economía mundial

Hacer frente a los altos niveles de deuda y al lento crecimiento



OCT 12

Estudios económicos y financieros

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Octubre de 2012

**Hacer frente a los altos niveles de
deuda y al lento crecimiento**



Fondo Monetario Internacional

©2012 International Monetary Fund
Edición en español ©2012 Fondo Monetario Internacional

Edición en inglés

Producción: División de Servicios Multimedia del FMI
Cubierta y Diseño: Luisa Menjivar y Jorge Salazar
Composición: Maryland Composition

Edición en español

Sección de Español y Portugués
Servicios Lingüísticos
Departamento de Tecnología
y Servicios Generales del FMI

Cataloging-in-Publication Data

World economic outlook (International Monetary Fund). Spanish.
Perspectivas de la economía mundial. – Washington, DC : Fondo Monetario Internacional.
v. ; 28 cm. – (Estudios económicos y financieros, 1020-5071)

Semiannual

Some issues also have thematic titles.

Has occasional updates, 1984

1. Economic development – Periodicals. 2. Economic forecasting – Periodicals.
3. Economic policy – Periodicals. 4. International economic relations – Periodicals.
I. International Monetary Fund. II. Series: Occasional paper (International Monetary
Fund). III. Series: World economic and financial surveys.

HC10.80

ISBN 978-16163-543-43 (edición impresa)

ISBN 978-14755-111-30 (PDF)

Solicítese por correo electrónico, fax o Internet a:
International Monetary Fund, Publication Services
P. O. Box 92780, Washington, D.C. 20090, EE.UU.
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201
Correo electrónico: publications@imf.org
www.imfbookstore.org
www.elibrary.imf.org

Supuestos y convenciones	ix
Información y datos adicionales	xi
Prefacio	xii
Introducción	xiii
Resumen ejecutivo	xv
Capítulo 1. Perspectivas y políticas mundiales	1
Evolución reciente	1
Perspectivas de crecimiento lento y accidentado	6
Los indicadores cíclicos denotan capacidad excedentaria en las economías avanzadas	12
Necesidades en materia de política	22
Sección especial: Análisis de los mercados de materias primas	33
Recuadro 1.1. ¿Estamos subestimando los multiplicadores fiscales a corto plazo?	47
Recuadro 1.2. Efectos de los elevados niveles de deuda pública en las economías avanzadas	51
Recuadro 1.3. ¿Cómo afecta la incertidumbre al desempeño económico?	56
Recuadro 1.4. Energía no convencional en Estados Unidos	61
Recuadro 1.5. Escasez de oferta de alimentos: ¿Quién es más vulnerable?	63
Referencias	66
Capítulo 2. Perspectivas nacionales y regionales	69
Europa: En la órbita de la crisis de la zona del euro	71
Estados Unidos y Canadá: El crecimiento continúa, pero existe margen de capacidad ociosa	76
Asia: Calibrar un aterrizaje suave	80
América Latina y el Caribe: Cierta pérdida de vigor	85
Comunidad de Estados Independientes: El crecimiento es aún robusto	89
Oriente Medio y Norte de África: Una región a dos velocidades	92
África subsahariana: Continúan las perspectivas favorables	96
Sección especial sobre los efectos de contagio: La transmisión financiera de las tensiones en la economía mundial	100
Referencias	112
Capítulo 3. Lo bueno, lo malo y lo feo: Cien años de lucha contra el sobreendeudamiento público	113
Panorama histórico	115
Deuda pública y crecimiento económico	120
Estudio de casos	122
Análisis	136
Conclusión	140
Referencias	141

Capítulo 4. ¿Perdurará la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo?	143
¿Cómo ha variado la resiliencia en distintos países y a lo largo del tiempo?	146
¿Qué factores están asociados a la resiliencia?	151
La visión global: Análisis multivariado	157
Reflexiones finales: ¿Qué factores han contribuido al fortalecimiento de la resiliencia?	160
Conclusión	165
Apéndice 4.1. Fuentes de datos	165
Apéndice 4.2. Caracterización de la resiliencia mediante un proceso de autorregresión del crecimiento	169
Apéndice 4.3. Análisis de duración	170
Apéndice 4.4. Robustez y resultados adicionales	173
Recuadro 4.1. ¿Son inseparables el empleo y el crecimiento?	176
Recuadro 4.2. ¿Cómo afectaría la desaceleración de la inversión en China a otras economías de mercados emergentes y en desarrollo?	181
Recuadro 4.3. Capacidad de resistencia del crecimiento en los países de bajo ingreso: Los casos de Kenya y Tanzania	185
Referencias	188
Anexo: Deliberaciones del Directorio Ejecutivo del FMI sobre las perspectivas, septiembre de 2012	191
Apéndice estadístico	193
Supuestos	193
Novedades	194
Datos y convenciones	194
Clasificación de los países	195
Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación del informe WEO	196
Cuadro A. Clasificación según los grupos utilizados en <i>Perspectivas de la economía mundial</i> y la participación de cada grupo en el PIB agregado, la exportación de bienes y servicios y la población, 2011	197
Cuadro B. Economías avanzadas por subgrupos	198
Cuadro C. Unión Europea	198
Cuadro D. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones y fuentes principales de ingresos de exportación	199
Cuadro E. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados	200
Recuadro A1. Supuestos de política económica en que se basan las proyecciones para algunas economías	202
Lista de cuadros	207
Producto (cuadros A1–A4)	208
Inflación (cuadros A5–A7)	216
Políticas financieras (cuadro A8)	222
Comercio exterior (cuadro A9)	223
Transacciones en cuenta corriente (cuadros A10–A12)	225
Balanza de pagos y financiamiento externo (cuadros A13–A14)	232
Flujo de fondos (cuadro A15)	234
Escenario de referencia a mediano plazo (cuadro A16)	238

Cuadros

Cuadro 1.1. Panorama de las proyecciones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	2
Cuadro 1.SE.1. Índices de precios de mercado de materias primas combustibles y no combustibles; 2009–12	34
Cuadro 1.SE.2. Oferta y demanda mundial de petróleo por región	40
Cuadro 1.1.1. Errores de pronóstico de crecimiento y consolidación fiscal	48
Cuadro 1.2.1. Importancia de la elasticidad intertemporal de sustitución	54
Cuadro 1.3.1. Incertidumbre acerca del ciclo económico	58
Cuadro 1.3.2. Incertidumbre y crecimiento	59
Cuadro 1.3.3. Incertidumbre y ciclos económicos	60
Cuadro 1.5.1. Vulnerabilidad alimentaria regional	64
Cuadro 2.1. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Europa	74
Cuadro 2.2. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías avanzadas	79
Cuadro 2.3. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Asia	82
Cuadro 2.4. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de América	87
Cuadro 2.5. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en la Comunidad de Estados Independientes	90
Cuadro 2.6. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Oriente Medio y Norte de África	93
Cuadro 2.7. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de África subsahariana	98
Cuadro 2.SE.1. Comportamiento de los indicadores de tensión; 2007–12	103
Cuadro 2.SE.2. Cobertura de los datos utilizados en la sección especial sobre efectos de contagio	107
Cuadro 3.1. Episodios diferenciados por la variación de la relación deuda/PIB	119
Cuadro 4.1. ¿Qué pone fin a una expansión?	158
Cuadro 4.2. Fuentes de datos	166
Cuadro 4.3. Grupos de economías	167
Cuadro 4.4. Coeficientes medianos y rango intercuartil del proceso AR(1)	170
Cuadro 4.5. ¿Qué variables acortan las expansiones? Comprobaciones de robustez	172
Cuadro 4.1.1. Relación a corto plazo entre la evolución del mercado laboral y el crecimiento, por grupo de países	178
Cuadro 4.1.2. Determinantes de los coeficientes de Okun y sensibilidad del empleo	180
Cuadro A1. Resumen del producto mundial	208
Cuadro A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total	209
Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real	210
Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real	212
Cuadro A5. Resumen de la inflación	216
Cuadro A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor	217
Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor	218
Cuadro A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general	222

Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial	223
Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente	225
Cuadro A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente	227
Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente	228
Cuadro A13. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos	232
Cuadro A14. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados	233
Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial	234
Cuadro A16. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo	238

Gráficos

Gráfico 1.1. Indicadores mundiales	3
Gráfico 1.2. Evolución en la zona del euro	4
Gráfico 1.3. Indicadores de crecimiento corrientes y anticipados	5
Gráfico 1.4. Políticas fiscales	7
Gráfico 1.5. Políticas monetarias	8
Gráfico 1.6. Evolución reciente de los mercados financieros	9
Gráfico 1.7. Condiciones en los mercados emergentes	10
Gráfico 1.8. Crecimiento del PIB	11
Gráfico 1.9. Indicadores de sobrecalentamiento de las economías del G-20	13
Gráfico 1.10. Inflación mundial	14
Gráfico 1.11. Riesgos para las perspectivas mundiales	15
Gráfico 1.12. Riesgos de recesión y deflación	16
Gráfico 1.13. Escenarios al alza y a la baja	18
Gráfico 1.14. Producto en las economías de mercados emergentes y en desarrollo	21
Gráfico 1.15. Escenario de menor crecimiento mundial	22
Gráfico 1.16. Comparaciones de crisis	26
Gráfico 1.17. Desequilibrios mundiales	28
Gráfico 1.18. Desequilibrios en la zona del euro	29
Gráfico 1.SE.1. Índice de precios de las materias primas del FMI	33
Gráfico 1.SE.2. Precios y volatilidad del petróleo	35
Gráfico 1.SE.3. Precios de entrega inmediata de metales básicos	36
Gráfico 1.SE.4. Precios y volatilidad de los alimentos	36
Gráfico 1.SE.5. Influencia de factores comunes: Correlaciones entre pares con los primeros componentes principales	37
Gráfico 1.SE.6. Precios de las materias primas y actividad económica: Primeros componentes principales	38
Gráfico 1.SE.7. Demanda de metales básicos	38
Gráfico 1.SE.8. Oferta y demanda de petróleo	39
Gráfico 1.SE.9. Existencias y capacidad excedentaria de petróleo	42
Gráfico 1.SE.10. Existencias de alimentos con carácter de reservas	43
Gráfico 1.SE.11. Precios de los futuros	44
Gráfico 1.SE.12. Perspectivas de los precios de ciertas materias primas	45
Gráfico 1.1.1. Errores de pronóstico de crecimiento y planes de consolidación fiscal	49
Gráfico 1.2.1. Efectos de los elevados niveles de deuda pública en las economías avanzadas	52
Gráfico 1.2.2. Efectos de los elevados niveles de deuda pública en la economía mundial	53
Gráfico 1.2.3. Efectos ilustrativos del aumento gradual de la deuda pública	55

Gráfico 1.3.1. Evolución de la incertidumbre	57
Gráfico 1.5.1. Vulnerabilidades alimentarias regionales	65
Gráfico 2.1. Revisiones de las proyecciones de crecimiento de <i>Perspectivas de la economía mundial</i> para 2012 y 2013	69
Gráfico 2.2. Los efectos de un menor crecimiento potencial	70
Gráfico 2.3. Flujos semanales de fondos de inversión en acciones y bonos durante el período de tensión financiera en las economías avanzadas	71
Gráfico 2.4. Europa: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013	72
Gráfico 2.5. Europa: En medio de tensiones económicas y financieras	73
Gráfico 2.6. Estados Unidos y Canadá: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013	77
Gráfico 2.7. Estados Unidos y Canadá: Una recuperación débil	78
Gráfico 2.8. Asia: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013	81
Gráfico 2.9. Asia: La actividad se desacelera	83
Gráfico 2.10. América Latina y el Caribe: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013	85
Gráfico 2.11. América Latina: Una desaceleración moderada	86
Gráfico 2.12. Comunidad de Estados Independientes: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013	91
Gráfico 2.13. Comunidad de Estados Independientes: Vulnerable a las repercusiones negativas	92
Gráfico 2.14. Oriente Medio y Norte de África: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013	94
Gráfico 2.15. Oriente Medio y Norte de África: Una recuperación dispar	95
Gráfico 2.16. África subsahariana: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013	96
Gráfico 2.17. África subsahariana: Una fuerte expansión	97
Gráfico 2.SE.1. Condiciones de financiamiento en las economías de la periferia de la zona del euro y Estados Unidos; 2007–12	101
Gráfico 2.SE.2. Variaciones de los indicadores de tensión; 2007–12	102
Gráfico 2.SE.3. Flujos de capitales mundiales semanales	104
Gráfico 2.SE.4. Flujos de inversión en fondos mundiales durante episodios de tensión	106
Gráfico 2.SE.5. Composición de los flujos de capitales durante episodios de tensión	106
Gráfico 2.SE.6. Desempeño de los precios de los activos a escala internacional durante episodios de tensión	110
Gráfico 2.SE.7. Vínculos comerciales mundiales con economías avanzadas y China	111
Gráfico 3.1. Deuda pública en las economías avanzadas	113
Gráfico 3.2. Dinámica de la relación deuda/PIB después de que la deuda pública alcanza el 100% del PIB	116
Gráfico 3.3. Dinámica de la relación deuda/PIB	117
Gráfico 3.4. Alto nivel de deuda, crecimiento e inflación	118
Gráfico 3.5. Evolución del crecimiento y la deuda	121
Gráfico 3.6. Dinámica de la relación deuda/PIB después de que la deuda pública supera el umbral del 100%	122
Gráfico 3.7. Reino Unido: Deflación tras la Primera Guerra Mundial	124
Gráfico 3.8. Estados Unidos: Dinámica de la deuda tras la Segunda Guerra Mundial	126
Gráfico 3.9. Japón: La década perdida	128
Gráfico 3.10. Italia: Disminuye el afán por reducir la deuda pública	131
Gráfico 3.11. Bélgica: Una maratón, no una prueba de velocidad	134

Gráfico 3.12. Canadá: Consolidación fiscal después de 1985	135
Gráfico 3.13. Descomposición de la dinámica de la deuda en los países del estudio de casos	137
Gráfico 3.14. Contribución de las exportaciones al PIB	139
Gráfico 4.1. El sólido desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo	143
Gráfico 4.2. Trayectorias diferentes del producto	145
Gráfico 4.3. Dinámica del producto per cápita después de las crestas	148
Gráfico 4.4. Regiones de economías de mercados emergentes y en desarrollo: Dinámica del producto per cápita después de las crestas	149
Gráfico 4.5. ¿En qué dimensiones ha mejorado el crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo?	150
Gráfico 4.6. ¿Por qué se ha afianzado la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo?	151
Gráfico 4.7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Efectos de diversos shocks sobre la probabilidad de que una expansión concluya	153
Gráfico 4.8. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Efectos de las políticas en la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones	154
Gráfico 4.9. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Efectos de las características estructurales en la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones	156
Gráfico 4.10. Frecuencia de los distintos tipos de shocks internos y externos en las economías de mercados emergentes y en desarrollo	160
Gráfico 4.11. Marcos y libertad de acción de la política económica en las economías de mercados emergentes y en desarrollo	162
Gráfico 4.12. Características estructurales de las economías de mercados emergentes y en desarrollo	163
Gráfico 4.13. Contribución de los shocks, las políticas y la estructura a la duración de las expansiones en las economías de mercados emergentes y en desarrollo	164
Gráfico 4.14. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Efectos de las variaciones en los coeficientes del modelo autorregresivo	171
Gráfico 4.15. Subgrupos de economías de mercados emergentes y en desarrollo: Dinámica del producto per cápita después de las crestas	174
Gráfico 4.16. Regiones de economías de mercados emergentes y en desarrollo: Contribución de los shocks, las políticas y la estructura a la duración de las expansiones	175
Gráfico 4.1.1. Tendencias divergentes de los mercados del trabajo a escala mundial; 2007–11	176
Gráfico 4.1.2. Distribución de los coeficientes de la ley de Okun y de la sensibilidad del empleo; 2007–11	178
Gráfico 4.1.3. Ley de Okun: Empleo y producto de las economías de mercados emergentes y en desarrollo	179
Gráfico 4.2.1. Composición del crecimiento y las importaciones de China	181
Gráfico 4.2.2. Aumento de las exportaciones a China	182
Gráfico 4.2.3. Efectos de una desaceleración de la inversión en China	183
Gráfico 4.3.1. La capacidad de resistencia de Kenya y Tanzania	185

SUPUESTOS Y CONVENCIONES

En la preparación de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) se han adoptado los siguientes supuestos: el promedio de los tipos de cambio efectivos reales permaneció constante en su nivel del período comprendido entre el 30 de julio y el 27 de agosto de 2012, con excepción de las monedas que participan en el mecanismo de tipos de cambio 2 (MTC 2) de Europa, que se ha supuesto permanecieron constantes en términos nominales en relación con el euro; las autoridades nacionales mantendrán la política económica establecida (los supuestos concretos sobre la política fiscal y monetaria de determinadas economías se indican en el recuadro A1 del apéndice estadístico); el precio medio del petróleo será de US\$106,18 el barril en 2012 y US\$105,10 el barril en 2013, y en el mediano plazo se mantendrá constante en términos reales; el promedio de la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para depósitos a seis meses en dólares de EE.UU. será de 0,7% en 2012 y 0,6% en 2013; la tasa de los depósitos a tres meses en euros será, en promedio, 0,6% en 2012 y 0,2% en 2013, y el promedio de la tasa de los depósitos a seis meses en yenes japoneses será de 0,4% en 2012 y 0,3% en 2013. Naturalmente, estas son hipótesis de trabajo, no pronósticos, y la incertidumbre que conllevan se suma al margen de error que de todas maneras existiría en las proyecciones. Las estimaciones y proyecciones se basan en la información estadística disponible hasta mediados de septiembre de 2012.

En esta publicación se utilizan los siguientes símbolos:

- . . . Indica que no se dispone de datos o que los datos no son pertinentes.
- Se usa entre años o meses (por ejemplo, 2011–12 o enero–junio) para indicar los años o meses comprendidos, incluidos los años o meses mencionados.
- / Se emplea entre años o meses (por ejemplo, 2011/12) para indicar un ejercicio fiscal o financiero.

Los “puntos básicos” son centésimos de punto porcentual (por ejemplo, 25 puntos básicos equivalen a $\frac{1}{4}$ de punto porcentual).

En el caso de Chipre, los datos reflejan un escenario pasivo que se basa en la implementación únicamente de las políticas aprobadas. También se supone que el gobierno logrará reducir su deuda y financiar su déficit a un costo razonable en el mediano plazo y que los bancos alcanzarán un nivel adecuado de capitalización sin recurrir a la asistencia del gobierno.

Los datos de Sudán del Sur se incluyen ahora en los datos agregados de África subsahariana y se clasifican dentro de la categoría de países cuyo principal ingreso de exportación es el combustible. Sudán, que sigue incluido en la región de Oriente Medio y Norte de África, pasa a clasificarse en la categoría de países cuyos principales ingresos de exportación son los productos primarios no combustibles.

Los datos de San Marino se incluyen ahora en la clasificación de las economías avanzadas.

Al igual que en el informe WEO de abril de 2012, no se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

A partir del informe WEO de octubre de 2012, el nombre del grupo de las “Economías emergentes y en desarrollo” será “Economías de mercados emergentes y en desarrollo”. Los países que integran el grupo siguen siendo los mismos, con la excepción de que se agrega un nuevo miembro al grupo: Sudán del Sur.

Cuando no se menciona la fuente en los cuadros y gráficos, los datos provienen de la base de datos del informe WEO.

En los casos en que los países no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de su economía.

En algunos casos el total no coincide con la suma de los componentes, debido al redondeo de las cifras.

En esta publicación, los términos “país” y “economía” no se refieren en todos los casos a una entidad territorial que constituya un Estado conforme al derecho y a la práctica internacionales; los términos pueden designar también algunas entidades que no son Estados, pero para las cuales se mantienen datos estadísticos en forma separada e independiente.

Se presentan datos compuestos para varios grupos de países organizados según las características económicas o por región. A menos que se indique lo contrario, los datos compuestos de los grupos de países se calculan cuando los datos ponderados están representados en un 90% o más.

En ningún caso debe entenderse que las fronteras, los colores, las denominaciones o cualquier otra información contenida en los mapas de esta publicación reflejan la posición del Fondo Monetario Internacional con respecto a la situación jurídica de ningún territorio ni la conformidad o disconformidad de la institución con dichas fronteras.

INFORMACIÓN Y DATOS ADICIONALES

La versión completa en inglés de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) se publica en la biblioteca electrónica del FMI (www.elibrary.imf.org) y en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org), donde también se publica una compilación más completa de información extraída de la base de datos utilizada para este estudio. Los archivos, que contienen las series de datos que con mayor frecuencia solicitan los lectores, pueden copiarse en una computadora personal utilizando diferentes programas informáticos.

El personal técnico del FMI compila los datos del informe WEO en el momento de elaboración del informe. Las proyecciones y los datos históricos se basan en información recopilada por los economistas encargados de cada país durante las misiones a los países miembros del FMI y a través de un análisis constante de la evolución de la situación nacional. Los datos históricos se actualizan de manera continua, a medida que llega información nueva, y a menudo se ajustan los quiebres estructurales de los datos para producir series ininterrumpidas mediante el uso de empalmes y otras técnicas. Las estimaciones del personal técnico del FMI continúan ocupando el lugar de series históricas cuando no se dispone de información completa. Por ese motivo, los datos del informe WEO pueden diferir de otras fuentes con datos oficiales, como el informe *International Financial Statistics* del FMI.

Los datos y los metadatos del informe WEO se publican “tal como se reciben” y “según estén disponibles”; asimismo, se hace todo lo posible por dejar aseguradas, la puntualidad, exactitud y exhaustividad de estos datos y metadatos, aunque no se las garantiza. Cuando se detectan errores, se hace un esfuerzo concertado por corregirlos en la medida en que corresponda y sea factible hacerlo. Las correcciones y revisiones realizadas posteriormente a la publicación impresa de este estudio, se incorporan en la edición electrónica, disponible a través de la biblioteca electrónica del FMI (www.elibrary.imf.org) y en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org). Todos los cambios importantes figuran en forma detallada en los índices de materias publicados en Internet.

Las condiciones de uso de la base de datos del informe WEO pueden consultarse en el sitio web del FMI sobre derechos de autor y uso (<http://www.imf.org/external/esl/terms.htm>).

Las consultas sobre el contenido del informe WEO y la base de datos de este estudio pueden dirigirse por carta, Internet o fax (no se aceptan llamadas telefónicas) a:

World Economic Studies Division
Research Department
International Monetary Fund
700 19th Street, N.W.
Washington, DC 20431, EE.UU.
Fax: (202) 623-6343
www.imf.org/weoforum

PREFACIO

El análisis y las proyecciones que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) forman parte integral de la supervisión que ejerce el FMI con respecto a la evolución y las políticas económicas de los países miembros, los acontecimientos en los mercados financieros internacionales y el sistema económico mundial. El análisis de las perspectivas y políticas es producto de un minucioso examen de la evolución económica mundial que llevan a cabo varios departamentos del FMI, tomando principalmente como base la información que recogen los funcionarios de la institución en sus consultas con los países miembros. Dichas consultas están a cargo sobre todo de los departamentos regionales —el Departamento de África, el Departamento de Asia y el Pacífico, el Departamento de Europa, el Departamento del Oriente Medio y Asia Central, y el Departamento del Hemisferio Occidental— conjuntamente con el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación, el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital, y el Departamento de Finanzas Públicas.

El análisis que se presenta en este informe ha sido coordinado por el Departamento de Estudios bajo la dirección general de Olivier Blanchard, Consejero Económico y Director de Estudios. El proyecto estuvo dirigido por Jörg Decressin, Subdirector del Departamento de Estudios, y por Thomas Helbling, Jefe de División en el Departamento de Estudios.

Los principales colaboradores fueron Abdul Abiad, John Bluedorn, Rupa Duttagupta, Jaime Guajardo, Andrea Pescatori, Damiano Sandri, John Simon y Petia Topalova. Colaboraron también Ashvin Ahuja, Ali Alich, Peter Allum, Derek Anderson, Michal Andrle, Samya Beidas-Strom, Olivier Blanchard, Stijn Claessens, Davide Furceri, Nick Gigineishvili, Benjamin Hunt, Joong Shik Kang, M. Ayhan Kose, Douglas Laxton, Daniel Leigh, Prakash Loungani, Junior Maih, Akito Matsumoto, Dimitre Milkov, Armando Morales, Malhar Nabar, Marina Rousset, Marco E. Terrones y Kenichi Ueda.

Hites Ahir, Gavin Asdorian, Shan Chen, Angela Espiritu, Sinem Kilic Celik, Nadezhda Lepeshko, Murad Omoev, Ezgi O. Ozturk, Katherine Pan, Daniel Rivera-Greenwood, Jair Rodriguez, Marina Rousset, Min Kyu Song y Bennet Voorhees colaboraron en las tareas de investigación. Kevin Clinton proporcionó comentarios y sugerencias. Tingyun Chen, Mahnaz Hemmati, Toh Kuan, Rajesh Nilawar, Emory Oakes y Steve Zhang brindaron apoyo técnico. Skeeter Mathurin y Luke Lee se encargaron de la preparación del texto en inglés. Linda Griffin Kean, del Departamento de Relaciones Externas, editó el manuscrito en inglés y coordinó la producción de la publicación. Amrita Dasgupta, Aleksandr Gerasimov, Shamiso Mapondera, Nhu Nguyen y Pavel Pimenov proporcionaron respaldo técnico adicional en calidad de consultores externos. La versión en español estuvo a cargo de la Sección de Español y Portugués de los Servicios Lingüísticos del FMI.

El análisis se ha enriquecido con sugerencias y comentarios de funcionarios de otros departamentos del FMI, y de los directores ejecutivos, que debatieron este informe el día 14 de septiembre de 2012. No obstante, cabe aclarar que las proyecciones y consideraciones de política económica corresponden al personal técnico del FMI y no deben atribuirse a los directores ejecutivos ni a las autoridades nacionales que representan.

INTRODUCCIÓN

La recuperación continúa pero se ha debilitado. En las economías avanzadas, el crecimiento ahora es demasiado bajo para cambiar sustancialmente la situación del desempleo, y en las principales economías de mercados emergentes, el crecimiento fue dinámico inicialmente pero ahora también ha mermado. En relación con nuestros pronósticos de abril de 2012, el crecimiento previsto para 2013 se ha revisado a la baja, de 2,0% a 1,5% para las economías avanzadas, y de 6,0% a 5,6% para las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Las fuerzas que están operando en su mayor parte son conocidas.

Las fuerzas que empujan el crecimiento a la baja en las economías avanzadas son la consolidación fiscal y un sistema financiero aún débil. En la mayoría de los países, la consolidación fiscal avanza conforme a lo planificado. Si bien esta consolidación es necesaria, es indudable que representa un lastre para la demanda y, cada vez más, las evidencias llevan a pensar que en el contexto actual los multiplicadores fiscales son grandes. El sistema financiero aún no está funcionando eficientemente. En muchos países, los bancos todavía están debilitados, y la baja tasa de crecimiento empeora todavía más su situación. Como resultado, muchos prestatarios siguen enfrentándose a condiciones crediticias muy restrictivas.

La principal fuerza que impulsa al alza el crecimiento es la política monetaria laxa. Los bancos centrales no solo siguen manteniendo tasas de política monetaria muy bajas, sino que también están experimentando con programas orientados a reducir las tasas en mercados específicos, a ayudar a categorías específicas de prestatarios o a facilitar la intermediación financiera en general.

Sin embargo, no son solo estas fuerzas mecánicas las que parecen estar operando, sino específicamente una sensación general de incertidumbre. Es esencial determinar la naturaleza y los efectos precisos de esta incertidumbre, pero no es fácil. Esencial, porque si pudiera reducirse la incertidumbre la

recuperación muy posiblemente sería más vigorosa de lo que indican los pronósticos actuales. Pero no fácil, porque los índices explícitos de incertidumbre, como el índice VIX en Estados Unidos o el índice VStoxx en Europa, se mantienen en niveles relativamente bajos¹. La incertidumbre parece ser más difusa, de naturaleza más Knightiana. Las inquietudes con respecto a la capacidad de las autoridades europeas para controlar la crisis del euro y las inquietudes que suscita el hecho de que hasta ahora las autoridades estadounidenses no hayan logrado acordar un plan fiscal sin duda desempeñan un papel importante, aunque es difícil dilucidar exactamente cuál es ese papel.

La baja tasa de crecimiento y la incertidumbre en las economías avanzadas están afectando a las economías de mercados emergentes y las economías en desarrollo, a través de los canales comerciales y financieros, que se suman a las debilidades idiosincrásicas. Al igual que en 2009, el comercio exterior resulta ser un canal sorprendentemente poderoso; por ejemplo, la reducción de las exportaciones explica la mayor parte de la merma del crecimiento de China. La alternancia de períodos de aceptación o rechazo del riesgo, impulsados por el avance o retroceso de las medidas de política económica, generan flujos de capitales volátiles.

En lo que respecta a las medidas de política económica, el centro de atención sigue estando en la zona del euro. Aquí ha habido un claro cambio de actitud, y se está creando una nueva arquitectura. Las lecciones de los últimos años ahora están claras. Los países de la zona del euro pueden verse afectados por fuertes shocks negativos específicos de cada país. La fragilidad de los bancos puede amplificar considerablemente el impacto negativo de estos shocks y, si la situación indica que las propias entidades soberanas podrían verse en problemas, la

¹VIX = Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VIX); VStoxx = Índice de volatilidad elaborado por Bloomberg's Euro Stoxx 50.

interacción entre estas y los bancos puede agravar aún más las cosas.

Por lo tanto, la nueva arquitectura debe orientarse a reducir en primer lugar la amplitud de los shocks, estableciendo un sistema de transferencias que modere los efectos de los shocks. Esa arquitectura debe orientarse a trasladar la supervisión, la resolución y los procesos de recapitalización de los bancos a la órbita de la zona del euro. Debe reducir la probabilidad de que las entidades soberanas incumplan sus pagos y, en los casos en que aun así se produzca una suspensión de pagos, debe reducir sus efectos en los acreedores y en el sistema financiero. Es alentador ver que estas cuestiones se están analizando con seriedad y que lentamente se están estableciendo algunos de estos mecanismos.

A corto plazo, sin embargo, es preciso adoptar medidas más inmediatas. España e Italia deben llevar adelante planes de ajuste para restablecer su competitividad, sanear sus finanzas públicas y

respaldar el crecimiento. A tal efecto, deben estar en condiciones de recapitalizar sus bancos sin incrementar su deuda soberana. Y deben estar en condiciones de tomar préstamos a tasas razonables. La mayoría de las piezas ya están ubicadas, y si se logra completar con rapidez este complejo rompecabezas es razonable esperar que pronto la peor parte de este proceso haya quedado atrás.

Si efectivamente la incertidumbre es un factor importante en la actual desaceleración, y si la adopción e implementación de estas medidas reduce la incertidumbre, las cosas podrían ser mejor de lo que indican nuestros pronósticos, no solo en Europa sino también en el resto del mundo. Personalmente me sentiría feliz si resultara que nuestros pronósticos de base no han sido correctos, y que en este caso han sido demasiado pesimistas.

Olivier Blanchard
Consejero Económico

La recuperación ha sufrido nuevos reveses, y la incertidumbre constituye una pesada carga para las perspectivas. Una causa fundamental es que las políticas en las principales economías avanzadas no han logrado restablecer la confianza en las perspectivas a mediano plazo. Los riesgos extremos, como los relativos a la viabilidad de la zona del euro o a que se cometan errores graves en la conducción de la política fiscal de Estados Unidos, continúan preocupando a los inversionistas. El pronóstico de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) apunta tan solo a un fortalecimiento gradual de la actividad con respecto al decepcionante ritmo registrado a comienzos de 2012. El crecimiento mundial, que se proyecta será de 3,3% y 3,6% en 2012 y 2013, respectivamente, es más débil que el previsto en la actualización del informe WEO de julio de 2012, y este a su vez fue inferior al previsto en el informe WEO de abril de 2012 (capítulo 1). Se prevé que en las economías avanzadas el producto seguirá deprimido, pero que será relativamente sólido en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo. El desempleo probablemente permanecerá en niveles elevados en muchas partes del mundo. Y las condiciones financieras seguirán siendo frágiles, según se indica en la edición de octubre de 2012 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR). En el capítulo 2 se examina la evolución de cada región en más detalle.

El pronóstico del informe WEO se asienta sobre dos supuestos de política cruciales. El primero es que las autoridades europeas —conforme al *escenario base* del informe GFSR— adoptarán políticas que gradualmente seguirán distendiendo las condiciones financieras en las economías de la periferia. En este sentido, el Banco Central Europeo (BCE) recientemente asumió el papel que le correspondía. Les corresponde ahora a las autoridades nacionales tomar la iniciativa y activar el Mecanismo Euro-

peo de Estabilidad (MEDE), y al mismo tiempo trazar una trayectoria creíble y empezar a implementar las medidas necesarias para lograr una unión bancaria y una mayor integración fiscal. El segundo supuesto es que las autoridades estadounidenses impedirán que entren en vigor los drásticos aumentos de los impuestos y recortes del gasto (el “precipicio fiscal”) previstos en la actual legislación presupuestaria, que elevarán oportunamente el tope de la deuda federal de Estados Unidos, y que lograrán avances significativos hacia un plan integral para restablecer la sostenibilidad fiscal. El pronóstico del informe WEO podría nuevamente decepcionar con respecto a estas dos premisas.

En términos más generales, los riesgos a la baja han aumentado y son considerables. El gráfico de abanico preparado por el personal técnico del FMI —que mide los riesgos a partir de datos sobre los mercados financieros y las materias primas, así como de pronósticos proporcionados por analistas— indica que hay una probabilidad de uno en seis de que el crecimiento mundial descienda por debajo de 2%, lo cual correspondería a una recesión en las economías avanzadas y un crecimiento lento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En definitiva, sin embargo, el pronóstico del informe WEO depende de que en Estados Unidos y la zona del euro se adopten medidas de política críticas, y es muy difícil estimar la probabilidad de que esas medidas se materialicen.

Esta coyuntura plantea graves dificultades para las autoridades. En muchas economías avanzadas, las inyecciones de liquidez están teniendo un efecto positivo tanto en la estabilidad financiera como en el producto y el empleo, pero ese efecto quizás esté menguando. Muchos gobiernos han empezado a dedicarse de lleno a reducir los déficits excesivos, pero dadas la elevada incertidumbre, la escasa confianza y la debilidad de los sectores financieros, los importantes logros fiscales han ido acompañados de decepcionantes tasas de

crecimiento o de recesiones. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las autoridades son conscientes de la necesidad de recomponer el margen de maniobra necesario para la aplicación de políticas fiscales y monetarias, pero se están preguntando cómo calibrar las políticas ante los importantes riesgos externos a la baja.

Para mejorar las perspectivas e infundir más confianza con respecto al futuro es crucial que la respuesta de las principales economías avanzadas en materia de política sea eficaz. A corto plazo, las principales tareas consisten en descartar escenarios de riesgos extremos y en adoptar planes concretos para reducir la deuda pública a mediano plazo.

La crisis de la zona del euro sigue siendo la amenaza más clara para las perspectivas mundiales. El BCE ha adoptado un mecanismo para mejorar la forma en que las bajas tasas de política monetaria transmiten su efecto a los costos de endeudamiento en la periferia, donde los temores de los inversionistas acerca de la viabilidad del euro han elevado las tasas de mercado a niveles muy altos. Las economías de la periferia tienen que seguir realizando ajustes. Los gobiernos tienen que cumplir su compromiso de flexibilizar más el cortafuegos de la zona del euro. Concretamente, el MEDE tiene que intervenir en los sistemas bancarios y proporcionar apoyo a las entidades soberanas, mientras que las autoridades nacionales tienen que trabajar en aras de una verdadera unión económica y monetaria. Esto exige establecer una unión bancaria con un marco unificado de estabilidad financiera y adoptar medidas conducentes a una integración fiscal, basadas en el principio de que un seguro que abarque un área más amplia implica un control más amplio. Si no se redoblan los esfuerzos pronto, las recientes mejoras en los mercados financieros podrían ser pasajeras. En tal caso, el pronóstico del informe WEO podría no cumplirse una vez más, y la zona del euro podría descender hacia el escenario basado en la aplicación de *políticas deficientes* descrito en el informe GFSR de octubre de 2012. No obstante, si las medidas de política fueran más allá de lo supuesto en el informe WEO —por ejemplo, si las autoridades de la zona del euro dieran un sustancial paso inicial con miras a una mayor integración, como

por ejemplo un régimen de resolución bancaria para toda la zona con un mecanismo común de respaldo fiscal— el crecimiento del PIB real podría superar las proyecciones, conforme al escenario basado en la aplicación de *políticas cabales* descrito en el informe GFSR de octubre de 2012.

Para reducir los riesgos de las perspectivas a mediano plazo presagiadas por un sobreendeudamiento público en las principales economías avanzadas se necesitarán políticas monetarias acomodaticias y reformas estructurales adecuadas (capítulo 3), así como una política fiscal prudente. Ya se han logrado avances importantes y se ha previsto una considerable consolidación fiscal a mediano plazo, como se indica en el informe *Monitor Fiscal* de octubre de 2012. Los legisladores estadounidenses tienen que eliminar pronto el riesgo de un precipicio fiscal y elevar el tope de la deuda; de no hacerlo, la economía de Estados Unidos podría volver a caer en una recesión, con repercusiones perjudiciales para el resto del mundo. Además, las autoridades estadounidenses tienen que definir con urgencia planes fiscales sólidos a mediano plazo. Las autoridades en Japón tienen que perseverar en los ajustes planificados y especificar nuevas medidas para detener, y en poco tiempo revertir, el aumento de la relación deuda pública/PIB.

En términos más generales, las autoridades tienen que especificar objetivos fiscales realistas y formular planes para contingencias. Esto implica adoptar metas estructurales o metas ajustadas en función del ciclo, o anclar los planes en medidas y sus rendimientos estimados más que en metas nominales. Se debe permitir que los estabilizadores automáticos operen libremente. Además, si el crecimiento se situara muy por debajo de las proyecciones del informe WEO, los países que dispongan de margen de maniobra deberían moderar el ajuste planificado para 2013 y los años posteriores. Al mismo tiempo, la reducción de las tasas de inflación, la creciente capacidad ociosa y el considerable ajuste fiscal en las economías avanzadas son argumentos a favor de que se mantengan condiciones monetarias muy acomodaticias, incluidas medidas no convencionales, dado que las tasas de interés están próximas al límite inferior cero.

Hasta ahora, las autoridades han abordado los desafíos estructurales con resultados desiguales; por eso es necesario redoblar esfuerzos. Los programas para aliviar la carga crónica de la deuda de los hogares, cuando se han puesto en marcha, no han sido proporcionales a la magnitud del problema. Los esfuerzos para afianzar el marco regulatorio de las instituciones financieras y de los mercados financieros han tenido altibajos, como se explica en el capítulo 3 del informe GFSR de octubre de 2012, observándose ciertos avances en lo que se refiere a reconstruir el capital pero no se avanzó lo suficiente con respecto a los objetivos de reducir la dependencia del financiamiento mayorista y contener factores que incentivan la toma excesiva de riesgos y el arbitraje regulatorio. Además, en la zona del euro, la reestructuración o resolución de las instituciones financieras deficientes ha avanzado con lentitud, y solo en respuesta a fuertes presiones del mercado; se precisa con urgencia un enfoque más activo y que abarque a toda la zona. Con el aumento de la edad legal de jubilación se ha logrado acortar la trayectoria a largo plazo del gasto en pensiones, pero conforme el gasto en salud continúe aumentando rápidamente, se necesitarán más medidas para que las prestaciones crezcan a un ritmo sostenible. Algunos países, en particular las economías de la periferia de la zona del euro, han introducido reformas para flexibilizar los mercados laborales. Sin embargo, muchas economías tienen que adoptar medidas más firmes para ayudar a las personas que han estado desempleadas por un largo tiempo, por ejemplo mejorando los programas de apoyo a la búsqueda de empleo y los programas de capacitación.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la actividad se ha desacelerado debido a la aplicación de políticas más restrictivas en respuesta a limitaciones de la capacidad, una menor demanda de las economías avanzadas y factores específicos de cada país. La mejora de las políticas ha incrementado la capacidad de resistencia ante los shocks (capítulo 4). Desde el estallido de la crisis en 2008, las políticas expansivas han amortiguado el impacto negativo de la debilidad en los mercados de las economías avanzadas: los déficits fiscales en general se han situado por encima de

los niveles previos a la crisis, en tanto que las tasas de interés reales han sido más bajas. El crédito interno ha crecido con rapidez. A mediano plazo, las autoridades tendrán que cerciorarse de mantener su capacidad para responder con flexibilidad a los shocks, preservando una orientación fiscal sólida y manteniendo tasas moderadas de inflación y de crecimiento del crédito. En este sentido, la aplicación de políticas monetarias más restrictivas durante 2011 fue una decisión acertada. En vista de los crecientes riesgos a la baja a los que está expuesta la demanda externa, los bancos centrales actuaron con acierto al suspender o revertir parte del endurecimiento de la política monetaria. Muchos de estos bancos disponen de margen para tomar más medidas a fin de apoyar la demanda externa si los riesgos externos a la baja amenazaran con materializarse.

Los desequilibrios mundiales y los factores de vulnerabilidad conexos han disminuido, pero aún es necesario abordarlos con medidas de política más decisivas. Dentro de la zona del euro, los desequilibrios en cuenta corriente —grandes superávits en Alemania y los Países Bajos y déficits en la mayoría de las economías de la periferia— tienen que seguir corrigiéndose. A escala mundial, los saldos en cuenta corriente de Estados Unidos, la zona del euro en su conjunto y Japón son más débiles de lo que serían si las políticas fiscales fueran más sostenibles, y los tipos de cambio efectivos reales del dólar, el euro y el yen son más fuertes. En cambio, las posiciones en cuenta corriente de muchas economías asiáticas son demasiado fuertes, y sus tipos de cambio demasiado débiles. Esto se debe en parte a distorsiones que frenan el consumo, pero también al efecto de la acumulación oficial de divisas a gran escala.

En general, las políticas necesarias para reducir los desequilibrios en cuenta corriente y los factores de vulnerabilidad conexos son consecuentes con los intereses de las economías en cuestión. Un mayor ajuste en las economías con déficits externos, y una mayor demanda interna en las economías con superávits externos, contribuirían no solo a crear una economía mundial más segura sino también a que todos se beneficien de un crecimiento más dinámico. Muchas economías

con déficits externos necesitan un ajuste fiscal más profundo y un fortalecimiento de la supervisión y la regulación del sector financiero. Estos esfuerzos han de complementarse con medidas estructurales, cuyos detalles difieren ampliamente entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes con déficits externos, pero que incluyen reformas en los mercados laboral y de productos, mejoras de la gestión de gobierno y del clima de negocios y medidas para promover el ahorro privado para la

jubilación. Las medidas estructurales que necesitan las economías con superávits externos con tipos de cambio subvaluados también varían de un país a otro, pero incluyen el fomento de la inversión en el caso de Alemania, la reforma de la red de protección social en China para estimular el consumo y la reducción de la acumulación de reservas oficiales en muchas economías de mercados emergentes, lo cual también ayudaría a contener el fuerte crecimiento del crédito y los precios de los activos.

La economía mundial se ha deteriorado más desde la publicación de la actualización de julio de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), y las proyecciones de crecimiento se han revisado a la baja (cuadro 1.1). Se estima que ahora los riesgos a la baja son mayores que los señalados en los informes WEO de abril de 2012 y septiembre de 2011. Una interrogante clave es si la economía mundial está solo atravesando una etapa de turbulencia adicional dentro de lo que siempre se había previsto que sería una recuperación lenta y accidentada, o si la actual desaceleración tiene un componente más duradero. La respuesta depende de si las autoridades europeas y estadounidenses toman o no la iniciativa para abordar los principales desafíos económicos. El pronóstico del informe WEO supone que sí lo hacen, y por lo tanto se proyecta que la actividad mundial se acelerará nuevamente en el curso de 2012; si no lo hacen, el pronóstico probablemente se incumplirá una vez más. A mediano plazo, persisten interrogantes importantes con respecto a cómo operará la economía mundial en un entorno de fuerte deuda pública y a la posibilidad de que las economías de mercados emergentes puedan mantener su dinámico ritmo de expansión y al mismo tiempo reemplazar cada vez más las fuentes externas de crecimiento con fuentes internas. El problema de la elevada deuda pública ya existía antes de la Gran Recesión debido al envejecimiento de la población y el mayor gasto en prestaciones sociales, pero dada la crisis, la necesidad de buscar una solución al problema pasó del largo plazo al mediano plazo.

Evolución reciente

Los indicadores de actividad y desempleo denotan una creciente y generalizada atonía económica en el primer semestre de 2012, y no dan señales de mejoras significativas en el tercer trimestre (gráfico 1.1). La actividad manufacturera mundial se desaceleró abruptamente. En la periferia de la zona

del euro se ha registrado un marcado descenso de la actividad (gráfico 1.2, panel 1), provocado por dificultades financieras que se ven reflejadas en el brusco aumento de los diferenciales de las tasas de los títulos soberanos (gráfico 1.2, panel 2). La actividad también ha sido decepcionante en otras economías, especialmente Estados Unidos y el Reino Unido. Los efectos de contagio provenientes de las economías avanzadas y las dificultades internas han frenado la actividad en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Estos efectos de contagio han reducido los precios de las materias primas y han sido un lastre para la actividad en muchos países exportadores de materias primas (véase la sección especial).

El resultado de esta evolución es que el crecimiento una vez más ha sido más débil que lo proyectado, en gran medida debido a que la intensidad de la crisis en la zona del euro no ha disminuido conforme a lo supuesto en proyecciones anteriores de informes WEO. Otras causas de este crecimiento deslucido son las deficiencias de las instituciones financieras y las políticas inadecuadas adoptadas en las economías avanzadas de importancia clave. Además, el menor crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo obedece en forma significativa a factores internos, en particular limitaciones con respecto a la sostenibilidad del fuerte ritmo de crecimiento en esas economías y la acumulación de desequilibrios fiscales. Además, las investigaciones del personal técnico del FMI indican que los recortes fiscales tuvieron efectos multiplicadores a corto plazo sobre el producto mayores que los esperados, lo cual puede explicar en parte los déficits de crecimiento (recuadro 1.1).

La crisis en la zona del euro se intensificó

Pese a las medidas de política que se adoptaron para resolverla, la crisis de la zona del euro se ha agravado y han sido necesarias nuevas intervenciones para evitar un deterioro acelerado de la situación. Tal como se indica en la edición de octubre de 2012 del

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

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	Interanual						T4 a T4		
	2010	2011	Proyecciones		Diferencia con las proyecciones de julio de 2012		Estimaciones 2011	Proyecciones	
			2012	2013	2012	2013		2012	2013
Producto mundial¹	5,1	3,8	3,3	3,6	-0,2	-0,3	3,2	3,0	4,0
Economías avanzadas	3,0	1,6	1,3	1,5	-0,1	-0,3	1,3	1,1	2,1
Estados Unidos	2,4	1,8	2,2	2,1	0,1	-0,1	2,0	1,7	2,5
Zona del euro	2,0	1,4	-0,4	0,2	-0,1	-0,5	0,7	-0,5	0,8
Alemania	4,0	3,1	0,9	0,9	0,0	-0,5	1,9	0,9	1,4
Francia	1,7	1,7	0,1	0,4	-0,2	-0,5	1,2	0,0	0,8
Italia	1,8	0,4	-2,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-2,3	0,0
España	-0,3	0,4	-1,5	-1,3	-0,1	-0,7	0,0	-2,3	0,2
Japón	4,5	-0,8	2,2	1,2	-0,2	-0,3	-0,6	1,6	2,1
Reino Unido	1,8	0,8	-0,4	1,1	-0,6	-0,3	0,6	0,0	1,2
Canadá	3,2	2,4	1,9	2,0	-0,2	-0,2	2,2	1,7	2,2
Otras economías avanzadas ²	5,9	3,2	2,1	3,0	-0,4	-0,4	2,4	2,3	3,6
Economías asiáticas recientemente industrializadas	8,5	4,0	2,1	3,6	-0,6	-0,6	3,0	3,2	3,5
Economías de mercados emergentes y en desarrollo³	7,4	6,2	5,3	5,6	-0,3	-0,2	5,7	5,5	6,2
África subsahariana ⁴	5,3	5,1	5,0	5,7	-0,1	0,0	...	...	...
Sudáfrica	2,9	3,1	2,6	3,0	0,0	-0,3	2,6	2,7	3,3
América Latina y el Caribe	6,2	4,5	3,2	3,9	-0,2	-0,3	3,7	3,0	4,6
Brasil	7,5	2,7	1,5	4,0	-1,0	-0,7	1,4	2,9	3,8
México	5,6	3,9	3,8	3,5	-0,1	-0,2	3,9	3,2	4,1
Comunidad de Estados Independientes	4,8	4,9	4,0	4,1	-0,1	0,0	4,3	2,9	4,8
Rusia	4,3	4,3	3,7	3,8	-0,3	-0,1	4,6	2,5	4,8
Excluido Rusia	6,0	6,2	4,7	4,8	0,2	0,2	...	...	...
Economías en desarrollo de Asia	9,5	7,8	6,7	7,2	-0,4	-0,3	6,9	7,2	7,4
China	10,4	9,2	7,8	8,2	-0,2	-0,2	8,9	7,9	8,1
India	10,1	6,8	4,9	6,0	-1,3	-0,6	5,0	5,5	5,9
ASEAN-5 ⁵	7,0	4,5	5,4	5,8	0,0	-0,3	2,8	7,2	6,6
Europa central y oriental	4,6	5,3	2,0	2,6	0,1	-0,2	3,6	1,9	3,3
Oriente Medio y Norte de África	5,0	3,3	5,3	3,6	-0,2	0,0	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>									
Unión Europea	2,1	1,6	-0,2	0,5	-0,2	-0,5	0,8	-0,2	1,2
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	4,1	2,8	2,6	2,9	-0,1	-0,3	2,3	2,2	3,3
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	12,6	5,8	3,2	4,5	-0,6	-0,7	...	...	...
Importaciones									
Economías avanzadas	11,4	4,4	1,7	3,3	-0,2	-0,9	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	14,9	8,8	7,0	6,6	-0,8	-0,4	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	12,0	5,3	2,2	3,6	-0,1	-0,7	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	13,7	6,5	4,0	5,7	-1,7	-0,5	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)									
Petróleo ⁶	27,9	31,6	2,1	-1,0	4,2	6,5	20,8	3,7	-3,3
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	26,3	17,8	-9,5	-2,9	2,6	1,4	-6,4	1,9	-5,4
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	1,5	2,7	1,9	1,6	-0,1	0,0	2,8	1,7	1,7
Economías de mercados emergentes y en desarrollo ³	6,1	7,2	6,1	5,8	-0,2	0,2	6,5	5,6	5,3
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)⁷									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	0,5	0,5	0,7	0,6	-0,1	-0,2	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	0,8	1,4	0,6	0,2	-0,1	-0,3	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0,4	0,3	0,4	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 30 de julio y el 27 de agosto de 2012. 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.

²Excluidos el G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, el Reino Unido) y los países de la zona del euro.

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

⁴Estas proyecciones del informe WEO incluyen a Sudán del Sur. Sin embargo, para África subsahariana la comparación de los pronósticos con la actualización del informe WEO de julio de 2012 no incluye a Sudán del Sur porque este país no estaba incluido en las proyecciones de julio. Los datos agregados mundiales y para el grupo de las economías de mercados emergentes y en desarrollo tampoco pueden ser comparados directamente con la actualización del informe WEO de julio de 2012 por la misma razón, pero la ponderación de Sudán del Sur en estos agregados es muy pequeña.

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 \$104,01 el barril en 2011; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es US\$106,18 en 2012 y US\$105,10 en 2013.

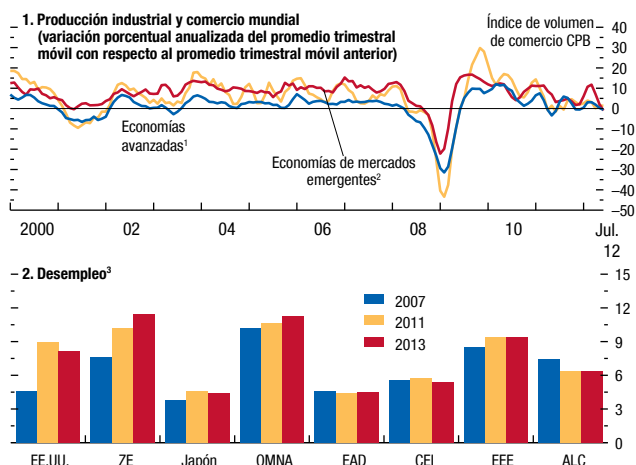
⁷Tasa a seis meses para Estados Unidos y Japón, y a tres meses para la zona del euro.

informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, en adelante “informe GFSR”), los bancos, las aseguradoras y las empresas han trasladado la liquidez excedentaria de la periferia al núcleo de la zona del euro, y como resultado los diferenciales soberanos españoles alcanzaron máximos sin precedentes y los diferenciales italianos subieron drásticamente (gráfico 1.2, panel 2). Los factores que desencadenaron esta situación fueron la persistencia de dudas acerca de la capacidad de los países de la periferia para llevar adelante los necesarios ajustes fiscales y estructurales, los cuestionamientos acerca de si las instituciones nacionales están preparadas para adoptar políticas adecuadas en toda la zona del euro para combatir la crisis, y las preocupaciones en cuanto a la capacidad del Banco Central Europeo (BCE) y del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera/Mecanismo Europeo de Estabilidad (FEFF/MEDE) para responder en caso de que se materializaran los escenarios más desfavorables.

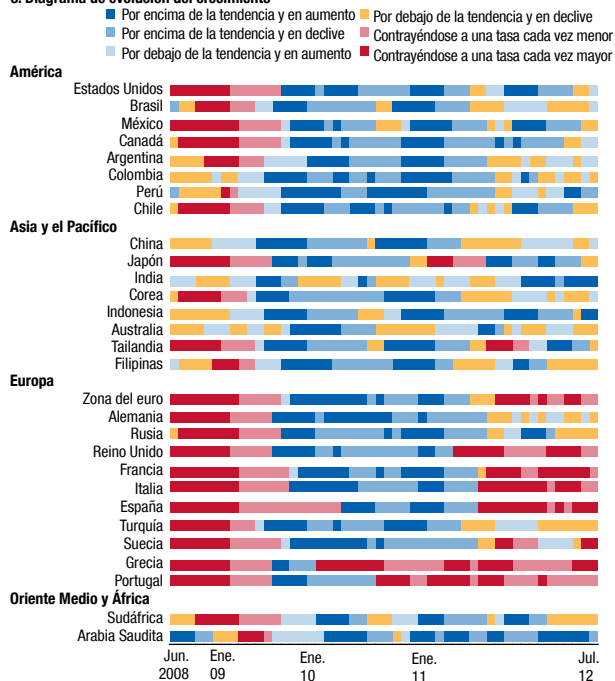
Estas inquietudes dieron lugar a cuestionamientos acerca de la viabilidad de la zona del euro y llevaron a las autoridades de la zona euro a adoptar diversas medidas. En la cumbre que celebraron el 29 de junio de 2012, los líderes de la zona del euro se comprometieron a reconsiderar el tema de la prelación del MEDE con respecto a los préstamos a España. En respuesta al agravamiento de los problemas, España posteriormente acordó un programa con sus socios europeos para respaldar la reestructuración de su sector bancario, con un financiamiento de hasta €100.000 millones. Además, los líderes emprendieron tareas para establecer una unión bancaria, que recientemente dio lugar a una propuesta de la Comisión Europea para establecer un mecanismo único de supervisión. Los líderes coincidieron en que, una vez establecido, ese mecanismo abriría la posibilidad de que el MEDE asuma participaciones de capital directas en los bancos. Esto es crucial porque ayudará a romper el círculo vicioso entre las entidades soberanas y los bancos. Asimismo, a comienzos de septiembre el BCE anunció que considerará (sin límites ex ante) Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) para los programas de ajuste macroeconómico o los programas precautorios en el marco del FEFF/MEDE. Las transacciones abarcarán compras de títulos públicos, y se centrarán en el

Gráfico 1.1. Indicadores mundiales

El ciclo manufacturero mundial ha entrado una vez más en su fase descendente. La producción industrial se ha desacelerado bruscamente en las economías avanzadas y de mercados emergentes y en desarrollo, al igual que el comercio mundial. El deterioro es de base amplia. El desempleo en las economías avanzadas se mantiene bastante por encima de los niveles previos a la crisis, y es alto en Europa oriental y en Oriente Medio y Norte de África.



3. Diagrama de evolución del crecimiento⁴



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: EE.UU. = Estado Unidos; ZE = zona del euro; CEI = Comunidad de Estados Independientes; EAD = economías de Asia en desarrollo; EEE = economías emergentes de Europa; ALC = América Latina y el Caribe; OMNA = Oriente Medio y Norte de África.

¹Australia, 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.

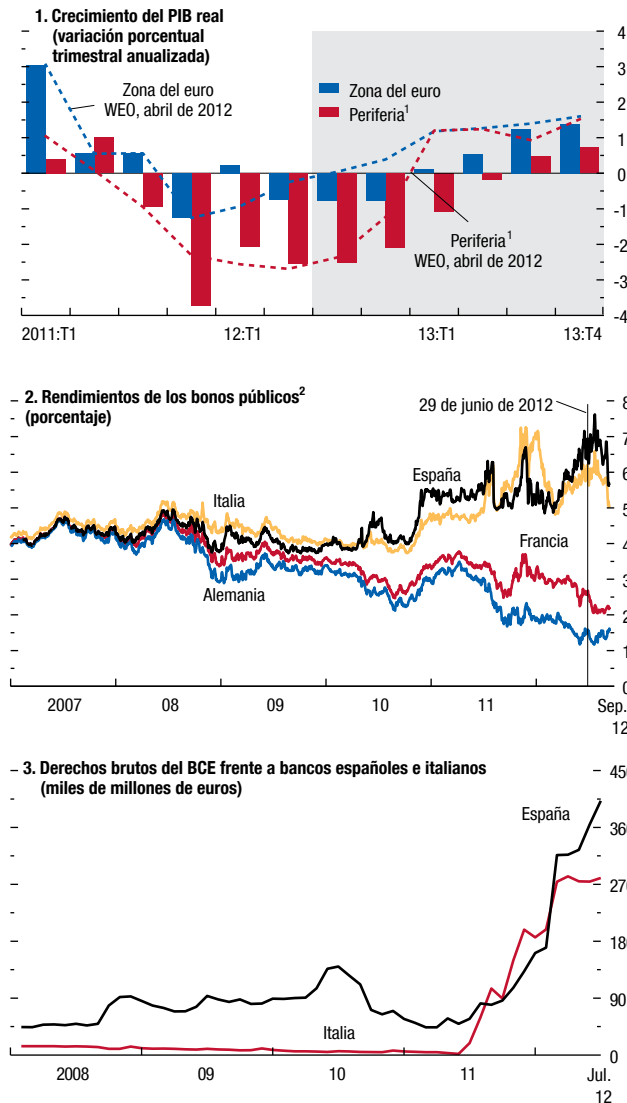
²Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

³África subsahariana (AS) se omite debido a limitaciones de los datos.

⁴El diagrama de evolución del crecimiento se describe en Matheson (2011). Dentro de las regiones, los países se clasifican por el tamaño de su economía.

Gráfico 1.2. Evolución en la zona del euro

La crisis en la zona del euro se ha agudizado. La actividad está contrayéndose, sobre todo debido a fuertes recortes de la producción en las economías de la periferia, dado que las condiciones financieras y fiscales son muy restrictivas. Los emisores de bonos soberanos y los bancos en la periferia están esforzándose por atraer inversionistas extranjeros. Sus diferenciales de deuda soberana han aumentado considerablemente, y los bancos acuden con mayor frecuencia al Banco Central Europeo (BCE) para obtener financiamiento, lo que significa que han reducido el crédito interno.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; bancos centrales nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.
²Bonos públicos a 10 años.

segmento más corto de la curva de rendimientos. Es importante destacar que el BCE aceptará el mismo tratamiento que reciban los acreedores privados u otros acreedores con respecto a los bonos adquiridos a través del programa de OMC.

La previsión de estas iniciativas y su posterior puesta en marcha provocaron una recuperación en los mercados financieros, con una apreciación del euro frente al dólar de EE.UU. y otras monedas importantes. Sin embargo, los indicadores recientes de actividad han seguido languideciendo, lo cual hace pensar que la debilidad está propagándose de la periferia a toda la zona del euro (gráfico 1.3, panel 2). Ni siquiera Alemania ha sido inmune.

El producto y el empleo volvieron a debilitarse en Estados Unidos

La economía estadounidense se desaceleró. Los datos revisados de las cuentas nacionales indican que la economía comenzó 2012 con un impulso mayor que el inicialmente estimado. Sin embargo, el crecimiento del PIB real posteriormente se desaceleró a 1,7% en el segundo trimestre, es decir, por debajo de las proyecciones del informe WEO de abril de 2012 y su correspondiente actualización en julio. El mercado laboral y el consumo no han logrado cobrar mucho impulso. La persistente debilidad ha dado lugar a otra ronda de políticas de estímulo por parte de la Reserva Federal. Debido al persistente estancamiento político, el problema del precipicio fiscal no se resolverá antes de las elecciones de noviembre. Por el lado positivo, el mercado inmobiliario quizás esté estabilizándose, aunque en niveles deprimidos, y el crédito privado ha seguido expandiéndose a pesar del retroceso de los bancos de la Unión Europea en el mercado de Estados Unidos.

La demanda interna siguió perdiendo fuerza en economías de mercados emergentes clave

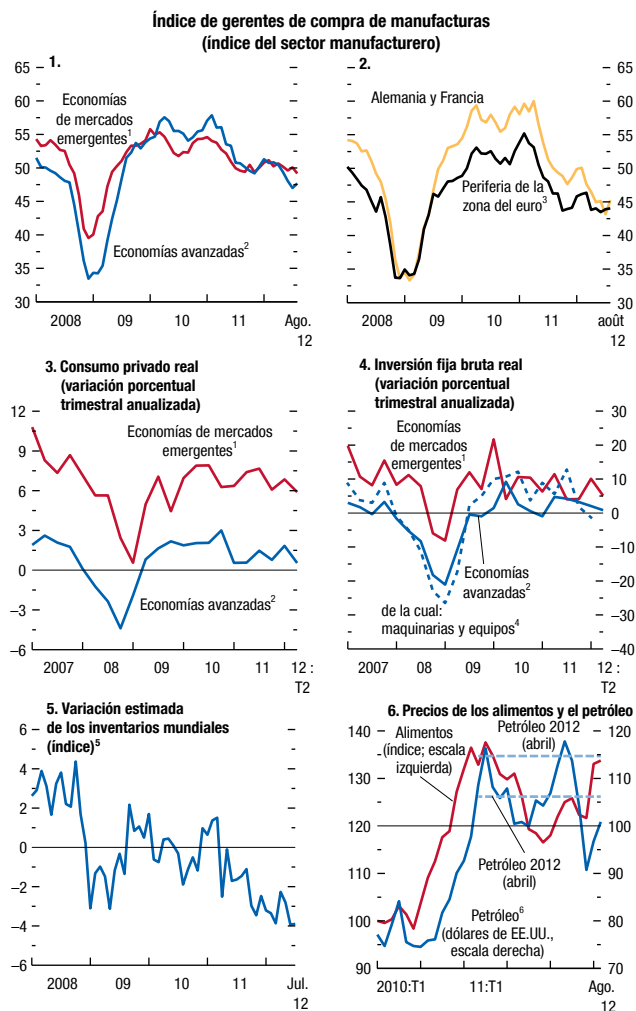
La aplicación de políticas más restrictivas en respuesta a las limitaciones de la capacidad y las preocupaciones acerca de la posibilidad de que las carteras de préstamo de los bancos se deterioren, la menor demanda proveniente de las economías avanzadas, y factores específicos de cada país,

desaceleraron el crecimiento del PIB en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, de alrededor de 9% a finales de 2009 a alrededor de 5¼% últimamente. Los indicadores de la actividad manufacturera han estado retrocediendo por algún tiempo (gráfico 1.3, panel 1). El Modelo de Proyección Mundial del personal técnico del FMI indica que más de la mitad de las revisiones a la baja del crecimiento del PIB real en 2012 tienen como causa principal factores internos.

- Se estima que el crecimiento se ha debilitado considerablemente en las economías en desarrollo de Asia, a menos de 7% en el primer semestre de 2012, dada la abrupta desaceleración de la actividad en China, debido al endurecimiento de las condiciones crediticias (en respuesta al riesgo de una burbuja inmobiliaria), el retorno a un ritmo más sostenible de inversión pública y un debilitamiento de la demanda externa. La actividad en India se vio afectada por una merma de la confianza de las empresas debida a la desaceleración de la aprobación de nuevos proyectos, la lentitud de las reformas estructurales, aumentos de la tasa de interés de política monetaria para contener la inflación y un decaimiento de la demanda externa.
- El crecimiento del PIB real también se desaceleró en América Latina a aproximadamente 3% en el primer semestre de 2012, en gran medida debido a que en Brasil se sintió el impacto de la aplicación previa de políticas más restrictivas para contener la presión inflacionaria y el efecto de las medidas para moderar el crecimiento del crédito en ciertos segmentos del mercado, sumándose a esto últimamente el peso de factores mundiales.
- Las economías emergentes de Europa, después de experimentar un fuerte repunte tras las crisis de crédito, ahora se han visto duramente golpeadas por la desaceleración de las exportaciones a la zona del euro, y con lo cual el crecimiento de su PIB real prácticamente se ha detenido. En Turquía, la causa de la desaceleración ha sido la demanda interna, que se ha visto afectada por la aplicación de políticas más restrictivas y una reducción de la confianza. A diferencia de 2008, sin embargo, la aversión generalizada al riesgo en la región ha dejado de ser un factor. La actividad

Gráfico 1.3. Indicadores de crecimiento corrientes y anticipados

Los índices de gerentes de compra del sector manufacturero aún no apuntan a un avance significativo de la actividad; están por debajo del nivel de 50, lo cual denota una caída del producto. El deterioro es especialmente pronunciado en la periferia de la zona del euro. La inversión en maquinaria y equipos también se ha debilitado, sobre todo en la zona del euro. Además, el ritmo de reposición de los inventarios ha disminuido. El consumo ha demostrado una mayor capacidad de resistencia, particularmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Es posible que el nivel algo más bajo de los precios de los combustibles apoyen el consumo en las economías avanzadas. Sin embargo, el alza de los precios de los alimentos perjudicará a muchos hogares, sobre todo en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: No todas las economías están incluidas en los agregados regionales. En los casos de ciertas economías, los datos mensuales se interpolan a partir de series trimestrales.
 1 Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.
 2 Australia, 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.
 3 España, Grecia, Irlanda e Italia.
 4 Promedios ponderados según la paridad del poder adquisitivo de los productos metálicos y maquinarias en la zona del euro, plantas y equipo en Japón, plantas y maquinaria en el Reino Unido, y equipo y programas informáticos en Estados Unidos.
 5 Sobre la base de desviaciones respecto de la relación (de cointegración) estimada entre la producción industrial y las ventas minoristas a escala mundial.
 6 Dólares de EE.UU. por barril: Promedio simple de los precios al contado de las variedades U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate. Las líneas puntuadas indican el precio del petróleo proyectado en las ediciones del informe WEO de abril de 2012 y la actual.

en Rusia, que ha beneficiado a varias economías de la región, también ha perdido dinamismo recientemente.

Perspectivas de crecimiento lento y accidentado

No se vislumbran mejoras significativas en el futuro. El pronóstico del informe WEO prevé solo una reaceleración moderada de la actividad, que estaría ayudada por cierta disminución de la incertidumbre acerca de las respuestas de política que se supone se tomarán en la zona del euro y Estados Unidos, las persistentes condiciones monetarias acomodaticias y una relajación gradual de las condiciones financieras. Los balances sólidos de las empresas no financieras y el desapalancamiento constante o cada vez más lento de los bancos y hogares promoverán la reconstitución del stock de capital y el fortalecimiento gradual del consumo de bienes duraderos. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el relajamiento de la política monetaria y fiscal impulsará el crecimiento del producto. Sin embargo, si cualquiera de los dos supuestos críticos acerca de las respuestas de política no se cumpliera, la actividad mundial podría deteriorarse drásticamente.

- El primer supuesto es que, de acuerdo con el *escenario base* presentado en el informe GFSR de octubre de 2012, las autoridades europeas adoptan medidas adicionales para impulsar el ajuste a nivel de los países y la integración a nivel de la zona del euro (incluido el establecimiento oportuno de un mecanismo único de supervisión). Como resultado, la credibilidad de las políticas y la confianza mejoran gradualmente mientras que persisten tensiones debido a los elevados costos de financiamiento y continúa la fuga de capitales de los países de la periferia a los del núcleo. Si no se toman estas medidas de política, el pronóstico del informe WEO puede no cumplirse una vez más, y la zona del euro podría descender al escenario basado en la aplicación de *políticas deficientes* que se presenta en el informe GFSR, y que se describe en más detalle más adelante.
- El segundo supuesto es que las autoridades estadounidenses evitan el precipicio fiscal y elevan el tope de la deuda, y al mismo tiempo logran avan-

ces importantes hacia la formulación de un plan integral para restablecer la sostenibilidad fiscal.

El ajuste fiscal continuará, pero no en muchas economías de mercados emergentes

El ajuste fiscal ha estado frenando la actividad en varias partes del mundo, y seguirá haciéndolo a lo largo del horizonte del pronóstico en las economías avanzadas, pero no en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En la edición de octubre de 2012 del *Monitor Fiscal* (MF) se examinan las tendencias.

En las principales economías avanzadas, los saldos estructurales del gobierno general avanzan por una trayectoria que los conduce a una reducción de alrededor de $\frac{3}{4}\%$ del PIB en 2012, es decir, aproximadamente lo mismo que en 2011 y conforme a las proyecciones del informe WEO de abril de 2012 (gráfico 1.4, panel 1). Para 2013 se proyecta que el ajuste se incrementará moderadamente a alrededor de 1% del PIB, pero la composición del ajuste variará entre los distintos países (véase el cuadro A8 en el apéndice estadístico). En la zona del euro ya se ha implementado un ajuste sustancial y el ritmo de contracción disminuirá en cierta medida. En Estados Unidos, las perspectivas presupuestarias para 2013 son muy inciertas, dado el gran número de normas sobre impuestos que están por caducar y la amenaza de recortes automáticos del gasto, todo esto en un contexto político muy polarizado. El precipicio fiscal implica un ajuste de más de 4% del PIB, pero la proyección del informe WEO supone que el resultado equivaldría solo a una reducción del déficit estructural del $1\frac{1}{4}\%$ del PIB, es decir, un poco más que en 2012, sobre todo debido a la extinción de las medidas de estímulo, como el recorte de los impuestos sobre la nómina, y una reducción del gasto relacionado con la guerra. Las perspectivas presupuestarias también se han tornado más inciertas en Japón, donde un impasse político ha demorado la aprobación del financiamiento presupuestario para el resto del ejercicio que concluye en marzo de 2013. El gasto relacionado con el terremoto ha apoyado el crecimiento en 2012, pero se reducirá notablemente en 2013. Como resultado, se registrará una contracción fiscal de alrededor de $\frac{1}{2}\%$ del PIB. Esta

contracción podría ser mucho mayor si el impasse político no se resuelve pronto.

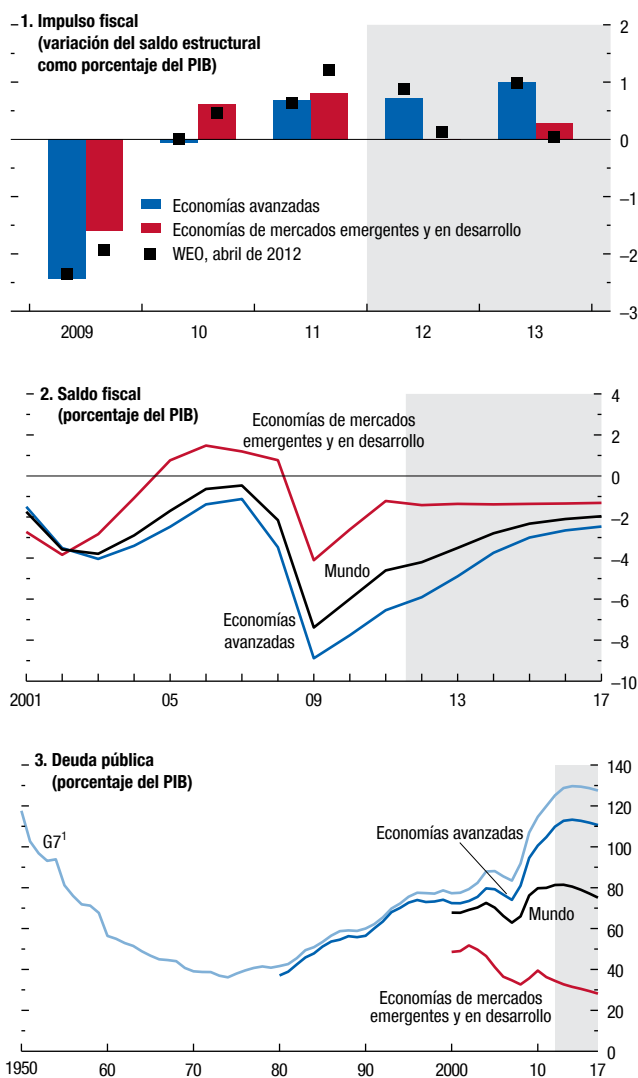
Para las economías de mercados emergentes y en desarrollo no se prevé ninguna consolidación fiscal significativa para 2012–13, después de que durante 2011 se registrara una mejora de 1% del PIB en los saldos estructurales (gráfico 1.4, panel 1). Se prevé que el déficit del gobierno general en estas economías permanecerá por debajo de 1½% del PIB, y que los niveles de deuda pública como porcentaje del PIB descenderán, hacia 30%. No obstante, las perspectivas fiscales varían de una economía a otra. En términos generales, China, India y Turquía aplicarán una política neutra en 2012 y 2013. En Brasil, la política será en general neutra en 2012 y se tornará algo más restrictiva en 2013. En México, la contracción fiscal será de alrededor de 1% del PIB en 2012, y estará seguida de una nueva retracción fiscal moderada en 2013. En Rusia, la política está distendiéndose notablemente en 2012, pero para 2013 se proyecta una orientación neutra en términos generales.

Se prevé que la política monetaria apoyará la actividad

La política monetaria ha estado distendiéndose y permanecerá muy laxa, de acuerdo con las expectativas del mercado (gráfico 1.5, panel 1). El BCE puso en marcha recientemente el programa de OMC (véase más arriba) y amplió los requisitos para la constitución de garantías. La Reserva Federal anunció hace poco que compraría títulos respaldados por hipotecas a un ritmo de US\$40.000 millones al mes, que consideraría compras adicionales de activos y que emplearía otras herramientas de política hasta que las condiciones económicas mejoren. Además, prorrogó la directriz de tasas de interés bajas de finales de 2014 hasta mediados de 2015. Previamente, el Banco de Inglaterra había ampliado su programa de expansión cuantitativa. Recientemente varias economías avanzadas redujeron las tasas de política monetaria (Australia, Corea, Israel, la República Checa) o postergaron las subidas de las mismas. El Banco del Japón prevé una expansión monetaria de alrededor de 5% del PIB durante el próximo año basada en su programa de compra de activos, y estima que esta

Gráfico 1.4. Políticas fiscales

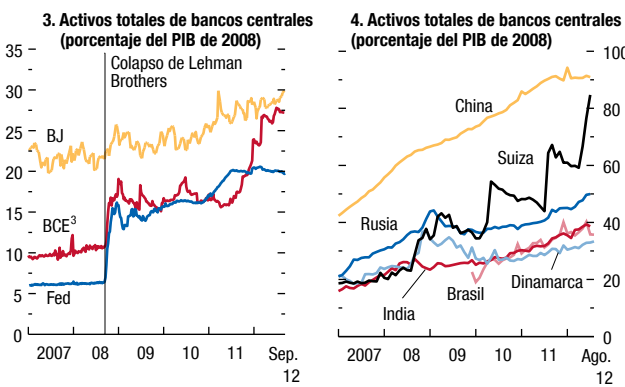
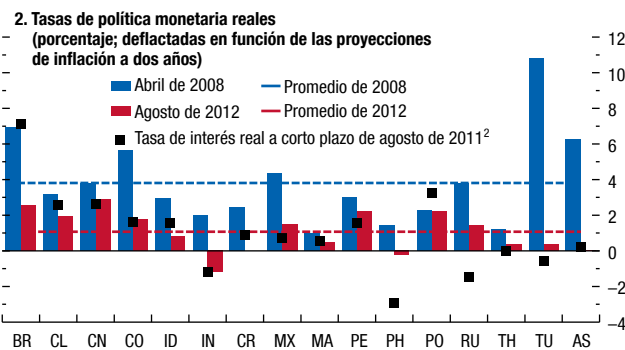
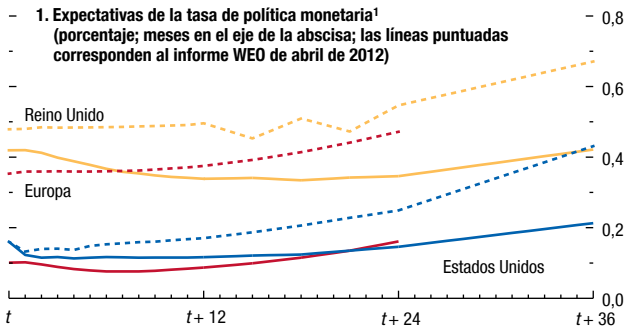
En 2012, la política fiscal se tornó más contractiva en las economías avanzadas, y mucho menos contractiva en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, donde se prevé que el déficit fiscal se situará alrededor del 1½% del PIB, es decir, muy por debajo del nivel del 6% del PIB proyectado para las economías avanzadas. Sin embargo, antes de la crisis, las economías de mercados emergentes y en desarrollo tenían superávits. A mediano plazo, muchas economías deberían fortalecer su posición fiscal para recomponer el margen de maniobra de sus políticas. No obstante, los principales desafíos con respecto a la reducción del déficit radican en las economías avanzadas, donde la deuda pública supera el 100% del PIB y está en aumento.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹El G-7 está integrado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

Gráfico 1.5. Políticas monetarias

En las principales economías avanzadas se prevén políticas monetarias muy laxas. Las tasas de interés real también son bajas en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, y varias economías han recortado sus tasas de interés de política monetaria en los últimos seis meses. Sin embargo, solo unas pocas economías realizaron recortes significativos. A mediano plazo será necesario elevar las tasas de política monetaria, pero teniendo en cuenta los riesgos a la baja para las perspectivas, muchos bancos centrales pueden mantener las tasas estables ahora o relajarlas aún más. En las economías avanzadas, los balances de los bancos centrales se han expandido considerablemente, pero su tamaño no es inusual en comparación con los de varias economías de mercados emergentes.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; TH = Tailandia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica; BCE = Banco Central Europeo; BJ = Banco de Japón; Fed = Reserva Federal.
¹Las expectativas se basan en la tasa de fondos federales (Estados Unidos), la tasa media 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 13 de septiembre de 2012.
²Tasa del Banco de Indonesia, en el caso de Indonesia; el costo de financiamiento efectivo marginal del Banco Central de la República de Turquía estimado por el personal técnico del FMI.
³Los cálculos del BCE se basan en el estado financiero semanal del Eurosistema.

medida será suficiente para elevar la inflación hasta la meta fijada de 1%. Recientemente distendió aún más su política monetaria al ampliar el tope de su programa de compra de activos con respecto a los bonos públicos.

El Banco de Inglaterra lanzó algunas medidas innovadoras. En el marco de un programa de financiamiento para préstamos (“Funding for Lending Scheme”, FLS), los bancos y las empresas constructoras podrán obtener crédito mediante letras del Tesoro del Reino Unido a cambio de garantías menos líquidas. Los bancos podrán endeudarse en letras por una suma equivalente a 5% de su cartera de préstamos al sector no financiero del Reino Unido en junio de 2012, más toda expansión del crédito desde esa fecha hasta el final de 2013. Para los bancos que, en lugar de recortar sus actividades de préstamo, las mantengan o las amplíen, las tasas que se aplican a las operaciones de *swaps* serán más bajas. Estas medidas deben estimular los préstamos bancarios y facilitar el acceso al crédito al por mayor al mejorar la calidad de los activos en poder de los bancos.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo pusieron en marcha una serie de políticas expansivas en respuesta al descenso de la actividad y la inflación. Muchas postergaron el ajuste previsto, y algunas recortaron las tasas de interés de política monetaria, como Brasil, China, Colombia, Filipinas, Hungría y Sudáfrica (gráfico 1.5, panel 2). Sin embargo, solo Brasil realizó cortes profundos, relajando al mismo tiempo las medidas macroprudenciales para incentivar aún más el crédito. En general, las tasas de interés reales en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo aún están en niveles relativamente bajos y el crecimiento del crédito es fuerte. Por estas razones, muchos bancos centrales han optado por mantenerse a la espera.

Persistirán condiciones financieras muy frágiles

Pese a la recuperación del mercado en el tercer trimestre de 2012, los factores de vulnerabilidad financiera son más altos que en el segundo trimestre, según el informe GFSR de octubre de 2012. La confianza en el sistema financiero mundial sigue siendo extraordinariamente frágil. Los préstamos bancarios

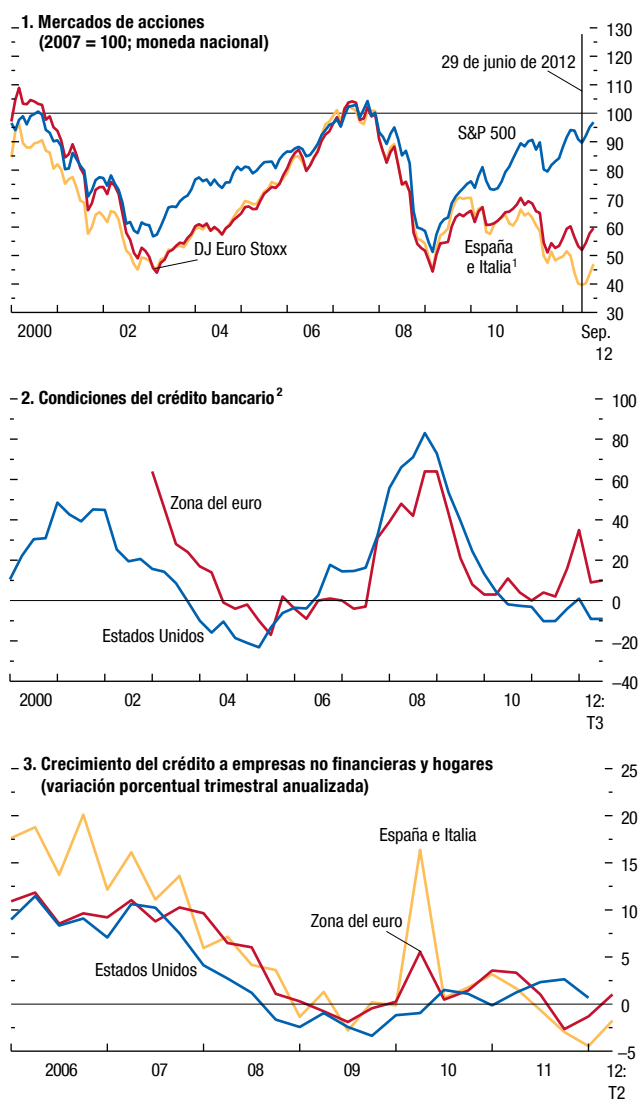
permanecen deprimidos en las diferentes economías avanzadas (gráfico 1.6, paneles 2 y 3). Las normas de crédito en Estados Unidos han estado relajándose moderadamente durante algún tiempo, aunque no todavía en el caso de los inmuebles residenciales. En la zona del euro, en cambio, las encuestas sobre préstamos apuntan a un mayor endurecimiento de las normas y a una caída de la demanda de préstamos. El crédito bancario se ha contraído drásticamente en la periferia, y el crecimiento del crédito prácticamente se estancó en las economías del núcleo, en medio de fuertes aumentos de los diferenciales de crédito en la periferia.

El aumento de la aversión al riesgo ha frenado los flujos de capitales a los mercados emergentes (gráfico 1.7, panel 1), aunque los títulos de deuda en moneda local han seguido atrayendo inversiones durante la crisis de la zona del euro. Las inquietudes giran en torno a la desaceleración del crecimiento interno y el agravamiento de los factores de vulnerabilidad financiera. Los diferenciales de los bonos soberanos y empresariales aumentaron levemente (gráfico 1.7, panel 2). Los bancos en los mercados emergentes han estado aplicando normas crediticias más restrictivas ante el aumento de los préstamos en mora y el deterioro de las condiciones de financiamiento (gráfico 1.7, panel 4). Las respuestas a las encuestas hacen pensar que la contracción en los mercados mundiales de financiamiento ha tenido una incidencia importante en este sentido. Los indicadores de la demanda de préstamos aún están en un ciclo expansivo en todas las principales regiones (gráfico 1.7, panel 5). El ritmo de crecimiento del crédito disminuyó con respecto al altísimo nivel en que estaba, pero sigue siendo elevado en muchas economías.

Las condiciones financieras probablemente seguirán siendo muy frágiles a corto plazo porque la implementación de una solución a la crisis de la zona del euro tomará tiempo y porque el tope de la deuda y el precipicio fiscal en Estados Unidos generan preocupaciones acerca de la recuperación de ese país. Se prevé que los préstamos bancarios en las economías avanzadas seguirán deprimidos, mucho más en la zona del euro, donde los países de la periferia sufrirán nuevas reducciones del crédito. En la mayoría de los mercados emergentes los flujos de

Gráfico 1.6. Evolución reciente de los mercados financieros

Los mercados de acciones registraron cuantiosas pérdidas y han experimentado mucha volatilidad. Los pronunciamientos en materia de política han tendido fuertes repercusiones. Las condiciones del crédito bancario están distendiéndose con respecto a los niveles muy restrictivos en Estados Unidos, pero continúan contrayéndose en la zona del euro. En Estados Unidos el crédito a los hogares y a las empresas no financieras está volviendo a crecer; el crédito en la zona del euro está deprimido, en medio de recortes en las economías de la periferia.



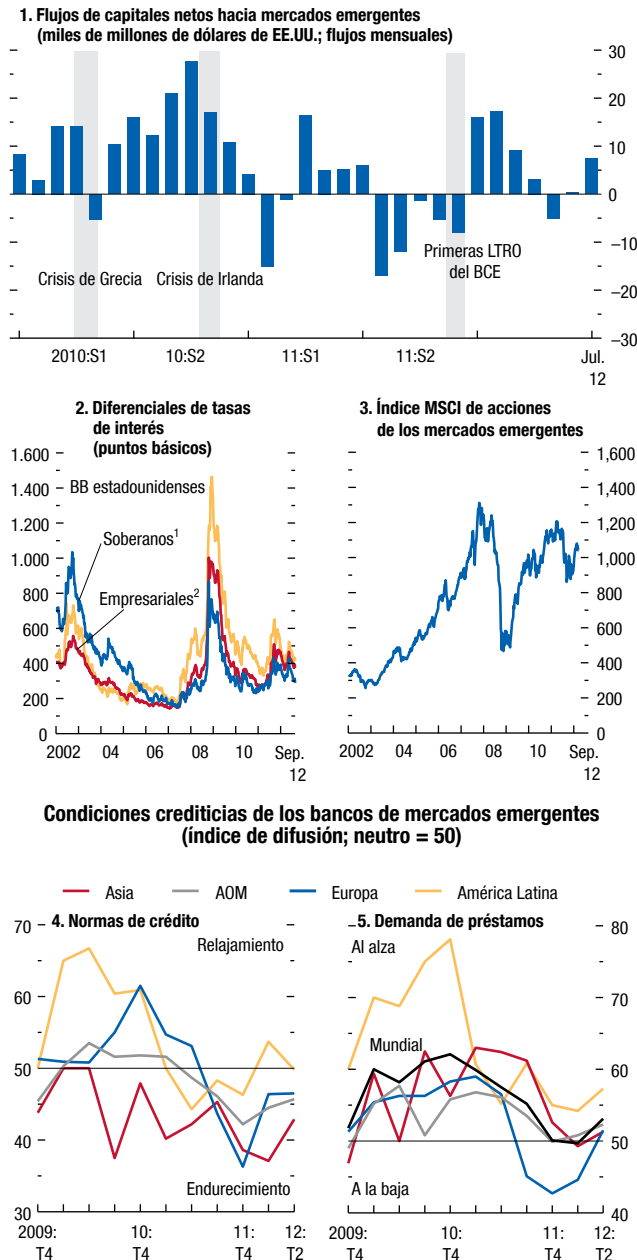
Fuentes: Bank of America/Merrill Lynch; Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Promedio ponderado del IBEX de España y el FTSEMIB de Italia utilizando las capitalizaciones de mercado del 13 de septiembre de 2012.

²Porcentaje 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.

Gráfico 1.7. Condiciones en los mercados emergentes

Los mercados emergentes experimentaron salidas de capital hasta hace poco, sus mercados de acciones retrocedieron y sus diferenciales de riesgo se ampliaron en cierta medida. Los bancos están endureciendo las normas crediticias ante los auges de crédito y precios de los activos y ante la reducción del financiamiento externo. No obstante, la demanda de préstamos continúa expandiéndose.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; EPFR Global; Haver Analytics; IIF Emerging Markets Bank Lending Survey, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: BCE = Banco Central Europeo; LTRO = Operaciones de financiación a plazo más largo; AOM = África y Oriente Medio.
¹Diferencial del índice EMBI Global de JPMorgan.
²Diferencial del índice CEMBI Broad de JPMorgan.

capitales tenderán a ser volátiles. En las economías en las que el crecimiento del crédito ya se ha desacelerado apreciablemente, como China, los préstamos probablemente repuntarán más a medida que se aceleren las aprobaciones de proyectos; en otras regiones, las tasas de crecimiento probablemente se desplazarán lateralmente o descenderán. Es probable que las condiciones del financiamiento externo incidan en la evolución del crédito en las economías emergentes de Europa más que en otras economías de mercados emergentes.

Se pronostica que la actividad seguirá siendo tenue en muchas economías

Se pronostica una recuperación trastabillante en las principales economías avanzadas, con un crecimiento que permanecerá en un nivel bastante saludable en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo. Los indicadores anticipados no apuntan a una aceleración significativa de la actividad, pero últimamente las condiciones financieras han mejorado en respuesta a las medidas adoptadas por las autoridades en la zona del euro y al relajamiento de la política por parte de la Reserva Federal.

- Para la zona del euro se proyecta que el PIB real se reducirá alrededor de 3/4% (en cifras anualizadas) durante el segundo semestre de 2012 (gráfico 1.8, panel 2). Al tener en cuenta el menor repliegue fiscal y la aplicación, a escala nacional y de toda la zona del euro, de políticas orientadas a mejorar en mayor medida las condiciones financieras a finales de 2013, se proyecta que el PIB real permanecerá invariable en el primer semestre de 2013 y se expandirá alrededor de 1% en el segundo semestre. Se prevé que las economías del núcleo registrarán un crecimiento bajo pero positivo en 2012–13. La mayoría de las economías de la periferia probablemente sufrirán una fuerte contracción en 2012, provocada por el carácter restrictivo de las políticas fiscales y las condiciones financieras, y empezarán a recuperarse tan solo en 2013.
- En Estados Unidos se proyecta que el PIB real se expandirá alrededor de 1½% durante el segundo semestre de 2012, y que aumentará a 2¾% a finales de 2013 (gráfico 1.8, panel 1). La debilidad de los balances de los hogares y la escasa con-

fianza, las condiciones financieras relativamente restrictivas y la continua consolidación fiscal son los obstáculos que impiden un crecimiento más dinámico. A muy corto plazo, la sequía también incidirá negativamente en el producto.

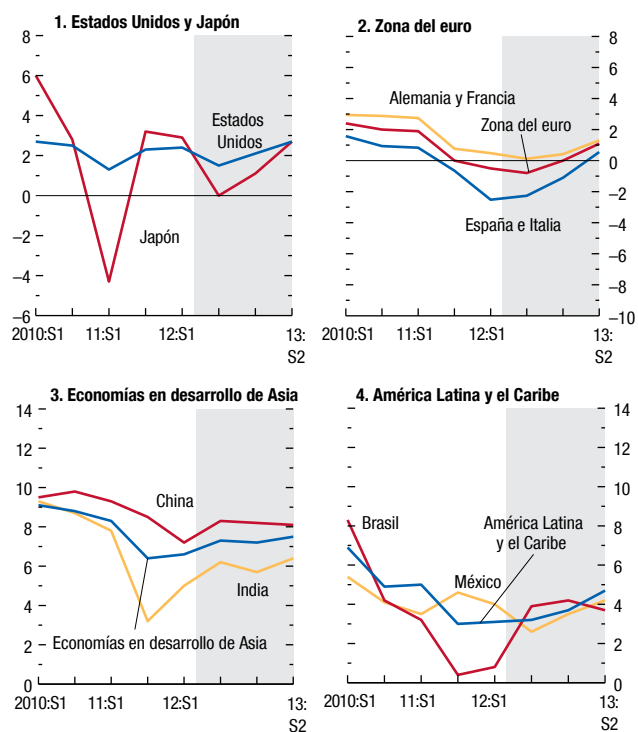
- En Japón, el ritmo de crecimiento disminuirá considerablemente conforme vayan concluyendo las tareas de reconstrucción posteriores al terremoto. Se pronostica que el PIB real se estancará en el segundo semestre de 2012 y que crecerá aproximadamente 1% en el primer semestre de 2013. De ahí en adelante se prevé una mayor aceleración del crecimiento (gráfico 1.8, panel 1).

Los fundamentos económicos siguen siendo sólidos en muchas economías que no han sufrido una crisis financiera, especialmente en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo. En esas economías, el fuerte crecimiento del empleo y el sólido nivel de consumo (gráfico 1.3, panel 3) deberán seguir impulsando la demanda y, junto con una política macroeconómica más laxa, propiciar una inversión y un crecimiento saludables. Sin embargo, no se proyecta que las tasas de crecimiento retornen a los niveles previos a la crisis.

- En las economías en desarrollo de Asia, el pronóstico es que el ritmo de crecimiento del PIB real se acelerará a 7¼% en el segundo semestre de 2012 (gráfico 1.8, panel 3). El principal responsable de esta aceleración será China, donde se prevé que la actividad se verá impulsada gracias a la aprobación más rápida de proyectos de infraestructura pública. Las perspectivas para India son inusualmente inciertas: para 2012 se proyecta un crecimiento del PIB real de 5%, con un crecimiento débil en el primer semestre y una continua desaceleración de la inversión, pero gracias a mejoras de las condiciones externas y la confianza —ayudadas por diversas reformas anunciadas recientemente— se proyecta que el crecimiento del PIB real aumentará a alrededor de 6% en 2013.
- Para América Latina se proyecta que el PIB real crecerá aproximadamente 3¼% en el segundo semestre de 2012. De ahí en adelante se prevé que se acelerará a 4¾% en el curso del segundo semestre de 2013 (gráfico 1.8, panel 4). En el caso de Brasil, la aceleración proyectada es fuerte gracias a medidas fiscales focalizadas que buscan

Gráfico 1.8. Crecimiento del PIB
(Variación porcentual anualizada de un semestre a otro)

Se proyecta que el crecimiento del PIB real se desplazará lateralmente o se acelerará moderadamente en 2012. Se prevé que la actividad seguirá contrayéndose durante 2013 en las economías de la periferia de la zona del euro. En las economías emergentes de Asia y América Latina, la aceleración proyectada se debe principalmente a China y Brasil, que han estado relajando sus políticas macroeconómicas en respuesta al debilitamiento de la actividad.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

promover la demanda a corto plazo y a la aplicación de una política monetaria más laxa, incluidos recortes de la tasa de política monetaria equivalentes a 500 puntos básicos desde agosto de 2011. No se pronostica un repunte apreciable del ritmo de la actividad en otros países de la región.

- En las economías de Europa central y oriental, se prevé que la mejora de las condiciones financieras en las economías golpeadas por la crisis, una demanda algo más fuerte por parte de la zona del euro y el fin de un ciclo de auge y caída en Turquía produzcan un repunte del crecimiento a 4% a finales de 2013.
- En África subsahariana se proyecta que el crecimiento permanecerá por encima de 5%, y por encima de 4% en la Comunidad de Estados Independientes (véase el cuadro 1.1). Dos factores que propician esta evolución en ambas regiones son el nivel aún alto de los precios de las materias primas y los proyectos conexos.
- En la región de Oriente Medio y Norte de África (OMNA), la actividad en los países importadores de petróleo probablemente se verá frenada por la persistente incertidumbre relacionada con los procesos de transición política y económica tras la Primavera Árabe y por la debilidad de los términos de intercambio: el crecimiento del PIB real probablemente se desacelerará a alrededor de 1¼% en 2012 y repuntará moderadamente en 2013. Debido en gran medida a la recuperación en Libia, el ritmo general de crecimiento en los países exportadores de petróleo repuntará marcadamente en 2012, a más de 6½%, para luego retornar a alrededor de 3¾% en 2013.

Los indicadores cíclicos denotan capacidad excedentaria en las economías avanzadas

Los indicadores cíclicos apuntan a una amplia capacidad ociosa en muchas economías avanzadas, pero limitaciones de capacidad en varias economías de mercados emergentes (gráfico 1.9). Según el informe WEO, las brechas del producto en las principales economías avanzadas son amplias, y van desde aproximadamente 2½% del PIB en la zona del euro y Japón hasta 4% en Estados Unidos en 2012 (véase el cuadro A8 del apéndice estadístico). Estas

brechas son coherentes con un debilitamiento de la demanda debido a las condiciones financieras restrictivas y a la consolidación fiscal. En cambio, la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo que fueron golpeadas por la crisis siguen operando por encima de las tendencias previas a la crisis. Sin embargo, se estima que sus tasas de crecimiento potencial en los últimos años fueron más altas de lo que indica el promedio previo a la crisis desde 1996 hasta 2006, y por tanto las estimaciones de la brecha del producto según el informe WEO no indican un sobrecalentamiento considerable.

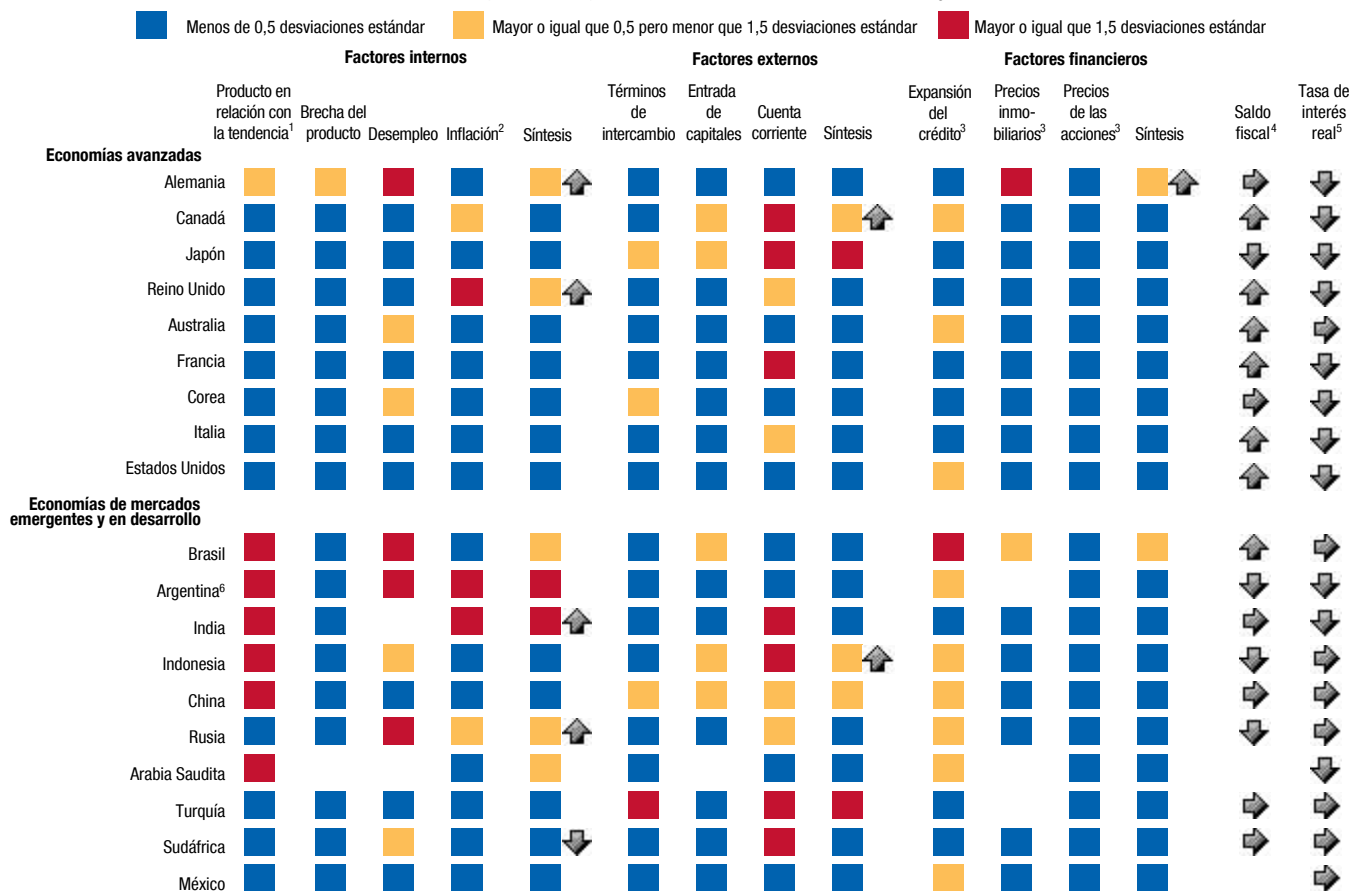
En medio de una evolución muy divergente entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se estima que la tasa mundial de desempleo permanecerá invariable durante 2012–13, en alrededor de 6¼% (gráfico 1.1, panel 2). Las tasas de desempleo en promedio han descendido por debajo de los niveles previos a la crisis en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, pero siguen siendo elevadas en las economías avanzadas, y no se espera que desciendan significativamente durante 2012–13.

- En Estados Unidos, la tasa de desempleo descendió de cerca de 10% en 2010 a alrededor de 8% últimamente, donde se prevé que permanecerá hasta 2013. Sin embargo, buena parte de esa disminución se debe a la lenta expansión de la fuerza laboral durante 2011. Por otro lado, más del 40% de los desempleados han estado desocupados por más de seis meses. En Europa, se proyecta que más de 1 de cada 10 participantes en la fuerza laboral estará desempleado durante 2013; en Grecia y España esa relación es 1 de cada 4 trabajadores. En términos más generales, casi la mitad de los jóvenes que forman parte de la fuerza laboral no tienen empleo en la periferia de la zona del euro. En Estados Unidos, el número de personas desempleadas por mucho tiempo también ha aumentado drásticamente, lo cual eleva el riesgo de histéresis y de deterioro de las aptitudes.
- En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las cifras de desempleo varían ampliamente. Las tasas son muy altas en las economías golpeadas por la crisis, como muchas de las economías de Europa central y oriental y varias de las economías de la CEI, pero son relativamente bajas

Gráfico 1.9. Indicadores de sobre calentamiento de las economías del G-20

Los indicadores de sobre calentamiento interno apuntan a una amplia capacidad ociosa en las economías avanzadas; la mayoría de los indicadores son de color azul. En cambio, varios indicadores amarillos y rojos en economías de mercados emergentes y en desarrollo señalan limitaciones de capacidad. Los indicadores de sobre calentamiento externo son de color amarillo o rojo en los casos de Japón y China; en lugar de generar intranquilidad, estos son síntomas de un proceso de reequilibrio de la demanda interna que ha ayudado a reducir los desequilibrios mundiales en cuenta corriente. Sin embargo, en China el reequilibrio depende demasiado de la inversión. En Alemania, que es la otra economía superavitaria importante, el proceso de reequilibrio está rezagado. Los indicadores rojos de Turquía denotan factores de vulnerabilidad externa. Los indicadores de crédito apuntan a excesos en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo. Otros indicadores financieros son en general tranquilizadores en lo que se refiere a sobre calentamiento, excepto en el caso de Brasil.

Estimaciones de 2012 por encima del promedio de 1997–2006, salvo en los casos de las siguientes indicaciones:



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

Nota: Para cada indicador, con las salvedades hechas a continuación, se asignan a las economías colores basados en los valores actualmente proyectados para 2012 en relación con el promedio anterior a la crisis (1997–2006). Cada indicador se califica como rojo = 2, amarillo = 1, y azul = 0; las calificaciones sintéticas se calculan como la suma de las calificaciones de los componentes seleccionados dividida por la máxima suma posible de dichas calificaciones. Los colores sintéticos son rojos si la calificación sintética es superior o igual a 0,66, amarillos si es igual o superior a 0,33 pero inferior a 0,66, y azules si es inferior a 0,33. Las flechas ascendentes (descendentes) indican condiciones de sobre calentamiento (enfriamiento) en comparación con los valores proyectados para 2011 en el informe WEO de abril de 2012.

¹El producto superior en más de 2,5% a la tendencia previa a la crisis está indicado en rojo. El producto inferior a la tendencia en menos de 2,5% está indicado en azul. El producto dentro del rango $\pm 2,5\%$ con respecto a la tendencia previa a la crisis está indicado en amarillo.

²En el caso de las siguientes economías con metas de inflación, se utilizó la tasa de inflación fijada como meta en lugar del promedio de 1997–2006 para calcular el indicador de inflación: Australia, Brasil, Canadá, Corea, Indonesia, México, el Reino Unido, Sudáfrica y Turquía. En el caso de las economías sin metas de inflación, se asigna el color rojo si la inflación es aproximadamente 10% o más, amarillo si la inflación es aproximadamente 5% a 9% y azul si la inflación es inferior a 5%.

³Los indicadores de expansión del crédito, aumento de los precios inmobiliarios y aumento de los precios de las acciones se refieren a los valores más recientes de 2012 en relación con el promedio de 1997–2006 del crecimiento del producto.

⁴Las flechas en la columna del saldo fiscal representan la variación pronosticada del saldo estructural como porcentaje del PIB en el período 2011–12. Una mejora de más de 0,5% del PIB está indicada por una flecha ascendente; un deterioro de más de 0,5% del PIB está indicado por una flecha descendente.

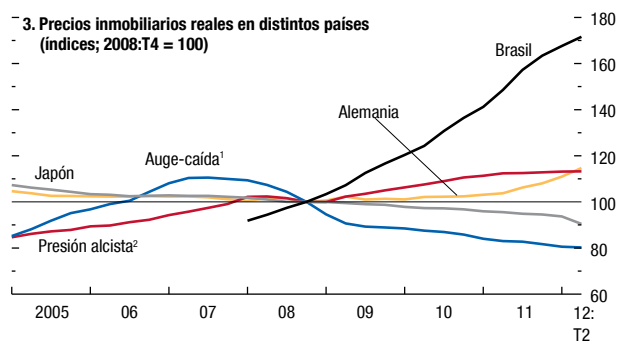
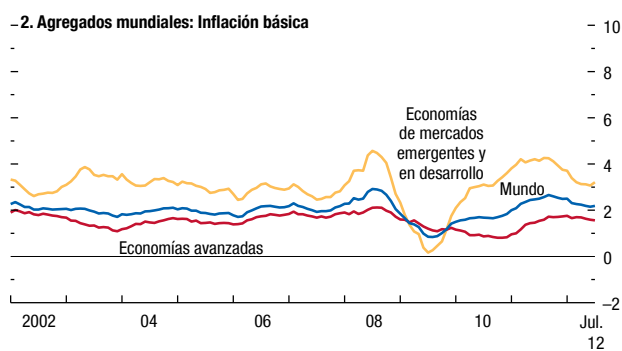
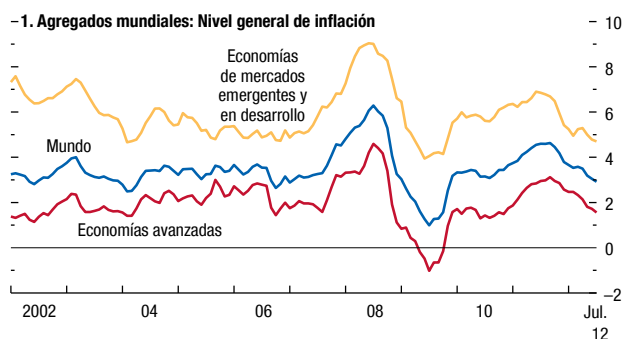
⁵Las tasas de interés de política monetaria reales inferiores a cero están identificadas por una flecha descendente; las tasas de interés reales por encima de 3% están identificadas por una flecha ascendente. Las tasas de interés de política monetaria reales se deflactan con proyecciones de inflación futura a dos años.

⁶Las cifras se basan en los datos oficiales del PBI de Argentina. El FMI ha pedido a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI. El personal técnico del FMI también está utilizando otros indicadores del crecimiento del PBI a los efectos de la supervisión macroeconómica, entre los cuales se incluyen datos de analistas privados, que han mostrado desde 2008 un crecimiento del PBI real significativamente más bajo que el que indican los datos oficiales. Las variables nominales se deflactan utilizando la estimación del personal técnico del FMI sobre el promedio de la inflación provincial.

Gráfico 1.10. Inflación mundial

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

El nivel general de inflación ha disminuido en todas las regiones, gracias al descenso de los precios de las materias primas. La inflación básica también ha bajado en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En las economías avanzadas se ha mantenido estable alrededor de 1½%. Los precios inmobiliarios evolucionan de manera cada vez más divergente entre las economías. En varias economías avanzadas pequeñas y en unas cuantas economías de mercados emergentes y en desarrollo persiste la presión al alza, a pesar de que los precios ya son altos.



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

¹Los países de auge-caída son: Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Nueva Zelandia, los Países Bajos, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Ucrania, el Reino Unido, la República Checa y la República Eslovaca.

²Los países de presión alcista son: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Israel, Malasia, Noruega, la RAE de Hong Kong, Serbia, Singapur, Suecia, Suiza y Uruguay.

en la mayor parte de las economías en desarrollo de Asia y América Latina. Se proyecta que las tasas de desempleo seguirán siendo altas en la región de OMNA, sobre todo en los países importadores de petróleo. Estas economías se enfrentan a una serie de desafíos, que abarcan desde importantes cambios políticos hasta necesidades sociales derivadas de una fuerte explosión demográfica y la disminución de los ingresos provenientes del turismo; todos estos factores están ejerciendo peso sobre las perspectivas de empleo a corto plazo.

La desaceleración de la actividad mundial y la amplia capacidad ociosa en muchas economías avanzadas han supuesto un descenso de la inflación (gráfico 1.10, paneles 1 y 2). En las economías avanzadas, el descenso de los precios de las materias primas redujo el nivel general de inflación de más de 3% a finales de 2011 a aproximadamente 1½% en julio de 2012. La inflación básica se ha mantenido estable en alrededor de 1½%. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación general bajó casi 2 puntos porcentuales, y se situó un poco por debajo de 5½% en el segundo trimestre de 2012; la inflación básica también se ha reducido, pero en menor medida. Se pronostica que la presión inflacionaria seguirá cediendo en las economías avanzadas, y que el nivel general de inflación se aproximará a 1¾% en 2013; en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se proyecta que la inflación general se desplazará lateralmente.

Este pronóstico de inflación supone una estabilidad general de precios de las materias primas, pero el alza pronunciada de los precios de los alimentos es una preocupación creciente (véanse la sección especial y el recuadro 1.5). Hasta ahora, las presiones de precios no afectan a todos los principales cultivos alimentarios, a diferencia del período 2007-08. Como se analiza más adelante, la política monetaria no debe reaccionar a aumentos del nivel general de inflación debidos a alzas relacionadas con los precios de los alimentos, salvo que existan riesgos significativos de efectos de segunda ronda sobre los salarios. Es posible que los gobiernos tengan que reforzar las medidas focalizadas en la red de protección social y adoptar otras medidas fiscales (como reducir los impuestos sobre los alimentos), si el espacio fiscal lo permite. Además, los países deberían evitar restringir

de cualquier modo las exportaciones, ya que eso exacerbaría los aumentos de precios y las perturbaciones de la oferta. A más largo plazo, se necesitan reformas de política de mayor alcance para reducir la volatilidad de precios de los alimentos a escala mundial.

Las perspectivas se han tornado más inciertas

Los riesgos para el pronóstico del informe WEO han aumentado considerablemente y ahora parecen más elevados que en los informes WEO de abril de 2012 y septiembre de 2011, cuyos supuestos de política y, por ende, las proyecciones de crecimiento para las economías avanzadas, resultaron ser demasiado optimistas. Si bien las mediciones estándar de riesgo indican que los riesgos a la baja ahora son mucho mayores que hace apenas unos pocos meses, los riesgos al alza también dan la impresión de ser elevados, aunque en menor medida. Esto puede deberse al hecho de que muchos participantes del mercado ven las perspectivas mundiales desde dos ángulos: la recuperación podría sufrir un traspie si las autoridades europeas y estadounidenses no actúan conforme a las expectativas, pero también podría ser más sólida si cumplen sus compromisos. Los riesgos a corto plazo más pertinentes —la agudización de la crisis en la zona del euro y la aplicación de una política fiscal errada en Estados Unidos— se cuantifican y se analizan con la ayuda de escenarios hipotéticos. Además, en esta sección se tienen en cuenta diversos riesgos y escenarios a mediano y largo plazo.

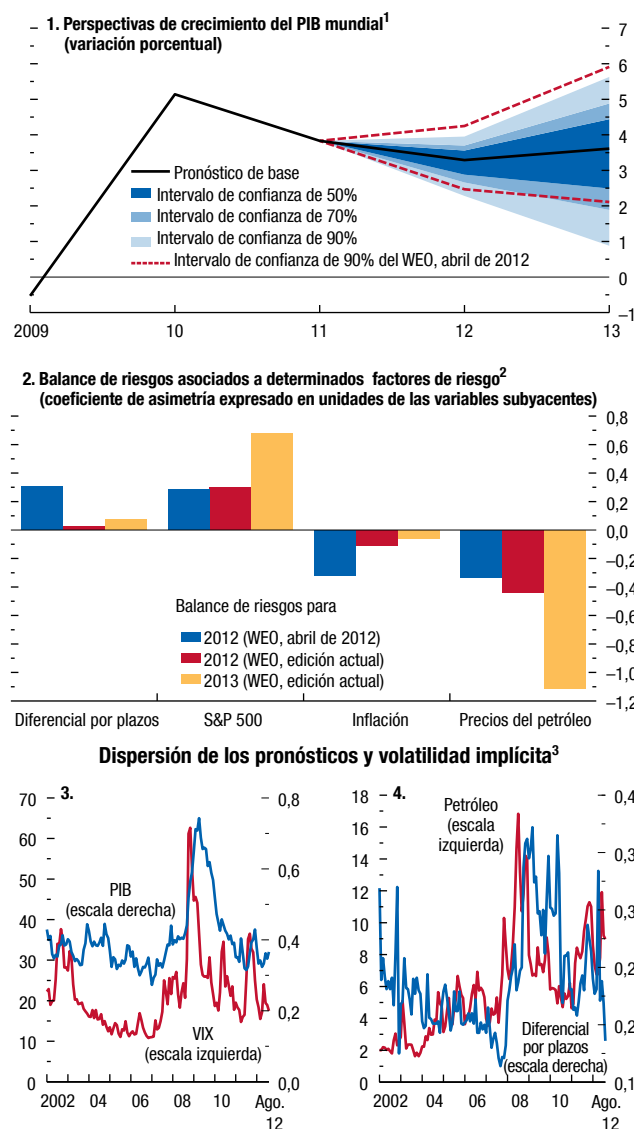
Los riesgos de una grave desaceleración mundial son alarmantemente altos

El gráfico de abanico estándar del informe WEO indica que la incertidumbre en torno a las perspectivas ha aumentado notablemente (gráfico 1.11, panel 1)¹. Los pronósticos de crecimiento de dicho informe son ahora de 3,3% y 3,6% para 2012 y 2013, respectivamente, es decir, un poco por debajo de los pronósticos de abril de 2012. La probabilidad de que el crecimiento mundial se sitúe por debajo

¹En Elekdag y Kannan (2009) pueden consultarse los detalles sobre la elaboración del gráfico de abanico, así como un análisis sobre la incidencia de los factores de riesgo.

Gráfico 1.11. Riesgos para las perspectivas mundiales

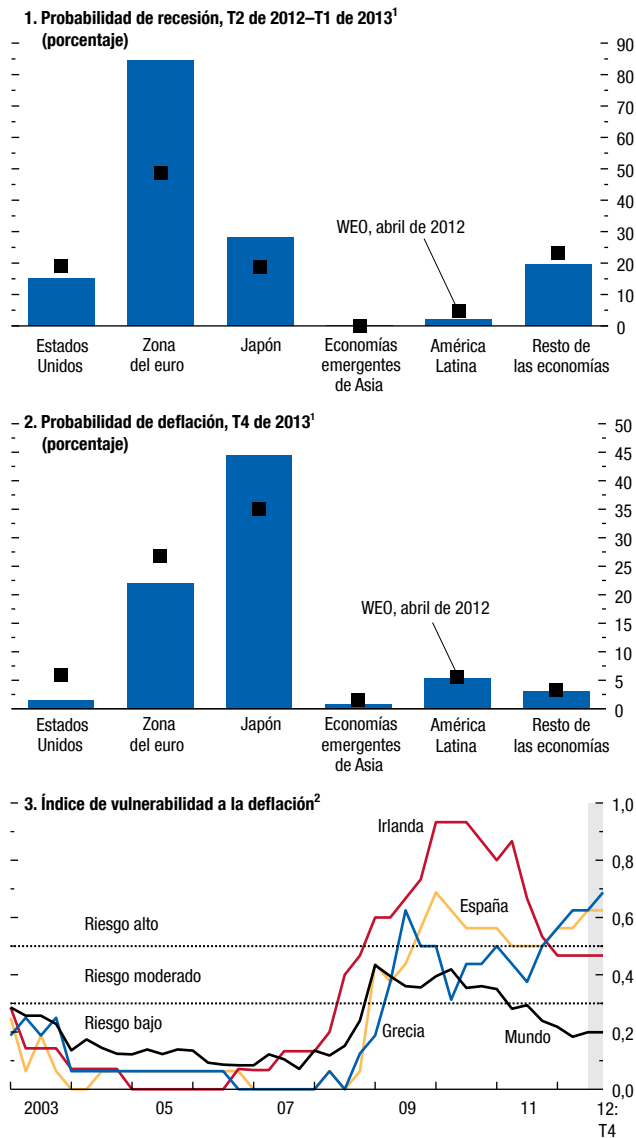
Los riesgos en torno a las proyecciones del informe WEO han aumentado, en concordancia con los indicadores de mercado, y aún se inclinan a la baja. Los indicadores de los precios del petróleo y la inflación señalan riesgos a la baja para el crecimiento, mientras que los precios de las opciones del índice S&P 500 y el diferencial por plazos señalan riesgos al alza.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Consensus Economics; Mercado de Opciones de Chicago, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno al pronóstico central del informe WEO con intervalos de confianza de 50%, 70% y 90%. Como se indica, el intervalo de confianza de 70% incluye el intervalo de 50%, y el intervalo de confianza de 90% incluye los intervalos de 50% y 70%. Véase más información en el apéndice 1.2 del informe WEO de abril de 2009.
²Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y los riesgos del mercado petrolero se registran con el signo opuesto, dado que representan riesgos a la baja para el crecimiento.
³El PIB mide la dispersión de los pronósticos del PIB para las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido), Brasil, China, India y México. VIX: Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago. El diferencial por plazos mide la dispersión de los diferenciales por plazos implícitos en los pronósticos de las tasas de interés para Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. El petróleo mide la dispersión de los pronósticos del precio del crudo West Texas Intermediate a un año. Los pronósticos provienen de las encuestas de Consensus Economics.

Gráfico 1.12. Riesgos de recesión y deflación

Los riesgos de una recesión prolongada y de una deflación sostenida son elevados en la zona del euro, particularmente en las economías de la periferia. Si bien los riesgos de recesión en Japón son bajos, el riesgo de deflación sigue siendo problemático. En otras regiones los riesgos son mínimos.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹América Latina: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; economías emergentes de Asia: China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia; resto de las economías: Argentina, Australia, Bulgaria, Canadá, Dinamarca, Estonia, Israel, Noruega, Nueva Zelanda, el Reino Unido, la República Checa, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Turquía y Venezuela.
²Véanse detalles sobre la elaboración de este indicador en Kumar (2003) y Decressin y Laxton (2009). El indicador está ampliado para que incluya los precios inmobiliarios.

de 2% en 2013 —lo que equivaldría a una recesión en las economías avanzadas y a una desaceleración grave en las economías de mercados emergentes y en desarrollo— ha aumentado a aproximadamente 17%, frente al nivel aproximado de 4% de abril de 2012 y de 10% (para el pronóstico anticipado a un año) durante el entorno muy incierto considerado en el informe WEO de septiembre de 2011.

El Modelo de Proyección Mundial (GPM, por sus siglas en inglés) del personal técnico del FMI emplea una metodología totalmente diferente para medir el riesgo, pero confirma que los riesgos de recesión en las economías avanzadas (que implican una desaceleración fuerte en las economías de mercados emergentes y en desarrollo) son alarmantemente altos (gráfico 1.12, panel 1). Para 2013, las estimaciones basadas en el GPM sitúan las probabilidades de recesión en alrededor de 15% para Estados Unidos, más de 25% para Japón y por encima de 80% para la zona del euro.

Escenarios de riesgo a corto plazo

Como se ha destacado, los riesgos inmediatos están relacionados con los supuestos acerca de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro y acerca del presupuesto de Estados Unidos, ya que ambos podrían repercutir negativamente en las perspectivas de crecimiento. Además, los precios del petróleo podrían volver a generar un shock.

Nuevo recrudescimiento de la crisis en la zona del euro

La crisis de la zona del euro podría volver a intensificarse. Si se implementa con determinación, el programa de OMC reducirá los riesgos de que el propio mercado se encargue de materializar sus dudas acerca de la viabilidad de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Sin embargo, persisten riesgos importantes que escapan a la red de seguridad, y que surgen, por ejemplo, de las dudas acerca de los ajustes de política en la periferia o del compromiso de otros países con una mayor integración.

A fin de considerar las implicaciones de un recrudescimiento de la tensión en los bancos y las entidades soberanas de la zona del euro, en este informe se utiliza un escenario a la baja basado en el Modelo Fiscal y Monetario Mundial Integrado (GIMF, por sus

siglas en inglés), que prepara el personal técnico del FMI. A diferencia del pronóstico del informe WEO y el *escenario base* del informe GFSR, en este escenario las autoridades europeas no fortalecen sus políticas, tal como se analiza en el escenario de aplicación de *políticas deficientes* del informe GFSR de octubre de 2012. En este escenario, las fuerzas de fragmentación financiera se intensifican y se afianzan, los agujeros de capital en los sistemas bancarios se agrandan y la crisis de la cuenta de capital dentro de la zona del euro se propaga cada vez más hacia el exterior. En el GIMF, este escenario presenta los siguientes shocks con respecto al pronóstico del informe WEO (gráfico 1.13): reducción del crédito, sobre todo en la periferia; primas de riesgo soberano más altas para las economías de la periferia; primas moderadamente más bajas para las entidades soberanas del núcleo, que se benefician de los capitales en busca de inversiones seguras; una consolidación fiscal aun mayor en la periferia, y aumentos de las primas de riesgo en todas las economías avanzadas y de mercados emergentes (incluidas las economías no europeas). Se supone que la fuga de capitales de la zona del euro y los mercados emergentes beneficia a Estados Unidos, y que la prima de riesgo soberano de este país disminuye. La política monetaria está restringida por el piso cero de la tasa de interés en las economías avanzadas, y se supone que estas economías no adoptan medidas adicionales de distensión no convencionales. En cambio, se supone que las economías de mercados emergentes sí relajan la política monetaria a medida que disminuyen el crecimiento y la inflación, lo cual amortigua considerablemente el impacto del shock externo en sus economías.

En este escenario, el producto en el núcleo de la zona del euro se reduciría en un año alrededor de 1¾% con respecto a las proyecciones del informe WEO; en la periferia, la reducción sería de aproximadamente 6%. Las pérdidas de producto en las economías no europeas serían de alrededor de 1% a 1½%. En el capítulo 2 se presentan más detalles sobre las diferentes regiones.

Políticas más sólidas de lo previsto en la zona del euro

Este segundo escenario del GIMF supone que las autoridades nacionales dan seguimiento a las medidas más recientes del BCE enfocándose de manera

más activa en los ajustes internos y las reformas de la UEM. Los detalles se analizan en el escenario de aplicación de *políticas cabales* que se presenta en el informe GFSR de octubre de 2012. En este escenario, la credibilidad se recupera mediante un férreo compromiso para implementar los planes ya acordados. Las autoridades tienen que generar más respaldo político a favor de la necesaria convergencia de la soberanía que implica una unión monetaria más completa. Se prevé que en poco tiempo trazarán una hoja de ruta hacia la unión bancaria y la integración fiscal y asumirán un importante compromiso inicial. Entre los ejemplos de posibles medidas están la implementación de un régimen de resolución bancaria con mecanismos de apoyo comunes o un sistema paneuropeo de garantía de depósitos (en ambos casos aún es necesario que se describan propuestas específicas) y medidas concretas hacia la integración fiscal. En este escenario (gráfico 1.13), la zona del euro empieza a reintegrarse a medida que se restablece la credibilidad de las políticas y que se revierte la fuga de capitales. Frente al pronóstico del informe WEO y el *escenario base* del informe GFSR, el crédito se expande aproximadamente €225.000 millones y los diferenciales soberanos se reducen alrededor de 200 puntos básicos en 2013 en la periferia de la zona del euro. El crecimiento económico se reanuda en la periferia y repunta en el núcleo. En otras economías avanzadas, los diferenciales de los bonos empresariales se reducen 50 puntos básicos; 100 puntos básicos en las economías de mercados emergentes. En estas circunstancias, el producto sería aproximadamente ½% a 1% mayor dentro de un año en la mayoría de las regiones del mundo.

El tope de la deuda y el precipicio fiscal en Estados Unidos

El precipicio fiscal que tiene por delante Estados Unidos podría implicar la aplicación de políticas fiscales mucho más restrictivas (alrededor de 3% del PIB) que las supuestas en las proyecciones del informe WEO. Un reciente informe sobre efectos de contagio (FMI, 2012e) establece que si este riesgo se materializara y la fuerte contracción fiscal fuera sostenida, la economía estadounidense podría caer en una verdadera recesión. Los efectos de contagio a escala mundial se verían amplificadas a través de efectos negativos en la confianza, incluida, por ejemplo,

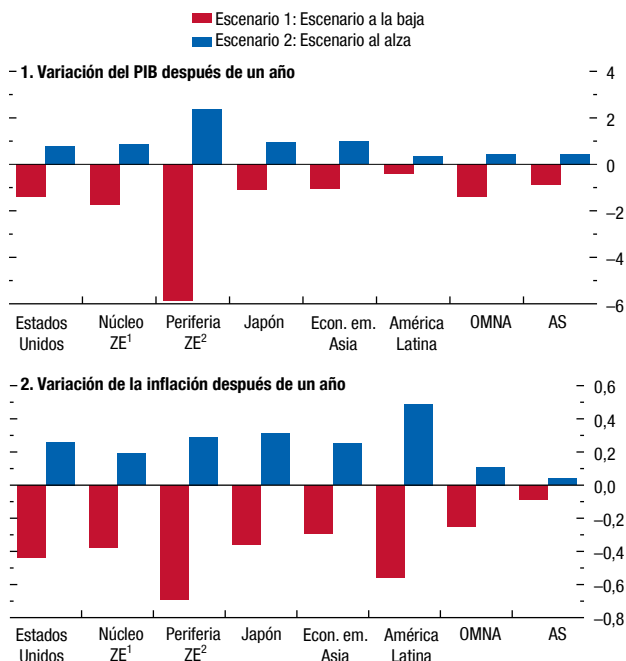
Gráfico 1.13. Escenarios al alza y a la baja

(Desviación porcentual o en puntos porcentuales con respecto al escenario base del informe WEO)

Se emplea el Modelo Fiscal y Monetario Mundial Integrado (GIMF, por sus siglas en inglés) para considerar un escenario en el que la política inicialmente no puede impedir un recrudescimiento de las tensiones de las entidades soberanas y los bancos de la zona del euro, así como un escenario en que las medidas de política alivian rápidamente los actuales niveles de tensión. El modelo consta de dos bloques de países de la zona del euro: los que sufren problemas agudos de sostenibilidad fiscal (denominados "periferia") y los que sufren problemas de sostenibilidad fiscal menos agudos (denominados "núcleo").

El escenario de intensificación de la tensión (barras rojas) supone que las autoridades se demoran en adoptar medidas suficientes para impedir un recrudescimiento fuerte de la tensión financiera. Como consecuencia, el desapalancamiento por parte de los bancos de la zona del euro provoca una marcada contracción del crédito en los países de la periferia, pero una contracción más moderada en el resto de países. El crédito en los países de la periferia se sitúa en €475.000 millones por debajo del escenario base del informe WEO en 2013, mientras que en los países del núcleo la reducción es de €50.000 millones. Las preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal elevan los diferenciales soberanos de los países de la periferia 350 puntos básicos en 2013; sin embargo, medidas de política posteriores provocan una caída posterior de los diferenciales y su pleno retorno al escenario base en 2016. Se supone que la prima de riesgo soberano de los países del núcleo desciende 50 puntos básicos en 2013 a medida que en la zona del euro se produce una búsqueda de inversiones de calidad. Las entidades soberanas de la periferia se ven obligadas a realizar una consolidación fiscal más intensa en la etapa inicial, con un promedio de 2 puntos porcentuales adicionales del PIB en 2013. Se supone asimismo que las preocupaciones en torno a los riesgos se propagan a todas las otras regiones, con aumentos de las primas de riesgo de las empresas de 50 puntos básicos en las economías avanzadas y de 150 puntos básicos en las economías de mercados emergentes y en desarrollo en 2013. Se supone que la fuga de capital beneficia a Estados Unidos, con una caída de la prima de riesgo soberano de ese país de 50 puntos básicos en 2013. La política monetaria está restringida por el límite inferior de la tasa de interés igual a cero en los países del G-3 (Estados Unidos, Japón y la zona del euro), mientras que en otras regiones la política monetaria se torna más laxa para ayudar a contrarrestar el impacto del aumento de las primas de riesgo en las tasas de interés de mercado.

En el escenario en que la política logra aliviar la tensión (barras azules), el crédito en la zona del euro se expande en relación con el escenario base y los diferenciales soberanos disminuyen. En los países de la periferia, el crédito se expande aproximadamente €225.000 millones en relación con el escenario de referencia, y los diferenciales soberanos se reducen aproximadamente 200 puntos básicos en 2013. En otras economías avanzadas, los diferenciales de las empresas se reducen 50 puntos básicos en 2013, y en los mercados emergentes la reducción es de 100 puntos básicos.



Fuente: Simulaciones del GIMF.

Nota: AS = África subsahariana; OMNA = Oriente Medio y Norte de África; ZE = Zona del euro.

¹Países del núcleo: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Estonia, Eslovenia, Finlandia, Francia, Luxemburgo, Malta, los Países Bajos y la República Eslovaca.

²Países de la periferia: España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

una caída mundial de los precios de las acciones. El impacto derivado de llegar al tope de la deuda es más difícil de proyectar en un modelo. El enfrentamiento político registrado antes de la anterior fecha límite para elevar el tope, en el tercer trimestre de 2011, llevaron a las calificadoras de riesgo a rebajar la calificación crediticia de Estados Unidos, y la consecuencia fue una fuerte turbulencia en los mercados. En este momento, los mercados aparentemente consideran el precipicio fiscal como un riesgo extremo, dado que en el pasado el Congreso en definitiva ha alcanzado acuerdos para resolver situaciones similares en las que hay muchos intereses en juego. Sin embargo, esto implica que, si este riesgo llegara a materializarse, la confianza sufriría un enorme shock que en poco tiempo se propagaría a los mercados financieros del resto del mundo. Cabe señalar que los riesgos de una repentina contracción fiscal también están presentes en Japón; no obstante, de materializarse, los efectos de contagio probablemente no serán tan amplios como los derivados del precipicio fiscal de Estados Unidos.

Nueva escalada de los precios del petróleo

Si se materializara el escenario a la baja en la zona del euro o en Estados Unidos, los precios del petróleo probablemente bajarían considerablemente. Pero también hay un riesgo importante de que un recrudescimiento de las tensiones geopolíticas hiciera subir los precios del petróleo. En el informe WEO de abril de 2012 se presenta un escenario con perturbaciones en la oferta de petróleo según el cual un aumento de 50% en los precios del petróleo debido a una disminución de la oferta provocaría una reducción de entre 1% y 1½% del producto en muchas partes del mundo. La distribución más reciente de los precios de las opciones de petróleo —que muestra una asimetría al alza, lo cual implica una asimetría a la baja en la distribución del crecimiento mundial— indica que este escenario sigue siendo pertinente para la economía mundial (gráfico 1.11, panel 2).

Escenarios de riesgo a mediano plazo

A mediano plazo se pueden prever un gran número de riesgos y escenarios. Esta sección se centra en dos escenarios de riesgos específicos y en un

escenario de riesgo general que parecen ser pertinentes para las autoridades en esta coyuntura. Los escenarios de riesgos específicos están relacionados con abultados balances del banco central y niveles elevados de deuda pública; ambos inciden directamente en la política monetaria y fiscal en las economías avanzadas. El escenario de riesgo general considera un menor crecimiento mundial a mediano plazo. Este escenario es similar a lo sucedido después de los shocks de los años setenta, pero esta vez las causas son otros tipos de shocks y fallas en la aplicación de políticas; y, en el caso de las economías avanzadas, el escenario es similar a lo sucedido en Japón después de mediados de los años noventa.

Riesgos relacionados con los balances sobredimensionados de los bancos centrales

La preocupación es que la vasta adquisición de activos por parte de los bancos centrales en definitiva supondrá un aumento de la oferta monetaria y, por tanto, de la inflación (gráfico 1.5, panel 3). Sin embargo, tal como se analiza en informes WEO anteriores, no existe ninguna razón técnica que haga pensar que esto sea inevitable. Los bancos centrales cuentan con todas las herramientas que necesitan para absorber la liquidez que crean, entre ellas la venta de activos que hayan adquirido, el retorno a vencimientos tradicionalmente cortos para las operaciones de refinanciamiento, el aumento de las tasas pasivas y la venta de sus propios títulos. Además, en principio, las pérdidas de los bancos centrales no son importantes: sus acreedores son los tenedores de moneda y los bancos son tenedores de reservas; ninguno puede exigir que se les pague con otra forma de dinero². No obstante, la realidad puede ser distinta. La legislatura de un país puede considerar esas pérdidas como un síntoma de que el banco central no está ciñéndose a su mandato, lo cual podría ser preocupante si como resultado se desplegaran esfuerzos para limitar la independencia operativa del banco central. Una preocupación conexa es que los agentes económicos empiecen a tener dudas acerca de la capacidad de los bancos centrales para combatir

²El capital del banco central es, desde muchos puntos de vista, una cifra arbitraria, como lo indican los abultados balances de los bancos centrales que intervienen en los mercados de divisas (gráfico 1.5, panel 4).

la inflación. Ante estas circunstancias, surgen dos escenarios:

- Podría perderse el control de los déficits públicos y de la deuda pública, y eso obligaría a los gobiernos a recurrir a los bancos centrales para adoptar políticas más expansivas con el fin de erosionar el valor real de la deuda a través de la inflación. Análogamente, las pérdidas por tenencias de títulos públicos de Estados Unidos, Japón y la zona del euro (G-3) pueden llevar a los bancos centrales o a los fondos soberanos de inversión de economías de mercados emergentes a comprar menos activos públicos de las economías del G-3, y a invertir en cambio en mejores oportunidades internas, provocando fuertes depreciaciones de las monedas del G-3.
- Las autoridades podrían percibir, erróneamente, que las pérdidas en los balances del banco central son perjudiciales para sus economías. A raíz de esas percepciones los bancos centrales pueden dudar a la hora de elevar las tasas de interés, ya que al hacerlo disminuiría el valor de mercado de sus tenencias de activos. La mera apariencia de estas vacilaciones puede conducir a los agentes privados a prever un aumento de la inflación.

Riesgos relacionados con los altos niveles de deuda pública

La deuda pública ha alcanzado niveles muy altos, y si la experiencia sirve de guía, tomará muchos años lograr una reducción apreciable de esos niveles (véase el capítulo 3). Los riesgos relacionados con la deuda pública tienen varios aspectos. En primer lugar, cuando el producto mundial es igual o superior a su nivel potencial, una deuda pública alta puede elevar las tasas de interés reales mundiales, desplazar el capital y reducir el producto a largo plazo³. En segundo lugar, el costo del servicio de la deuda puede provocar aumentos de los impuestos o recortes de la inversión en infraestructura que reducen la oferta. En tercer lugar, un nivel elevado de deuda pública en un país en particular puede elevar su prima de riesgo soberano, con consecuencias que pueden abarcar desde un margen de maniobra

³Véanse, por ejemplo, los estudios en Elmendorf y Mankiw (1999) y algunos datos recientes en Kumar y Woo (2010).

limitado para la aplicación de políticas fiscales anticíclicas (como lo demuestran los actuales problemas en la periferia de la zona del euro) hasta un nivel alto de inflación o incumplimiento directo de las obligaciones cuando los aumentos de las primas de riesgo son muy grandes.

Las simulaciones realizadas con el GIMF indican que un aumento de la deuda pública en las economías del G-3 de alrededor de 40 puntos porcentuales del PIB eleva las tasas de interés reales casi 40 puntos básicos a largo plazo (recuadro 1.2). La simulación y el análisis hacen necesariamente abstracción de las potenciales ventajas a largo plazo del estímulo fiscal. El estímulo de 2009, por ejemplo, probablemente fue decisivo para evitar una potencial espiral deflacionaria y un período prolongado de desempleo excesivamente alto, es decir, condiciones macroeconómicas que los modelos de equilibrio general, como el GIMF, no suelen captar bien. Teniendo esto en cuenta, la simulación hace pensar que a largo plazo un nivel más alto de deuda reduce el PIB real en alrededor de $\frac{3}{4}$ % en relación con un escenario base, sin que se produzca ningún aumento de la deuda pública. Esto se debe al efecto directo de las mayores tasas de interés en la inversión y el efecto indirecto a través de los aumentos de impuestos y la reducción de la inversión pública. Las simulaciones del GIMF indican que dentro de las economías del G-3 los efectos negativos serían considerables, con un producto que se situaría 1% por debajo de las proyecciones de base. La pérdida de producto a mediano plazo sería mayor si, por ejemplo, el ahorro se redujera más de lo previsto debido al envejecimiento de la población en las economías avanzadas o si las tendencias de consumo de las economías de mercados emergentes con tasas de ahorro muy altas se alinearan más rápido de lo previsto con las de las economías avanzadas.

Los escenarios que incluyen niveles muy elevados de deuda y tasas de interés reales altas no solo pueden provocar un menor crecimiento, sino que también pueden implicar un mayor riesgo de suspensión de pagos si la dinámica fiscal parece ser inestable. Esta combinación de deuda elevada con tasas de interés reales altas puede desembocar en equilibrios perjudiciales, cuando las dudas acerca de la sostenibilidad de los saldos fiscales empujan a las tasas de interés a niveles insostenibles.

Producto potencial decepcionante y creciente aversión al riesgo

Más allá del corto plazo, una preocupación es que el crecimiento del producto puede ser decepcionante tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes, aunque por razones diferentes, y provocar una búsqueda generalizada de inversiones seguras. Como ya se ha señalado, los resultados de crecimiento ya han decepcionado en varias ocasiones, incluso con respecto a las proyecciones de los informes WEO de septiembre de 2011 y abril de 2012. Estas decepciones quizá sean un síntoma de problemas a mediano plazo.

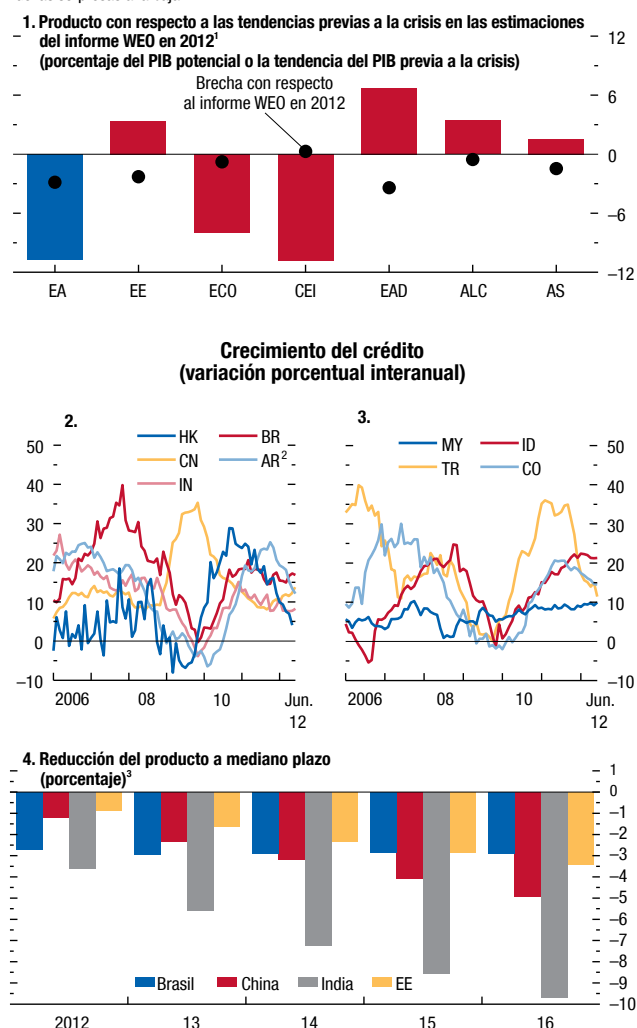
- En las economías avanzadas que sufrieron la crisis financiera, las perspectivas del empleo siguen siendo sombrías, y es posible que muchos trabajadores a la larga abandonen la fuerza de trabajo. Los bancos están en medio de un arduo proceso de desapalancamiento y fortalecimiento de sus modelos de financiamiento. Los niveles elevados de deuda pública y, para ciertas economías, los pasivos externos podrían provocar nuevos episodios de inestabilidad y de tasas de crecimiento en general bajas. Las proyecciones para estas economías ya incluyen estimaciones rebajadas del producto potencial en relación con las tendencias previas a la crisis, típicamente de 10% o más (gráfico 1.14, panel 1). Sin embargo, el producto podría reducirse aún más a mediano plazo.
- Dados los errores de pronóstico y los cambios en las políticas, las estimaciones de los niveles del producto a mediano plazo de las economías de mercados emergentes han sido revisadas a la baja (en relación con las estimaciones de septiembre de 2011) —por ejemplo, aproximadamente 3% en el caso de Brasil, 5% en el caso de China y 10% en el caso de India— y es posible que se avecinen más revisiones (gráfico 1.14, panel 4). En el informe WEO de abril de 2012 ya se presentó un escenario a la baja con un producto potencial más bajo en las economías emergentes de Asia. En vista de los resultados decepcionantes en otras regiones, este escenario ha sido ampliado para incluir otras economías de mercados emergentes. De hecho, muchas economías emergentes de Asia y América Latina han registrado tasas de crecimiento superiores al promedio durante los

10 años previos a la crisis, y el personal técnico del FMI considera que hay más margen para ese tipo de crecimiento vigoroso, como lo demuestran las estimaciones de la brecha del producto del informe WEO que señalan una capacidad ociosa (gráfico 1.14, panel 1). Las conclusiones del capítulo 4 justifican este optimismo en cierta medida: hay indicios de una creciente resiliencia en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, debida sobre todo a la aplicación de políticas más sólidas. Sin embargo, las conclusiones del capítulo indican que la menor frecuencia de shocks adversos al financiamiento y a los términos de intercambio también ha incidido en el reciente dinamismo de estas economías, y que la frecuencia de esos shocks podría volver a aumentar. Además, el fuerte crecimiento del crédito, que probablemente apoyó la demanda, no puede continuar al ritmo actual sin que aumenten las preocupaciones acerca de la estabilidad financiera en muchas de estas economías (gráfico 1.14, paneles 2 y 3). En resumidas cuentas, es posible que haya menos capacidad ociosa cíclica y menos margen de crecimiento a mediano plazo de lo que indican las proyecciones del personal técnico del FMI.

El escenario empleado para modelizar una reducción del producto potencial y las implicaciones macroeconómicas mundiales es el Modelo Económico Mundial del personal técnico del FMI. En el gráfico 1.15 se muestra el impacto de revisiones a la baja del crecimiento del producto a mediano plazo de alrededor de ½% en Estados Unidos, la zona del euro y América Latina y de alrededor de 1% en Asia. Junto con la trayectoria de transición hacia un producto de equilibrio más bajo se considera una fuga hacia activos más líquidos y seguros —principalmente efectivo— debido a crecientes preocupaciones acerca de las perspectivas, con un aumento temporal de las primas de riesgo públicas y privadas. En este escenario, el crecimiento mundial para 2013–16 es de tan solo 2% a 3%, o 1½ a 2 puntos porcentuales por debajo del pronóstico base del informe WEO. Japón y la zona del euro experimentarían varios años de estancamiento o recesión, mientras que en Estados Unidos se registraría un crecimiento positivo pero muy modesto. A la larga, las economías avanzadas muestran un cierto margen de maniobra para

Gráfico 1.14. Producto en las economías de mercados emergentes y en desarrollo

El producto en las economías de mercados emergentes y en desarrollo en Asia y América Latina se sitúa por encima de las tendencias previas a la crisis, pero las estimaciones de la brecha del producto según el informe WEO todavía detectan cierta capacidad ociosa. Dadas estas cifras decepcionantes frente a las proyecciones del producto, se han rebajado las estimaciones para el producto a mediano plazo. En los casos de China e India, la reducción es de entre 5 y 10 puntos porcentuales para 2016; en el caso de todas las economías de mercados emergentes y en desarrollo la reducción es de aproximadamente 3½ puntos porcentuales. El dinamismo de la actividad en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo se ha debido en parte a la adopción de mejores políticas y en parte al fuerte crecimiento del crédito y a shocks favorables en los términos de intercambio. En muchas economías, las vigorosas tasas actuales de crecimiento del crédito serán difíciles de sustentar sin un debilitamiento de los balances de los bancos. Además, las mejoras futuras de los términos de intercambio quizá sean más limitadas. Por lo tanto, existen riesgos de que las perspectivas a mediano plazo puedan arrojar nuevas sorpresas a la baja.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: ALC = América Latina y el Caribe; AR = Argentina; AS = África subsahariana; BR = Brasil; CEI = Comunidad de Estados Independientes; CN = China; CO = Colombia; EA = economías avanzadas; EAD = economías de Asia en desarrollo; ECO = Europa central y oriental; EE = economías emergentes; HK = RAE de Hong Kong; ID = Indonesia; IN = India; MY = Malasia; TR = Turquía.

¹La tendencia previa a la crisis se define como el promedio geométrico del nivel del PIB real entre 1996 y 2006.

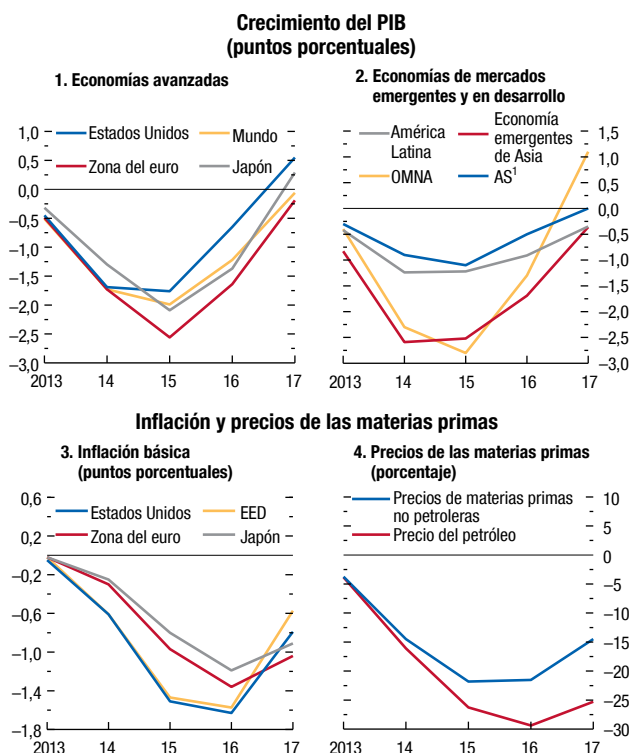
²El crédito nominal se deflacta utilizando la estimación del personal técnico del FMI sobre el promedio de la inflación provincial.

³Con respecto al informe WEO de septiembre de 2011.

Gráfico 1.15. Escenario de menor crecimiento mundial
(Desviación porcentual o en puntos porcentuales con respecto al escenario base)

Este escenario emplea una versión de seis regiones del Modelo Económico Mundial para hacer un seguimiento de las implicaciones macroeconómicas mundiales de una desaceleración del crecimiento potencial y primas de riesgo en niveles temporalmente más altos. En los casos de Estados Unidos y la zona del euro, el escenario supone que el crecimiento potencial anual es ½ punto porcentual inferior al del escenario base a lo largo del horizonte del informe WEO, mientras que en el caso de Japón el crecimiento se sitúa en ¼ puntos porcentuales por debajo del escenario base. En el caso de América Latina y el resto de los países, se supone que el crecimiento potencial es ½ punto porcentual inferior al del escenario base. Solo hacia mediados de 2015 se nota claramente que el crecimiento potencial será menor hasta finales de 2017. En el caso de las economías avanzadas, esto genera preocupaciones en cuanto a la sostenibilidad de la deuda, y las primas de riesgo soberano aumentan 50 puntos porcentuales hasta 2016, para después retornar gradualmente al escenario base. A medida que aumentan las primas de riesgo soberano, las economías avanzadas endurecen gradualmente la política fiscal. El saldo fiscal mejora 1% del PIB para 2016, y de ahí en adelante retorna gradualmente al escenario base una vez que disminuye la relación deuda/PIB y que se moderan las primas de riesgo. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las perspectivas de menor crecimiento elevan las preocupaciones acerca de la viabilidad de ciertas inversiones privadas, con aumentos de las primas de riesgo de las empresas, particularmente en el sector de los bienes transables. En este sector, las primas de riesgo de las empresas alcanzan máximos de aproximadamente 200 puntos porcentuales por encima del escenario base en 2016 en las economías emergentes de Asia, y de aproximadamente 150 puntos básicos por encima del escenario base en América Latina. En el G-3 (Estados Unidos, Japón y la zona del euro), la política monetaria está restringida por el límite cero de las tasas de interés nominales de política monetaria. En los primeros años, las tasas de interés no pueden ceder en absoluto con respecto al escenario base, y en los años posteriores el margen de maniobra de las tasas es solo limitado.

El crecimiento del PIB en todas las regiones está muy por debajo del escenario base del informe WEO entre 2013 y 2016, con el crecimiento mundial aproximadamente 2 puntos porcentuales más bajo en 2015. A la larga, las economías avanzadas disponen de margen para aplicar una política monetaria más laxa, lo cual ayuda a apoyar el crecimiento al final del horizonte del informe WEO y lograr que la inflación retome al nivel del escenario de referencia. El menor crecimiento mundial se traduce en una demanda más floja de materias primas, y el precio del petróleo baja alrededor de 30% al cabo de tres años, mientras que los precios de las materias primas no petroleras descienden aproximadamente 20%.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: AS = África subsahariana; EED = Economías de mercados emergentes y en desarrollo; OMNA = Oriente Medio y Norte de África.
¹Excluido Sudáfrica.

relajar la política monetaria, debido a que el límite cero de la tasa de interés ya no es una restricción, y esto a su vez ayuda a apoyar el crecimiento casi en el último segmento del horizonte del informe WEO y ayuda también a lograr que la inflación retorne al nivel de base. El crecimiento en las economías emergentes de Asia se aproximaría más a 5% a 6%, en lugar de 7% a 8%; en América Latina el crecimiento sería de alrededor de 2½%, en lugar de 4%, ya que el menor crecimiento mundial se ve reflejado en una demanda de materias primas considerablemente más débil. El precio del petróleo cae aproximadamente 30% al cabo de tres años, y los precios de las otras materias primas caen alrededor de 20%. Estas caídas, a su vez, reducen el crecimiento de África y Oriente Medio. La evolución en el mundo real fácilmente podría ser mucho peor de lo que sugiere el modelo. La razón es que el modelo no considera las ramificaciones sociales y políticas del aumento del desempleo; y tampoco puede captar adecuadamente los círculos viciosos que pueden desencadenarse entre la actividad, los bancos y las entidades soberanas debido a shocks inusitadamente fuertes.

Necesidades en materia de política

Cinco años después del inicio de la Gran Recesión, la recuperación sigue siendo tenue y accidentada, y las perspectivas siguen siendo muy inciertas. El desempleo está en niveles inaceptablemente altos en la mayoría de las economías avanzadas, y los trabajadores en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se enfrentan a una lucha crónica para encontrar empleo formal. Aparte de las secuelas de la crisis, es probable que la incertidumbre afecte al producto (recuadro 1.3).

Por lo tanto, un desafío básico para las autoridades consiste en dejar de lado la aplicación gradual de políticas y más bien abordar los numerosos riesgos a la baja que pesan sobre la actividad mundial con sólidos programas de reforma fiscal y estructural a mediano plazo para restablecer la confianza. En la zona del euro también se precisan medidas para abordar la crisis actual y, a mediano plazo, para completar la Unión Económica y Monetaria. Solo después de que se hayan logrado avances sustanciales en estos varios frentes será posible que la confianza y

la demanda se refuercen de manera duradera en las principales economías avanzadas. Los inversionistas volverán a confiar en que la deuda pública es una inversión segura y en que los bancos centrales de las economías avanzadas disponen de margen de manobra para utilizar la política monetaria para mantener la inflación en niveles bajos y prevenir nuevos episodios de inestabilidad financiera. Las autoridades en las economías de mercados emergentes y en desarrollo tendrán que sopesar dos prioridades: recomponer los márgenes de maniobra de la política económica para proteger la capacidad de resistencia de sus economías a los shocks lograda a base de mucho esfuerzo, y apoyar la actividad interna en respuesta a los crecientes riesgos a la baja que amenazan la demanda externa.

Abordar la crisis de la zona del euro

Pese a los avances en materia de políticas, la crisis de la zona del euro se ha agravado. A menos que las recientes medidas del BCE vayan seguidas de políticas más activas por parte de otras entidades, es posible que el pronóstico del informe WEO y el *escenario base* del informe GFSR una vez más resulten demasiado optimistas, y la zona del euro podría caer en el escenario de aplicación de *políticas deficientes*, con consecuencias perjudiciales para el resto del mundo.

Para garantizar la confianza del mercado en la viabilidad de la UEM será necesario tomar acciones firmes en múltiples frentes. Las entidades soberanas que están bajo presión deben seguir realizando ajustes, y el apoyo a dichas entidades y sus bancos ha de suministrarse a través del FEEF y el MEDE para aliviar las presiones de financiamiento y romper el círculo vicioso entre las entidades soberanas y los bancos. Mientras tanto, el compromiso del BCE para intervenir en los mercados secundarios mediante el programa de OMC es de suma importancia para hacer frente a las elevadas primas de riesgo derivadas de las inquietudes sobre la convertibilidad, y la política monetaria debería ser muy laxa para apoyar la demanda. Las medidas contra la crisis deben tener como visión una unión monetaria más completa, meta hacia la que deberán avanzar a un ritmo razonablemente rápido y tangible.

- Los socios de la UE deben apoyar a los países que adopten medidas de ajuste adecuadas pero que aún estén sometidos a la presión de los mercados. Si bien las economías de la periferia deben seguir ajustando sus saldos fiscales a un ritmo que les resulte sostenible, es esencial garantizar que tengan acceso a financiamiento a un costo razonable. Los recursos comunes pueden canalizarse a través del FEEF o el MEDE, y los países que los necesiten deben solicitar dichos recursos para preservar o recuperar el acceso a los mercados.
- Las participaciones directas de capital en los bancos son esenciales para romper los círculos viciosos entre los bancos y las entidades soberanas a corto plazo. Para que esto suceda, el MEDE tiene que entrar en funcionamiento lo antes posible, y se debe establecer rápidamente un mecanismo único de supervisión —una condición previa para que el MEDE asuma participaciones en los bancos—, conforme a las propuestas de la Comisión Europea en tal sentido. Los bancos viables deben ser recapitalizados, pero los que no lo son deben ser sometidos a un proceso de resolución, en parte para reducir a un mínimo los costos fiscales.
- Una estructura integrada de regulación y supervisión —una unión bancaria— es indispensable para el funcionamiento fluido de mercados financieros integrados en la UEM. Esa unión debe estar asentada sobre cuatro pilares: supervisión común, regulación armonizada, un sistema paneuropeo de garantía de depósitos y un régimen paneuropeo de resolución con mecanismos comunes de apoyo. Estos dos últimos componentes son críticos y aún no se han presentado propuestas para su creación. La integración fiscal proporcionaría herramientas críticas para respaldar la unión bancaria, mejorar la disciplina fiscal y reforzar los ajustes ante shocks idiosincrásicos, evitando al mismo tiempo que estos se conviertan en sistémicos. La prioridad inmediata es establecer un mecanismo de apoyo fiscal común para una unión bancaria anclada en un mecanismo único de supervisión. En términos más generales, la distribución del riesgo fiscal es un aspecto básico de las zonas monetarias. No obstante, es importante que el apoyo mutuo se complemente con reglas más estrictas y con una aplicación más enérgica de esas reglas, así como una mayor coordinación de las

políticas nacionales, incluida una aprobación rápida y una implementación adecuada del Pacto Fiscal (a nivel de cada país). La distribución a priori del riesgo puede lograrse de varias maneras, pero independientemente del método que se utilice sería conveniente contar con una hoja de ruta bien definida.

Recomponer el margen de maniobra de la política fiscal

En muchos casos el ajuste fiscal ha sido necesario para reforzar la confianza en los balances soberanos, y en muchos otros casos porque las perspectivas del producto potencial futuro —y por ende del crecimiento de los ingresos— son mucho menos favorables que antes de 2008. A menos que los gobiernos describan cómo efectuarán el ajuste necesario a mediano plazo, una nube de incertidumbre seguirá ensombreciendo el panorama de la economía internacional, con riesgos a la baja para el producto y el empleo a corto plazo.

El ajuste fiscal debe ser gradual y sostenido, y en lo posible debe estar respaldado por cambios estructurales, ya que, inevitablemente, representa un lastre para la débil demanda. Los acontecimientos hacen pensar que los multiplicadores fiscales a corto plazo pueden haber sido mayores de lo previsto en el momento en que se realizó la planificación fiscal (recuadro 1.1). Estudios presentados en informes WEO anteriores indican que los multiplicadores fiscales se han aproximado a 1 en un entorno en que muchos países realizan un ajuste al unísono; el presente análisis indica que recientemente los multiplicadores fiscales pueden haber sido mayores que 1 (recuadro 1.1)⁴. Hay otras razones para evitar ajustes bruscos: los problemas fiscales pueden tener su origen en problemas estructurales que toma tiempo resolver, y los recortes del gasto o los aumentos de impuestos realizados abruptamente pueden desencadenar círculos viciosos de caída de la actividad y aumento de los coeficientes de endeudamiento, lo cual a la larga socava el respaldo político a favor del ajuste. Los datos históricos de reducción de la deuda pública indican que un enfoque gradual y sostenido,

apoyado por cambios estructurales, es el que ofrece mayores posibilidades de éxito dentro de las limitaciones actuales (capítulo 3).

Para generar credibilidad, los gobiernos deben comprometerse a adoptar medidas y lograr metas a mediano plazo que estén efectivamente bajo su control. Tienen que explicar claramente cómo reaccionarán ante reveses, tales como desaceleraciones imprevistas de la actividad o aumentos de los costos de financiamiento. Salvo en las economías que se enfrenten a fuertes limitaciones de financiamiento, se debe permitir que los estabilizadores automáticos funcionen libremente. Los pronósticos presupuestarios tienen que basarse en supuestos realistas acerca del impacto negativo a corto plazo del ajuste en el producto y en el empleo. Del mismo modo, las proyecciones relativas a la evolución de los coeficientes de endeudamiento deben basarse en supuestos realistas, no optimistas, sobre el crecimiento del producto potencial y las tasas de interés. En resumen, la política fiscal tiene que ser transparente, realista y previsible, y aunque esté orientada hacia objetivos a mediano plazo, debe ser también un factor estabilizador frente a una desaceleración o auge a corto plazo. Es posible establecer analogías claras con la implementación de una política monetaria eficaz.

En las economías avanzadas, el ajuste fiscal planificado a corto plazo es considerable. Las principales deficiencias de las políticas, que se examinan en más detalle en el informe *Monitor Fiscal* de octubre de 2012, están relacionadas con la necesidad de un compromiso más fuerte con un marco fiscal sólido:

- Para anclar las expectativas del mercado, es necesario que las autoridades especifiquen adecuadamente planes detallados a mediano plazo para reducir los coeficientes de endeudamiento, y dichos planes tienen que estar respaldados por leyes o marcos fiscales vinculantes. Entre las grandes economías avanzadas, Estados Unidos carece de un plan de este tipo, y el plan a mediano plazo de Japón debe reforzarse, a pesar de la acertada decisión legislativa de duplicar el impuesto sobre el consumo. Las autoridades en Estados Unidos ahora tienen que hacer frente urgentemente a los problemas derivados del tope de la deuda y el precipicio fiscal, que repercutirían gravemente en el crecimiento a corto plazo; las autoridades

⁴Véase, por ejemplo, el capítulo 3 del informe WEO de octubre de 2010.

japonesas también tienen que aprobar sin demora el financiamiento para el presupuesto de este año.

- Los países deberían tomar medidas mucho más profundas para reducir el crecimiento de los gastos relacionados con el envejecimiento de la población —una cuestión que no pueden soslayar indefinidamente— porque tales reducciones pueden mejorar notablemente la dinámica de la deuda sin perjudicar mayormente la demanda a corto plazo.
- Un mayor número de países tienen que definir metas en términos estructurales o ajustados en función del ciclo, y elaborar planes de contingencia para hacer frente a los shocks. La primera línea de defensa contra los shocks deberían ser los estabilizadores automáticos y la política monetaria, incluidos respaldo y medidas de carácter no convencional para facilitar la transmisión del efecto de las tasas de política monetaria ya bajas a la demanda. Pero es posible que estos esfuerzos no sean suficientes. Si el crecimiento cayera bastante por debajo de las proyecciones del informe WEO, los países que dispongan de margen de maniobra deberían distribuir el ajuste planificado a lo largo de 2013 y los años posteriores.
- Las economías de mercados emergentes y en desarrollo por lo general tienen un nivel de deuda pública mucho más bajo que las economías avanzadas, y por lo tanto su necesidad de ajuste fiscal es menos urgente, pero de todos modos deberían recomponer su margen de maniobra para la aplicación de políticas. Los déficits son considerablemente más voluminosos que antes de 2008, incluso en los países que no fueron golpeados por la crisis. Estos países por lo general han experimentado una recuperación relativamente rápida y están operando por encima de la tendencia previa a la crisis. Por lo tanto, ahora es un momento propicio para que emprendan una consolidación fiscal con el fin de restablecer plenamente su flexibilidad para hacer frente a contingencias adversas imprevistas. La tarea de apoyar la demanda en respuesta a un debilitamiento externo mayor de lo previsto debería quedar en manos de la política monetaria.

Entre las principales economías de mercados emergentes, India, Rusia y, a mediano plazo, Turquía, deberían desplegar mayores esfuerzos.

China, que también está desacelerándose, es un caso diferente por dos razones: primero, las autoridades están tratando de reequilibrar el crecimiento económico orientándolo hacia el consumo, y eso exigirá la ampliación de los programas de apoyo social, y segundo, el margen disponible para el crecimiento del crédito se ha reducido porque la economía aún está procesando la fuerte expansión del crédito que se puso en marcha en respuesta a la Gran Recesión. Análogamente, los principales países exportadores de petróleo también están incrementando el gasto para atender desafíos sociales, lo cual está ayudando a reequilibrar la demanda mundial. A mediano plazo, sin embargo, estas economías tendrán que reducir el crecimiento del gasto a niveles más sostenibles.

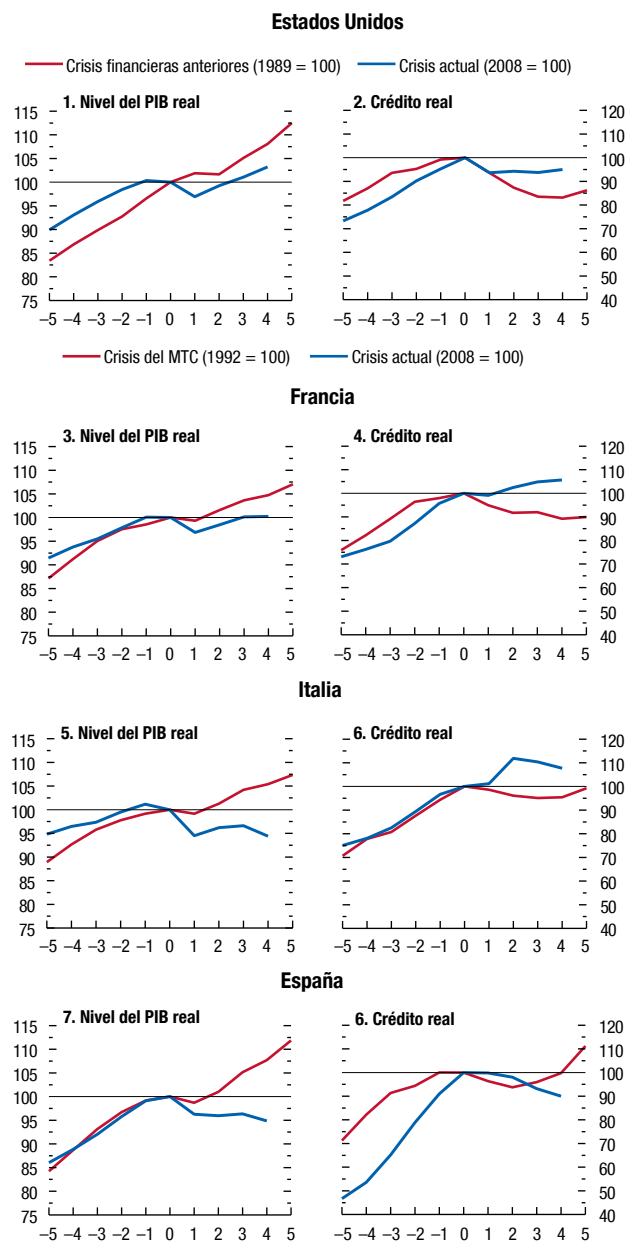
Apoyar el ajuste con liquidez

En muchas economías avanzadas, sigue siendo esencial un amplio suministro de liquidez, en vista de la debilidad de la demanda y de los muy prolongados períodos de implementación de ajustes fiscales, financieros y estructurales. Las autoridades de supervisión prudencial tienen que cerciorarse de controlar los riesgos a los que pueda dar lugar el largo período de rendimientos bajos y acceso excepcionalmente fácil al financiamiento del banco central. El acceso fácil al crédito crea incentivos para la toma excesiva de riesgos, y además da a los bancos opciones fáciles para postergar la reestructuración aconsejable. Con el tiempo, las tasas de interés muy bajas pueden distorsionar la inversión eficiente del ahorro, que es una función fundamental del sistema financiero. Los programas creíbles de ajuste fiscal a mediano plazo y la reestructuración del sistema bancario son elementos de apoyo sumamente valiosos para el objetivo de la política monetaria de mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas en un nivel bajo a la vez que se preserva la estabilidad financiera.

Una preocupación generalizada es que el estímulo monetario no está llegando a todos los mercados de manera uniforme. A los hogares y las pequeñas empresas les es difícil obtener préstamos bancarios, mientras que las grandes empresas están pagando tasas de interés mínimas en los mercados de bonos. En la zona del euro, los préstamos bancarios están desacelerándose en la periferia, pero siguen creciendo

Gráfico 1.16 Comparaciones de crisis
(Índice; años desde la crisis en el eje de la abscisa)

El crédito parece estar recuperándose más favorablemente después de la Gran Recesión que después de otras recesiones anteriores relacionadas con crisis crediticias. Por ejemplo, el crédito interno en Estados Unidos ha resistido mejor después de 1989, a pesar de una caída mucho más pronunciada del producto. Lo mismo se puede decir de Francia e Italia, al comparar la situación con la crisis del mecanismo de tipos de cambio (MTC), aunque el crédito real ahora está cayendo en Italia. En España, la evolución del crédito es menos favorable, en consonancia con una mayor caída del producto. En general, esta evolución del producto y del crédito apunta a que el nivel bajo de las tasas de política monetaria y las medidas no convencionales han ayudado, hasta ahora, a evitar una contracción mucho más marcada del crédito. Sin embargo, se precisan más medidas para sustentar y mejorar el crédito, sobre todo en la periferia de la zona del euro.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Los datos sobre crédito más recientes de 2012 se basan en los niveles de junio de 2012.

en Alemania. Las variaciones de las primas de riesgo que deben pagar los prestatarios en respuesta a la evolución de las condiciones económicas y la aplicación de políticas de préstamo más estrictas por parte de los bancos en respuesta a las tensiones de capital y financiamiento están teniendo efectos importantes. Sin embargo, las marcadas diferencias en las condiciones de financiamiento no significan que la política monetaria no esté funcionando. Las medidas adoptadas por los bancos centrales han evitado que los resultados sean peores. En algunas economías de la zona del euro, como Francia e Italia, el crédito ha tenido una evolución más favorable durante la actual recuperación que durante la recuperación posterior a 1993, pese a una caída mucho más considerable del producto (gráfico 1.16, paneles 3–6). Lo mismo se puede decir en comparación con el crédito en Estados Unidos después de 1989 (gráfico 1.16, paneles 1 y 2). En términos más generales, el suministro de liquidez ha evitado un colapso de los sistemas bancarios en las economías de la periferia.

Las necesidades específicas de política monetaria varían entre las diferentes economías. En muchas economías avanzadas, la orientación debe seguir siendo muy laxa, ya que las expectativas de inflación están bien ancladas, la inflación general y la inflación básica están retrocediendo y la actividad está, en términos generales, bastante por debajo de su nivel potencial. Las autoridades deben seguir ayudando a reducir las primas de riesgo y a mejorar la transmisión de la política monetaria a la economía real, con intervenciones directas en mercados de activos clave o con medidas que incentiven más a los bancos a conceder crédito, como el programa de financiamiento para préstamos del Banco de Inglaterra. Las necesidades específicas de política para las principales economías son las siguientes:

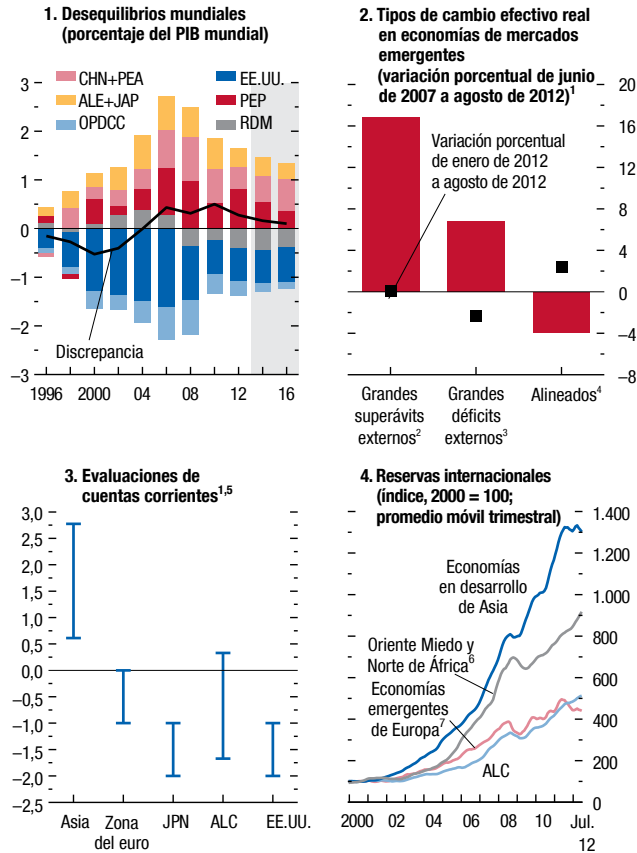
- La Reserva Federal adoptó recientemente sólidas medidas para relajar las condiciones monetarias y financieras, en consonancia con el alto nivel de desempleo y una inflación general que se proyecta descenderá a menos de 2%. El grado de influencia de estas y otras medidas previas no convencionales se amplificaría sustancialmente si se avanzara más en la tarea de brindar alivio a los hogares con sobreendeudamiento hipotecario y en la reforma del mercado inmobiliario.

- En la zona del euro, la presión inflacionaria subyacente es baja: la inflación básica ha rondado el 1½% durante algún tiempo, y los aumentos de los impuestos y los precios administrados han contribuido entre ¼ y ½ de punto porcentual. Se pronosticó que la inflación general descenderá a aproximadamente 1½% en el transcurso de 2013, y los riesgos provenientes de los salarios internos y las utilidades internas se inclinan a la baja: el Modelo de Proyección Mundial del personal técnico del FMI indica que la probabilidad de una caída de los precios es inusualmente alta, y que llega casi al 25% (gráfico 1.12, panel 2). Esta proyección le brinda al BCE una amplia justificación para mantener las tasas de política monetaria en niveles muy bajos o para reducirlas aún más.
- En Japón se pronostica que la inflación permanecerá cercana a cero en 2012 y 2013. El relajamiento de la política monetaria anunciado en septiembre es una medida acertada y debería ayudar a apoyar el crecimiento económico y a encontrar una salida al problema de la deflación. No obstante, es posible que se necesite una política monetaria más laxa para alcanzar más rápido la meta de inflación de 1% fijada por el Banco de Japón, apoyándose en una mejor estrategia de comunicación de la orientación y el marco de políticas. Cualquier relajamiento adicional de la política por parte del Banco de Japón podría incluir la compra de bonos públicos japoneses con vencimientos a más largo plazo, así como ciertos títulos privados.

Entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo las necesidades de política difieren, pero muchas están en condiciones de esperar y observar la evolución o de aplicar una política más laxa en vista de los riesgos a la baja para la actividad. La inflación general y la inflación básica están descendiendo en términos generales. El principal motivo para actuar con precaución es que las tasas de crecimiento del crédito, pese a haber bajado últimamente, aún están en niveles bastante elevados (gráfico 1.14, paneles 2 y 3). Las medidas macroprudenciales y de supervisión deben emplearse para combatir cualquier burbuja de crédito que esté surgiendo, por ejemplo en el sector inmobiliario.
- En las economías emergentes de Asia, las tasas de inflación general e inflación básica han sido bajas o han estado descendiendo. En muchas economías se pronostica que la inflación se aproximará a 3% a mediano plazo. El crédito se expandió con rapidez en varias de estas economías (China, India) y sigue expandiéndose con dinamismo en algunas economías (Indonesia y, en menor grado, Malasia); en varias economías también se han registrado auges de los precios inmobiliarios. Las monedas de varias economías están subvaluadas con respecto a los fundamentos económicos a mediano plazo (China, Malasia, Tailandia). Si se tiene en cuenta este panorama del crédito y de los tipos de cambios, estos países deberían esperar y estudiar o considerar un nuevo relajamiento moderado de la orientación de la política monetaria, y recurrir sobre todo a la política fiscal para apoyar la demanda. Los que dispongan de menos espacio fiscal podrían proceder a relajar más la política monetaria, siempre y cuando las medidas macroprudenciales mantengan el crecimiento del crédito bajo control. Los países con altos niveles de inflación (India, Vietnam) no están en condiciones de aplicar una política monetaria más laxa, a menos que frenen la demanda interna con un mayor ajuste fiscal.
- En América Latina se pronostica que muchas economías operarán con una inflación cercana o inferior a 5% en 2013, nivel sustancialmente más bajo que en 2011. Es aconsejable vigilar las altas tasas de crecimiento del crédito. En vista de los riesgos a la baja para el crecimiento mundial y las perspectivas de inflación, muchos bancos centrales están en condiciones de mantener las tasas estables; y en caso de materializarse los riesgos, los bancos centrales pueden reducir las tasas de política monetaria. Los niveles altos o en ascenso de los precios de los inmuebles o la creciente carga de la deuda de los hogares, especialmente en Brasil, exigen una constante vigilancia por parte de las autoridades. Los bancos centrales en economías con niveles relativamente altos de inflación (Argentina, Venezuela) tendrán que aplicar una política más restrictiva.
- Las tasas de inflación son bajas o se pronostica que bajarán considerablemente en muchas

Gráfico 1.17. Desequilibrios mundiales

Los saldos mundiales en cuenta corriente se redujeron marcadamente durante la Gran Recesión y no se proyecta que vuelan a crecer, excepto por las contribuciones de las economías emergentes de Asia. La evolución de los tipos de cambio desde el comienzo de la crisis ha sido coherente con el reequilibrio de la demanda mundial. Sin embargo, la apreciación de las monedas de superávit externo se ha detenido en los últimos seis meses. Según las evaluaciones del personal técnico del FMI, los saldos en cuenta corriente siguen siendo más grandes de lo que es conveniente en las economías emergentes de Asia y más reducidos en las otras regiones. La acumulación sostenida de reservas internacionales en estas economías está contribuyendo a desequilibrios mundiales en cuenta corriente y a consiguientes factores de vulnerabilidad mayores de lo aceptable.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: ALC = América Latina y el Caribe; ALE+JPN = Alemania y Japón; CHN+MEA = China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia; 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.

¹Las clasificaciones se basan en el informe del sector externo del personal técnico del FMI, que abarca Alemania, Arabia Saudita, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Corea, España, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, Malasia, México, los Países Bajos, Polonia, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y la zona del euro.

²Estas economías representan el 12,3% del PIB mundial.

³Estas economías representan el 7,3% del PIB mundial.

⁴Estas economías representan el 4,8% del PIB mundial.

⁵Diferencias estimadas entre las cuentas corrientes ajustadas en función del ciclo y las que son coherentes con los fundamentos económicos y políticas adecuadas (porcentaje del PIB).

⁶Arabia Saudita, Bahrein, Djibouti, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República Islámica del Irán, la República del Yemen y Sudán.

⁷Bulgaria, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania y Turquía.

economías emergentes de Europa, típicamente a alrededor de 3%. Por lo tanto, varias economías disponen de margen para distender las condiciones monetarias en respuesta a las elevadísimas tasas de desempleo y la desaceleración de la actividad. En la CEI el alto nivel y la mayor volatilidad de la inflación son un obstáculo para reducir las tasas de política monetaria. Lo mismo sucede en varias economías de las regiones de OMNA y África subsahariana.

El fuerte aumento de los precios de los alimentos plantea desafíos importantes para las autoridades en muy diversos frentes (véase la sección especial). En lo que concierne a la política monetaria, la preocupación es que la fuerte ponderación de los alimentos en las canastas de consumo de los hogares más pobres genera una presión alcista sobre los salarios y, por ende, efectos de segunda ronda sobre la inflación. En este contexto, las autoridades monetarias deben anunciar que aplicarán una política más restrictiva si empieza a cernirse la amenaza de efectos de segunda ronda. Pero hasta que eso suceda, los bancos centrales no deberían tomar medidas en respuesta a la evolución de los precios de los alimentos, ya que eso desestabilizaría el producto y la inflación a mediano plazo⁵.

Promover el reequilibrio de la demanda mundial

La desaceleración del comercio y la actividad mundial ha estado acompañada de una notable reducción de los desequilibrios mundiales, que según las proyecciones persistirá (gráfico 1.17, panel 1)⁶. Como se analiza en el informe WEO de abril de 2012 y en un reciente informe sobre el sector externo, de carácter piloto (FMI, 2012d), la mayor parte de esta reducción obedece más al debilitamiento de la demanda interna de las economías afectadas por la crisis y con déficit externo que al aumento de la demanda de las economías con superávit externo. No obstante, se han registrado ajustes más adecuados que están reduciendo los

⁵Véase un análisis detallado en el capítulo 3 del informe WEO de septiembre de 2011.

⁶Los desequilibrios denotan cuentas corrientes que registran niveles distintos de los recomendados por los fundamentos económicos y políticas apropiadas.

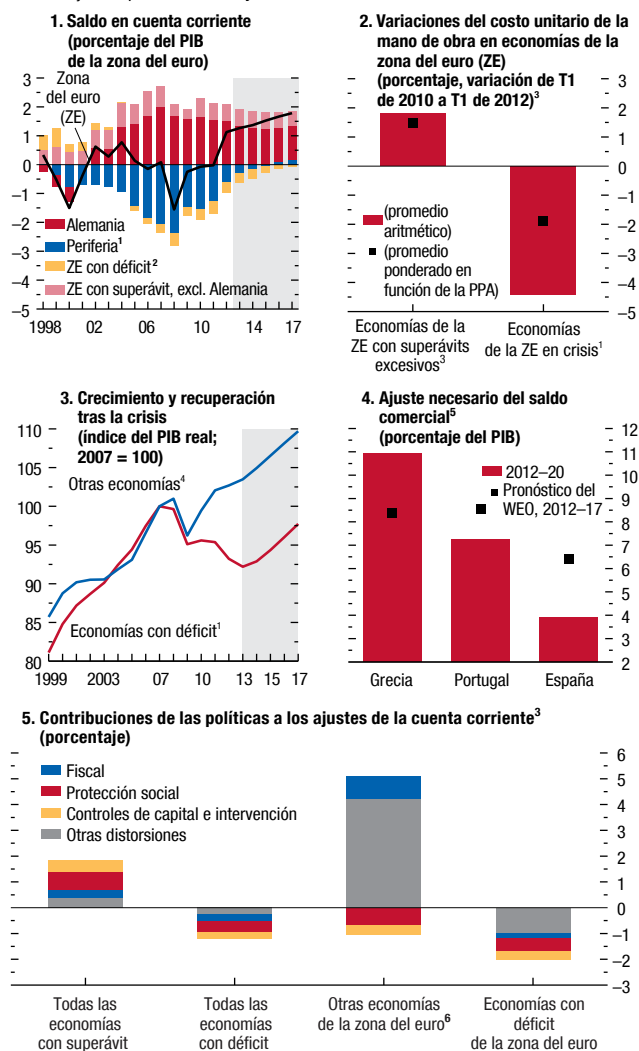
cuantiosos superávits, como ser mejoras en los saldos fiscales de economías con déficit externo, fortaleza de la demanda interna en China y aumento del gasto social en los países exportadores de petróleo.

En la zona del euro, los desequilibrios se han reducido, pero la causa principal ha sido la menor demanda de las economías de la periferia que registran déficits; los costos laborales se han ajustado en relación con el núcleo, pero este proceso tiene que avanzar mucho más (gráfico 1.18, paneles 1–3). Los ajustes en las economías con superávits para lograr un crecimiento más vigoroso e impulsado por la demanda interna están en su etapa inicial. Los indicadores externos de Alemania, el principal país con superávit, hacen pensar que el proceso de reequilibrio de la demanda interna en ese país está menos avanzado que en Japón o China (véase el gráfico 1.9). Por otro lado, aún es necesario un ajuste importante en las economías deficitarias, especialmente Grecia y Portugal, para reducir los pasivos externos netos de esos países a 35% del PIB, es decir, la directriz indicativa establecida en el marco del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de la Comisión Europea (gráfico 1.18, panel 4).

A pesar de las mejoras recientes, los desequilibrios mundiales y los factores de vulnerabilidad conexos probablemente permanecerán bastante por encima de los niveles aceptables a menos que los gobiernos tomen nuevas y firmes medidas (FMI, 2012d). Se estima que las posiciones en cuenta corriente de las economías del G-3 serán más débiles y que sus tipos de cambio efectivos reales serán más fuertes de lo conveniente debido a déficits fiscales excesivos (gráfico 1.17, panel 3). En cambio, en muchas economías asiáticas —incluidas China, Corea, Malasia, Singapur y Tailandia— las posiciones en cuenta corriente son más sólidas y las monedas son más débiles de lo que serían si se aplicara un conjunto más adecuado de políticas. Varias de estas economías han acumulado niveles muy elevados de reservas oficiales o tienen distorsiones internas que frenan el consumo (gráfico 1.17, panel 4). Entre las economías grandes de la zona del euro, sería conveniente que Alemania adoptara políticas para dinamizar la demanda interna y que España, Francia e Italia adoptaran medidas para reforzar la competitividad.

Gráfico 1.18. Desequilibrios en la zona del euro

Los saldos en cuenta corriente también se han reducido en la zona del euro, debido más al colapso de la demanda en las economías deficitarias en la periferia que a una demanda fuerte de las economías con superávits, como Alemania y los Países Bajos. Desde el inicio de la crisis, los costos unitarios de la mano de obra han crecido menos en las economías con déficits que en las economías con superávits, pero se necesitarán mayores ajustes. Para reducir los desequilibrios en cuenta corriente mundiales y en la zona del euro también se necesitarán nuevas modificaciones de las políticas. En las economías con déficits externos, estas modificaciones incluyen la reducción de cuantiosos déficits fiscales, la desaceleración del gasto en prestaciones sociales y, en la zona del euro, la reforma de los mercados de trabajo y de productos. En las economías con superávits, las políticas deben mejorar la protección social y eliminar diversas distorsiones.



Fuentes: Eurostat y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: PPA = paridad del poder adquisitivo.

¹Grecia, España, Irlanda, Italia y Portugal.

²Excluye cinco economías de la periferia.

³Las clasificaciones se basan en el informe del sector externo del personal técnico del FMI, que abarca Alemania, Arabia Saudita, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Corea, España, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, Malasia, México, los Países Bajos, Polonia, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y la zona del euro.

⁴Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Luxemburgo y los Países Bajos.

⁵Ajuste necesario del saldo comercial entre 2012 y 2020 para reducir los pasivos externos netos a 35% del PIB para 2030, suponiendo que la tasa de interés externa nominal es 3% y que la tasa de crecimiento del PIB nominal se mantiene en el nivel proyectado para 2017.

⁶Alemania, los Países Bajos.

Hay que hacer hincapié en que las políticas que serían más eficaces para reducir los desequilibrios mundiales y los factores de vulnerabilidad conexos favorecen los propios intereses de los países afectados, incluso si dichas políticas se consideran desde un punto de vista netamente interno (gráfico 1.18, panel 5). Muchas economías con déficit externo necesitan programas firmes de ajuste fiscal a mediano plazo; la necesidad es urgente en el caso de Estados Unidos. En la zona del euro, buena parte del ajuste planificado para las economías de la periferia estaría justificado independientemente de sus posiciones externas, y dichos esfuerzos fiscales han de complementarse con reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos que ayuden a restablecer la competitividad. En las economías de mercados emergentes con superávits externos y monedas subvaluadas, lo que se necesita es reducir la acumulación de reservas oficiales, adoptar sistemas cambiarios que dependan más del mercado e implementar reformas estructurales, por ejemplo, para ampliar la red de protección social.

Mejorar las perspectivas de crecimiento con políticas estructurales

Los problemas estructurales determinan en gran medida las secuelas de la Gran Recesión. También contribuyen a ampliar los desequilibrios mundiales en cuenta corriente, que han exacerbado la crisis en la zona del euro. Las reformas que buscan aliviar estos problemas pueden tener un impacto significativo en el crecimiento. En un escenario de políticas favorables elaborado por el personal técnico del FMI en el marco del Proceso de Evaluación Mutua del G-20, la mayor parte del aumento de 2½% del producto mundial se debe a reformas en los mercados de trabajo y de productos y a efectos de contagio beneficiosos por vía del comercio internacional (FMI, 2012e). A través de los efectos confianza y riqueza, y al facilitar el ajuste de los precios relativos, las reformas estructurales pueden fomentar la demanda agregada, en particular la inversión, a lo largo del tiempo. Pero es poco probable obtener estas ventajas a menos que las reformas estén respaldadas por políticas macroeconómicas que reduzcan la incertidumbre y mejoren la confianza entre los inversionistas.

Políticas estructurales en economías golpeadas por la crisis

Reestructuración de la deuda de los hogares y los bancos: Aunque solo unos pocos países han adoptado programas eficaces de reestructuración de la deuda de los hogares, otros deberían seguir el ejemplo. Los programas en Estados Unidos tuvieron un arranque lento, pero la reciente expansión de los programas de modificación y refinanciamiento de hipotecas es una medida acertada. Hay otras políticas que podrían ayudar a apoyar la recuperación del mercado inmobiliario, como permitir la participación de las entidades hipotecarias semipúblicas en el programa de reducción del principal, implementar la propuesta del gobierno para seguir expandiendo el refinanciamiento, ampliar oportunamente el programa para promover la conversión de propiedades embargadas en unidades de alquiler, y permitir la modificación de hipotecas en los tribunales de quiebra. Otras economías cuyos mercados inmobiliarios están atravesando desaceleraciones también pueden beneficiarse de políticas que alivien directamente la deuda de los hogares⁷.

Los avances en la reforma del sector financiero, que es crucial para crear una economía mundial más segura, han sido dispares. En el capítulo 3 del informe GFSR de octubre de 2012 se señala que están en marcha múltiples reformas regulatorias, pero que la estructura de la intermediación financiera permanece en gran medida intacta y vulnerable. Los aspectos que exigen mayor atención por parte de las autoridades son un debate a escala mundial sobre las ventajas y desventajas de las restricciones directas de los modelos de negocios, el monitoreo de las instituciones financieras no bancarias que plantean riesgos sistémicos y la formulación de un conjunto de normas prudenciales al respecto, los incentivos para el uso de productos financieros más simples, mayores avances en lo que respecta a la recuperación y la planificación de la resolución de instituciones grandes, y los sistemas de resolución transfronteriza. Un aspecto crucial es que ninguna de las reformas actuales o eventuales será eficaz si no se cuenta con

⁷Véase un análisis más a fondo de las cuestiones relacionadas con la reestructuración de la deuda de los hogares en el capítulo 3 del informe WEO de abril de 2012.

una supervisión reforzada, con incentivos para que el sector privado adopte las reformas y con la voluntad política para lograr avances.

La reestructuración de los bancos ha avanzado en un frente más amplio. Muchos países han adoptado programas para fortalecer los balances de los bancos y para solventar las necesidades de los bancos durante dificultades temporales de liquidez. Las bases de capital se han afianzado: entre 2008 y 2011, por ejemplo, en los grandes bancos de Europa y de Estados Unidos la relación capital ordinario/ activos aumentó alrededor de un quinto y un tercio, respectivamente. También redujeron su dependencia del financiamiento mayorista, aunque ese tipo de financiamiento sigue siendo de carácter generalizado en Europa. Sin embargo, el recrudecimiento de la crisis de la zona del euro y la débil situación de la economía mundial están planteando dificultades bancarias cada vez más graves. Las autoridades de supervisión prudencial tienen que seguir exigiendo el saneamiento de los balances y, cuando sea necesario, imponer pérdidas a los accionistas de los bancos y forzar la recapitalización. Para esto puede ser necesario inyectar fondos públicos o liquidar las instituciones débiles. En las economías de la periferia de la zona del euro, el apoyo externo mediante participaciones de capital es crítico para romper el círculo vicioso entre el deterioro de las entidades soberanas y el debilitamiento de los bancos.

Reforma del mercado de trabajo y de productos: Los avances han sido desiguales en este ámbito. Una serie de países, sobre todo en la zona del euro, están empezando a adoptar medidas para mejorar el funcionamiento de sus mercados de trabajo, pero se han tomado menos medidas para hacer frente al persistente desempleo a largo plazo o para reformar los mercados de productos y, especialmente, el de servicios.

Las reformas del mercado laboral pueden promover el empleo de varias maneras. Pueden reducir los costos de contratación y reducción de personal, o reducir los salarios mínimos cuando su nivel sea tan alto que perjudique la contratación de jóvenes o de trabajadores menos calificados. Este tipo de reformas ya están en marcha en España e Italia. Los acuerdos trilaterales entre sindicatos, empleadores y el gobierno pueden ser un aspecto importante de

los esfuerzos de reforma porque ayudan a coordinar el ajuste relativo del costo de la mano de obra, que es esencial para realinear la competitividad entre las economías deficitarias y superavitarias de la zona del euro. Los sindicatos y los empleadores también pueden negociar convenios salariales colectivos más flexibles, como se ha hecho en Alemania, con muy buenos resultados. En la medida en que se realicen recortes salariales a gran escala en las economías con déficits, es posible que los hogares necesiten ayuda para sobrellevar la carga de su deuda, lo cual destaca la importancia de contar con programas eficaces de reestructuración de la deuda de los hogares. Las políticas activas en el mercado de trabajo pueden tener efectos muy positivos en el empleo al promover un mejor ajuste entre los requisitos del mercado laboral y las aptitudes, y al apoyar la formación y la capacitación vocacional de trabajadores desplazados por shocks en sectores específicos, como el colapso de la construcción en España y Estados Unidos. La participación en la fuerza laboral puede mejorarse subsidiando la cobertura de puestos con trabajadores desempleados a largo plazo o de puestos creados por empresas pequeñas y medianas, a muchas de las cuales les está resultando difícil obtener crédito.

En varias economías, sobre todo en Europa, la reforma del sector de servicios debería acelerarse, en particular para ayudar a generar más empleo a mediano plazo. La intensificación de la competencia y la reducción de las barreras de entrada al mercado ayudarían a garantizar que los salarios más bajos den lugar a la creación de más empleo, y no a un aumento de las utilidades de las empresas. El clima empresarial en varias economías de la zona del euro también ha de mejorarse racionalizando los procedimientos y los costos que frenan el espíritu empresarial y simplificando los procedimientos de quiebra para defender mejor los derechos de propiedad y facilitar la salida de empresas ineficientes (Barkbu *et al.*, 2012).

Reformas estructurales para facilitar el reequilibrio de la demanda mundial

Será importante ejecutar reformas estructurales para fomentar el crecimiento y promover el reequilibrio de la demanda mundial, al tiempo que se reducen las vulnerabilidades conexas. En países con

superávits, como Alemania y China, las reformas son necesarias para estimular la demanda interna, mientras que en países con déficits, como Brasil e India, son necesarias para mejorar la oferta.

- En Alemania se necesitarán reformas estructurales para estimular el nivel relativamente bajo de inversión y, en términos más generales, para promover el crecimiento potencial a partir de fuentes internas. A corto plazo, la solidez subyacente del mercado laboral debería propiciar un repunte de los salarios, la inflación y los precios de los activos, lo cual debería considerarse como parte de un proceso natural de reequilibrio dentro de una unión monetaria. Por ejemplo, si la inflación en España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal se mantuviera entre 0% y 1% y la inflación en otros países permaneciera compatible con la meta del BCE, la inflación en Alemania y los Países Bajos —las otras principales economías superavitarias de la zona del euro— debería ser de aproximadamente 3% a 4% para mantener la inflación de la zona del euro cercana a la meta fijada por el BCE de “inferior pero cercana a 2%”. Esto destaca la importancia que revisten los ajustes de los salarios y los gastos en las economías superavitarias para el buen funcionamiento de la UEM.
- Estudios previos sobre China han destacado la necesidad de mejorar los sistemas de pensiones y atención de la salud para reducir el ahorro precautorio y promover el consumo. Se están logrando avances en estos frentes, pero habrá de transcurrir tiempo hasta que las medidas adoptadas surtan su efecto sobre la demanda. Mientras tanto, el apoyo a la demanda sigue proviniendo principalmente de las medidas a favor de una mayor inversión. Un riesgo evidente es que la calidad de los préstamos bancarios se deteriore aún más, incrementando la capacidad en el sector exportador, que ya es amplia, o elevando los precios de los inmuebles, que ya están en un alto nivel.
- En India resulta urgente acelerar nuevamente la inversión en infraestructura, sobre todo en el sector de la energía, y poner en marcha un nuevo conjunto de reformas estructurales para promover la inversión empresarial y corregir las limitaciones de la oferta. La reforma estructural también comprende reformas tributarias y del gasto, en particular, reducir o eliminar subsidios pero sin dejar de proteger a los pobres. En este sentido, son positivos los anuncios recientes con respecto al relajamiento de restricciones sobre la inversión extranjera directa en algunos sectores, las privatizaciones y la reducción de los subsidios a los combustibles.
- El auge del consumo en Brasil ha sido un componente importante del vigoroso crecimiento del país, y el ahorro interno y la inversión interna permanecen en niveles relativamente bajos. Sería útil que las reformas se centraran en desarrollar en mayor medida el componente del sistema de pensiones basado en contribuciones definidas, simplificar el sistema tributario y crear instrumentos financieros a largo plazo.

Sección especial: Análisis de los mercados de materias primas

En la primera parte de esta sección especial se analiza la evolución de los precios de las materias primas y en la segunda se confirma que las fluctuaciones de la demanda han tenido un papel clave en la caída de los precios durante el segundo trimestre de 2012. En la tercera parte se analiza el importante papel complementario de la evolución de la oferta en los mercados de energía, y en la cuarta, en los mercados de alimentos, dado que contribuyó a las fuertes alzas de precios registradas en el tercer trimestre de 2012. La sección especial concluye con las perspectivas para los mercados de materias primas.

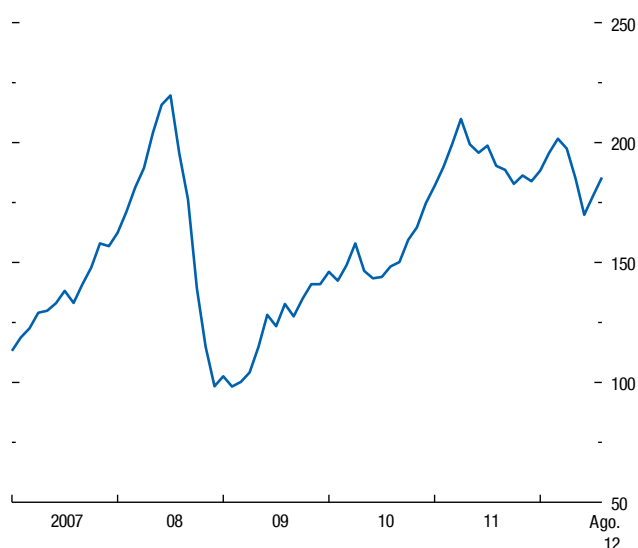
Evolución de los precios durante 2012

Evolución general

Después de una robusta recuperación durante 2009–10, el índice de precios de materias primas (PCPI, por sus siglas en inglés) que elabora el FMI se mantuvo básicamente sin variación durante 2011 y luego cayó durante el segundo trimestre de 2012, solo para repuntar en el tercero (gráfico 1.SE.1). El PCPI es un promedio ponderado de los precios de 51 materias primas, clasificadas en tres grupos principales: energía, insumos industriales (principalmente metales básicos) y comestibles (de los cuales los alimentos son el principal componente; cuadro 1.SE.1). Entre esos tres grupos, los precios de la energía y los metales básicos retrocedieron durante el segundo trimestre casi 30% y 20%, respectivamente, respecto de sus niveles máximos alcanzados en el primer trimestre. Si bien los precios de los metales dejaron de fluctuar durante el tercer trimestre, los de la energía nuevamente experimentaron un aumento pronunciado, de alrededor de 13% (hasta agosto). Los precios de los alimentos se mantuvieron inalterados en términos generales hasta mediados de junio, pero han aumentado desde entonces, alrededor de 10%.

Los autores de esta sección especial son Samya Beidas-Strom, Joong Shik Kang, Prakash Loungani, Akito Matsumoto y Marina Rousset. Daniel Rivera Greenwood y Min Kyu Song colaboraron en la investigación.

Gráfico 1.SE.1. Índice de precios de las materias primas del FMI (2005 = 100)



Fuente: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios.

Cuadro 1.SE.1. Índices de precios de mercado de materias primas combustibles y no combustibles; 2009–12

 (2005 = 100, en dólares de EE.UU.)¹

Materias primas	Ponderaciones	2009	2010	2011	2011:T3	2011:T4	2012:T2
Materias primas no combustibles	36,9	127,4	161,0	189,6	190,7	168,0	170,2
Alimentos	16,7	134,0	149,4	178,8	179,1	163,8	171,0
Granos	3,6	162,4	166,5	231,2	236,2	216,6	215,7
Trigo	1,7	146,6	146,7	207,4	207,0	183,5	176,4
Maíz	1,0	168,2	189,0	296,5	307,3	273,5	274,4
Arroz	0,6	204,8	180,9	191,7	201,4	207,6	209,0
Cebada	0,3	135,0	166,6	217,9	221,8	221,7	247,1
Aceites vegetales y alimentos ricos en proteínas	4,4	154,0	170,4	209,1	209,6	189,7	216,7
Soja	1,2	169,7	172,5	217,0	223,2	193,4	234,9
Harina de soja	0,8	174,6	161,0	184,1	188,7	161,6	221,0
Aceite de soja	0,4	158,8	186,6	245,2	247,9	225,1	233,0
Aceite de palma	0,7	175,2	233,9	292,8	278,9	260,1	282,5
Harina de pescado	0,2	168,7	233,7	204,1	191,3	184,7	204,6
Aceite de girasol	0,2	91,0	103,6	141,7	146,1	135,6	125,9
Aceite de oliva	0,3	63,6	57,5	55,6	55,6	54,4	51,8
Nueces molidas	0,2	129,3	161,1	224,2	231,5	240,3	238,3
Aceite de colza	0,3	118,8	140,3	189,6	187,8	175,4	172,1
Carnes	3,7	98,0	117,2	134,5	136,4	134,2	133,4
Res	1,4	100,8	128,4	154,3	150,1	154,7	158,1
Cordero	0,3	91,3	90,5	92,7	94,0	88,0	62,0
Cerdo	1,1	82,4	110,0	131,6	142,1	129,1	123,5
Aves	0,9	115,9	116,2	118,2	119,3	120,9	127,1
Alimentos del mar	3,2	113,7	135,9	132,8	119,6	102,9	111,8
Pescado	2,5	121,2	151,3	145,5	128,4	107,3	119,2
Camarones	0,7	84,7	75,9	83,4	85,4	85,9	82,9
Azúcar	0,9	151,8	172,0	210,8	225,4	200,3	172,7
Mercados libres	0,6	180,2	207,5	260,5	281,3	245,7	208,0
Estados Unidos	0,1	115,5	147,4	178,3	184,8	178,6	144,3
Unión Europea	0,2	86,0	85,0	88,1	88,4	86,5	87,0
Plátanos	0,4	147,0	152,8	169,2	165,9	165,4	170,0
Naranjas	0,5	107,9	122,1	105,8	123,3	97,9	100,2
Bebidas	1,8	154,4	176,2	205,5	207,9	184,6	162,7
Café	0,9	131,5	165,4	231,0	231,1	212,3	179,7
Otras variedades suaves	0,5	123,8	170,0	239,0	238,6	216,1	160,2
Robusta	0,3	144,5	157,6	217,3	218,3	205,9	213,0
Cacao en grano	0,7	187,4	202,7	192,8	196,5	159,9	143,4
Té	0,3	145,1	146,4	160,0	165,8	160,5	157,6
Materias primas agrícolas ²	7,7	94,1	125,4	153,8	153,2	135,1	136,9
Madera en pie ²	3,4	101,5	101,6	111,4	116,4	111,4	109,6
Maderas duras	1,2	128,9	132,7	159,1	169,9	158,9	148,7
En leños ²	0,4	141,4	137,6	193,2	220,0	202,3	178,6
Aserradas ²	0,8	123,5	130,6	144,5	148,5	140,2	135,9
Maderas blandas	2,2	86,4	84,5	85,0	86,8	85,2	88,0
En leños ²	0,4	75,3	77,9	82,6	80,9	79,2	77,6
Aserradas ²	1,8	88,6	85,8	85,5	88,0	86,4	90,1
Algodón	0,7	113,7	187,7	280,2	229,6	187,8	163,6
Lana	0,5	115,1	152,9	234,2	243,2	212,9	218,7
Fina	0,2	114,9	151,0	241,7	247,7	213,2	200,0
Gruesa	0,3	115,2	154,6	227,9	239,4	212,6	234,3
Caucho	0,5	128,0	243,3	320,8	309,9	240,1	239,1
Pieles y cueros	2,6	68,4	109,6	125,0	130,8	115,1	128,0
Metales	10,7	136,5	202,3	229,7	233,1	195,4	194,2
Cobre	2,8	140,5	205,0	240,0	244,3	204,3	214,1
Aluminio	3,9	87,8	114,3	126,3	126,3	110,2	104,1

Cuadro 1.SF.1 (conclusión)

Materias primas	Ponderaciones	2009	2010	2011	2011:T3	2011:T4	2012:T2
Mineral de hierro	1,3	284,6	521,9	596,9	625,7	500,9	496,3
Estaño	0,2	184,2	275,8	352,7	333,9	282,3	278,3
Níquel	1,1	99,3	147,6	155,0	149,1	124,4	116,1
Cinc	0,6	120,1	156,5	159,0	161,1	138,1	139,7
Plomo	0,2	176,5	220,5	246,4	251,8	204,5	202,7
Uranio	0,5	167,1	164,6	201,3	185,5	188,2	183,8
Energía	63,1	116,8	147,1	193,8	193,6	193,9	192,3
Petróleo crudo de entrega inmediata ³	53,6	116,2	148,5	195,9	194,3	194,4	193,9
Gas natural	6,9	109,6	113,3	154,3	165,4	172,6	178,0
Ruso en Alemania	3,2	149,7	139,0	179,1	188,3	204,2	212,5
Indonesio en Japón	1,9	106,5	133,4	221,2	245,4	253,8	271,5
Estados Unidos, mercado interno	1,9	44,5	49,5	45,1	46,5	37,6	25,7
Carbón	2,6	148,8	206,0	253,7	253,3	238,2	198,3
Australiano, mercados de exportación	2,1	151,0	207,8	254,0	253,3	239,7	197,2
Sudafricano, mercados de exportación	0,5	140,2	198,5	252,5	253,4	232,0	202,9

Fuente: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios.

¹Las ponderaciones se basan en el promedio de las utilidades mundiales de exportación en el período 2002–04.

²Dato provisional.

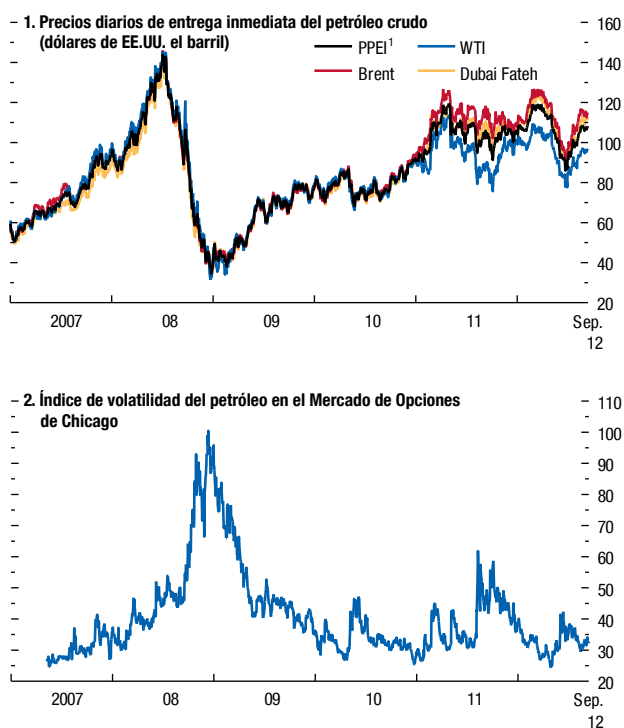
³Precio promedio de entrega inmediata del petróleo. Promedio de las variedades U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate, con la misma ponderación.

Precios de la energía

Los precios del petróleo, el gas natural y el carbón tienen en conjunto una ponderación de casi dos tercios del PCPI; el petróleo por sí solo ocupa más de la mitad del índice. El precio promedio de entrega inmediata del petróleo —un promedio simple de las variedades de petróleo crudo Brent, Dubai y West Texas Intermediate (WTI)— aumentó desde un mínimo de US\$35 el barril a fines de 2008 a un máximo de US\$120 el barril en marzo de 2012. Los precios del petróleo disminuyeron durante el segundo trimestre pero subieron durante el tercero, si bien con cierta volatilidad. La volatilidad implícita se mantuvo moderada cuando se la compara con los fuertes picos registrados luego de la revolución de 2011 en Libia, pero volvió a aumentar durante los meses de verano (gráfico 1.SE.2).

Precios de los metales y los alimentos

Estos dos componentes constituyen el tercio restante del PCPI, cada uno con una ponderación similar. Tras registrar una fuerte recuperación a principios de 2012, los precios de los metales básicos retrocedieron conjuntamente con los precios del petróleo —aunque de manera menos pronunciada— durante el segundo trimestre y en cierta medida se

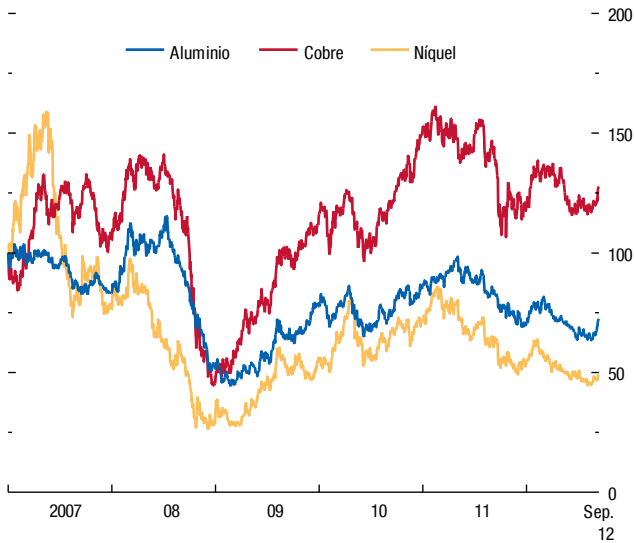
Gráfico 1.SE.2. Precios y volatilidad del petróleo

Fuentes: Bloomberg, L.P.; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Al 11 de septiembre de 2012.

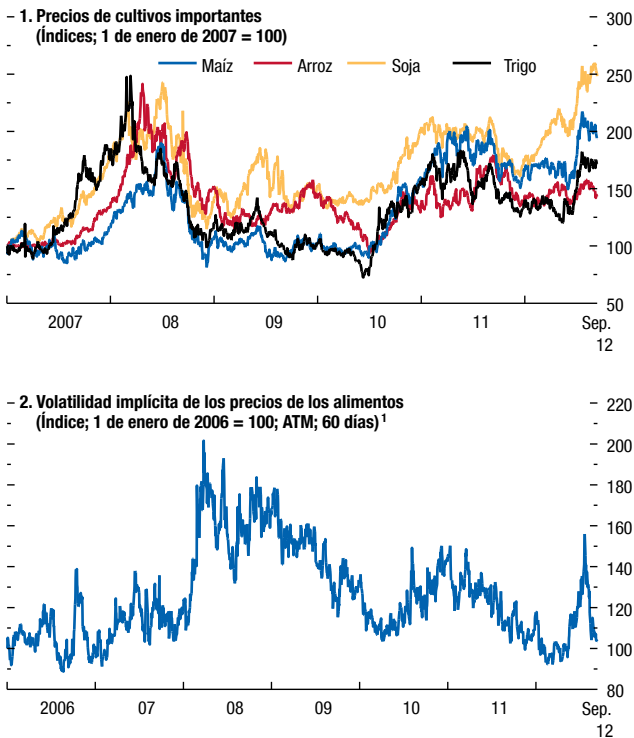
¹El precio promedio de entrega inmediata (PPEI) del petróleo es un promedio simple de los precios de entrega inmediata de las variedades Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate.

Gráfico 1.SE.3. Precios de entrega inmediata de metales básicos
(Índices; 1 de enero de 2007 = 100)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Al 11 de septiembre de 2012.

Gráfico 1.SE.4. Precios y volatilidad de los alimentos



Fuentes: Bloomberg, L.P.; y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Al 11 de septiembre de 2012.
¹ATM = Precio del activo subyacente igual al precio del ejercicio.

mantuvieron a un nivel parejo durante el tercero (gráfico 1.SE.3). Después de mantenerse sin cambios en términos generales durante gran parte del año, los precios de los alimentos comenzaron a repuntar con fuerza a mediados de junio. Los precios de los granos y la soja subieron, compensando la debilidad de los precios de los alimentos del mar, el azúcar y el aceite vegetal. La volatilidad implícita también se elevó significativamente (gráfico 1.SE.4).

La actividad económica y los precios de las materias primas

Una estrecha vinculación con la demanda

Las fluctuaciones de la actividad económica y de las perspectivas son los determinantes primordiales de los movimientos de precios de las materias primas a corto plazo. Cabe formular algunas salvedades.

Primero, en ocasiones la causalidad opera en la dirección opuesta: las perturbaciones de la oferta pueden a veces determinar picos de los precios y caídas de la actividad económica (Hamilton, 2008). Segundo, la evolución de la oferta o las inquietudes acerca de su agotamiento pueden ser suficientemente importantes como para romper la estrecha conexión entre la actividad económica y los precios de las materias primas aun cuando no sean suficientemente significativas como para alterar el nivel de actividad (véase en Benes *et al.*, 2012, el caso de los precios del petróleo). Tercero, en los últimos años se ha manifestado una y otra vez la preocupación en cuanto a que las operaciones especulativas en activos de materias primas hayan quebrado la conexión entre los movimientos de precios y la actividad económica, a pesar de la falta de evidencias concluyentes que la respalden¹.

No obstante las salvedades señaladas, los datos evidencian una estrecha vinculación entre la actividad económica y las fluctuaciones de precios de las materias primas, y este parece ser el principal factor que explica las caídas globales de esos precios durante el segundo trimestre. Los mercados de materias primas repuntaron en parte a principios de 2012 gracias a la recuperación de la confianza del

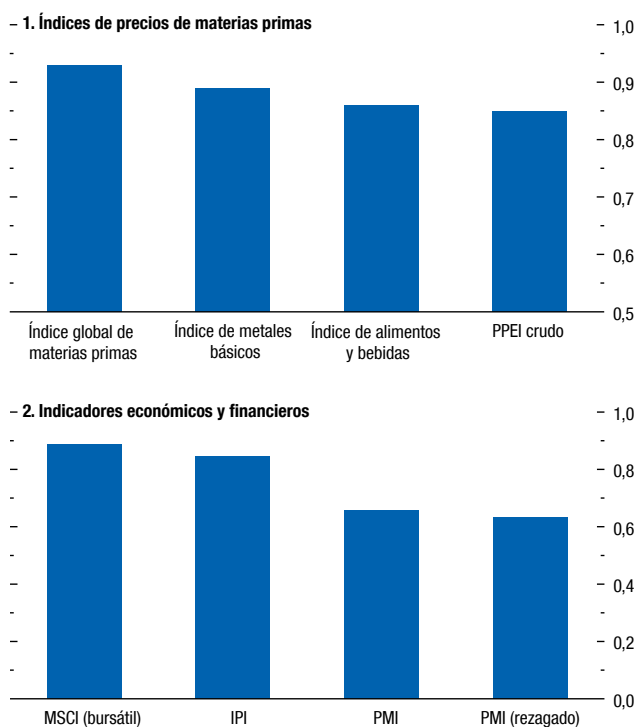
¹Véase un análisis detallado en el recuadro 1.4 del informe WEO de septiembre de 2011.

mercado en respuesta a las operaciones de refinanciamiento a más largo plazo emprendidas por el Banco Central Europeo, así como a un crecimiento mundial mejor de lo esperado en el primer trimestre. Sin embargo, como resultado de los reveses que volvió a sufrir la recuperación mundial al comienzo del segundo trimestre, los indicadores anticipados señalaron una desaceleración sincronizada del dinamismo de la actividad económica en el mundo. En particular, el crecimiento en una serie de importantes economías de mercados emergentes, especialmente China, se ha desacelerado significativamente. Estos factores macroeconómicos comunes afectan a los precios de las materias primas a través de las variaciones de la demanda actual y la prevista y el costo de mantener inventarios.

Análisis de los componentes principales

La influencia de los factores macroeconómicos comunes en los mercados de materias primas puede estudiarse mediante el análisis de los principales componentes, que extrae factores clave que explican la mayor parte de la varianza de las variables observadas. Los precios de materias primas individuales son afectados por factores relativos tanto al espectro general de las materias primas como a algunas de ellas en particular. El primer componente principal de los precios de las materias primas captura los movimientos de precios impulsados por factores vinculados a las materias primas en general. La fuerte correlación entre este primer componente principal y los precios reales de todo el abanico de materias primas —mayor que 0,85 para todos los grupos de materias primas más importantes, incluidos el petróleo crudo, los alimentos y los metales básicos— implica que los precios de materias primas individuales han sido afectados significativamente por factores comunes a todas ellas (gráfico 1.SE.5, panel 1). Análogamente, el primer componente principal determinado según los índices de producción industrial (IPI), los de gerentes de compras (PMI, por sus siglas en inglés) y los de rendimiento de la inversión bursátil (elaborados por MSCI) —que sirven adecuadamente como variables representativas de la actividad económica mundial, el clima económico y el desempeño de los mercados de activos en sentido amplio, respectivamente—

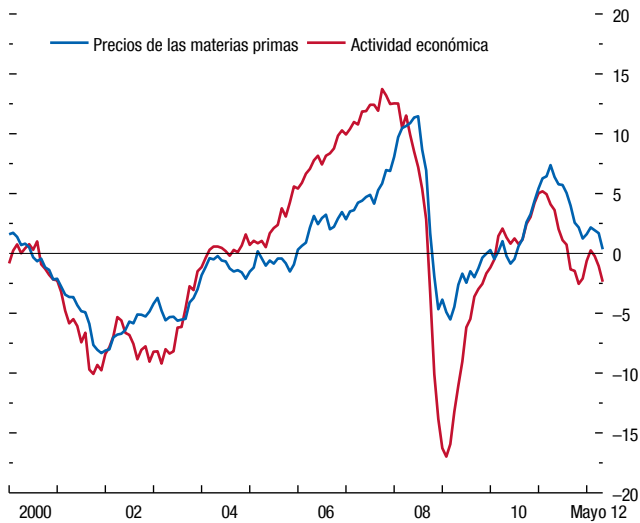
Gráfico 1.SE.5. Influencia de factores comunes: Correlaciones entre pares con los primeros componentes principales



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

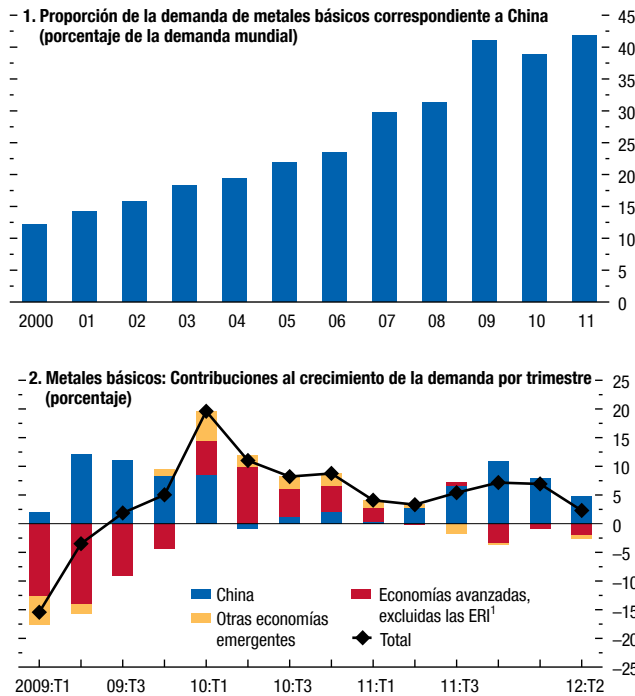
Nota: PPEI = precio promedio de entrega inmediata del petróleo; PMI = índice de gerentes de compras.

Gráfico 1.SE.6. Precios de las materias primas y actividad económica: Primeros componentes principales



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 1.SE.7. Demanda de metales básicos



Fuentes: Oficina Mundial de Estadísticas del Metal y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Suma ponderada de aluminio, cinc, cobre, estaño, níquel y plomo.
¹ERI = economías asiáticas recientemente industrializadas.

captura los factores macroeconómicos comunes subyacentes (gráfico 1.SE.5, panel 2).

Las fuertes correlaciones entre los primeros componentes principales en el caso de los precios de las materias primas y la actividad económica agregada llevan a pensar que los factores que afectan a todas las materias primas en general han reflejado principalmente acontecimientos macroeconómicos comunes. Especialmente durante el segundo trimestre, el primer componente principal de los precios de las materias primas ha exhibido una tendencia declinante en sintonía con el primer componente principal de los índices IPI, PMI y de rendimiento de la inversión bursátil, lo que implica que las caídas recientes de los precios de las materias primas en ese período estuvieron determinadas en gran medida por la situación económica mundial (gráfico 1.SE.6).

Los precios de los metales y la actividad económica de China

El vínculo entre los precios y la actividad también se evidencia en el caso de los precios de los metales básicos. Si bien la lenta recuperación de las economías avanzadas siguió poniendo un freno al consumo de metales básicos, fue la significativa desaceleración de las principales economías de mercados emergentes, especialmente de China, lo que llevó a una marcada retracción del consumo mundial de metales básicos. En China, el crecimiento se ha venido moderando de manera constante, ante la aplicación de políticas dirigidas a desacelerar la economía para encauzarla en un ritmo más sostenible. Como reflejo de esas políticas, el crecimiento de la producción industrial cayó a valores de un dígito después de abril por primera vez desde mediados de 2009, y la inversión inmobiliaria también se desaceleró en los últimos meses. El consumo de metales básicos en China, que ha estado aumentando en forma constante y ahora representa más del 40% del consumo mundial (gráfico 1.SE.7, panel 1), cayó fuertemente en el segundo trimestre. Como resultado, el ritmo de crecimiento del consumo mundial de metales básicos disminuyó significativamente en el segundo trimestre (gráfico 1.SE.7, panel 2). Reflejando esa tendencia, los precios de los metales básicos fueron los que más bajaron entre

las principales materias primas, a pesar de que la oferta respondió en cierta medida al retroceso de los precios.

Si bien los factores de demanda cumplen un papel crucial como impulsores de los movimientos de precios de las materias primas en su conjunto, el papel de los factores propios de determinadas materias primas —que generalmente reflejan acontecimientos específicos por el lado de la oferta— es también importante. En los mercados petroleros, las decisiones que adoptan los productores, los trastornos de la oferta y las inquietudes geopolíticas son a menudo determinantes decisivos de la trayectoria de los precios, particularmente cuando el nivel de inventarios es bajo. En el caso de los precios de los alimentos, las condiciones meteorológicas son el factor específico predominante. En las dos siguientes secciones se analiza el equilibrio entre oferta y demanda en los mercados del petróleo y de los alimentos, respectivamente.

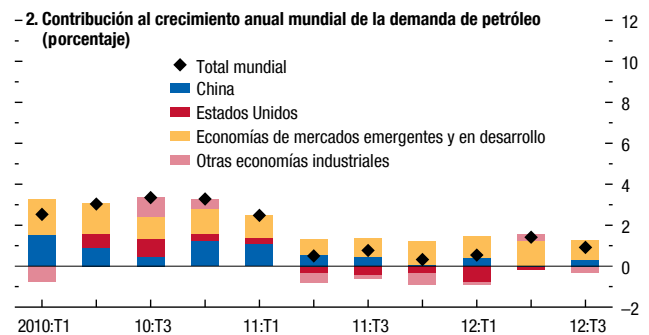
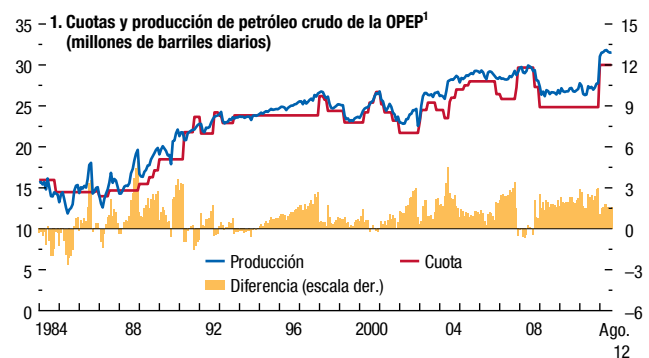
Equilibrio entre oferta y demanda en los mercados petroleros

Fuerte incremento de la oferta

La oferta petrolera se expandió a un ritmo anual de 3,2% durante el primer semestre de 2012 —en promedio, 2,4 millones de barriles diarios (mbd)— es decir, más del doble de la tasa de crecimiento registrada durante 2011 (cuadro 1.SE.2). Desde entonces, la oferta se ha moderado.

- *Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)*: El aumento de la oferta observado a fines de junio reflejaba ocho meses de incremento en la producción de la OPEP (un alza de 2,1 mbd), muy por encima del tope de la cuota de producción del cartel, de 30 mbd de petróleo crudo. La cuota de producción de petróleo crudo de la OPEP es solo una pauta orientativa, sin embargo, y la producción real fue considerablemente mayor (con un aumento de alrededor de 1,9 mbd) durante el primer semestre de 2012 (gráfico 1.SE.8, panel 1), gracias mayormente a la recuperación de la producción libia y al aumento de la producción saudí. Aun situada por encima de la cuota, la producción de la

Gráfico 1.SE.8. Oferta y demanda de petróleo



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Agencia Internacional de Energía, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Excluye Iraq hasta diciembre de 2011.

Cuadro 1.SE.2. Oferta y demanda mundial de petróleo por región

(Millones de barriles diarios)

	2010	2011	2012 Proy.	2011 S2	2012 S1	Variación porcentual interanual							
						2005-07 Prom.	2008	2009	2010	2011	2012 Proy.	2011 S2	2012 S1
Producción mundial	87,3	88,4	89,8	88,9	90,8	0,9	1,2	-1,5	2,1	1,3	1,5	1,2	3,2
OPEP (composición actual) ^{1,2}	34,6	35,7	36,6	35,9	37,6	1,7	3,3	-5,9	1,8	3,0	2,6	2,8	6,3
de la cual:													
Arabia Saudita	9,7	10,8	...	11,1	11,4	-0,2	4,9	-9,5	2,2	11,6	...	13,2	8,7
Irán	4,2	4,2	...	4,1	3,8	1,7	-1,5	-1,9	-0,0	-1,7	...	-2,5	-10,2
Nigeria	2,5	2,6	...	2,6	2,6	-1,9	-7,6	-0,4	15,7	3,9	...	-0,3	-1,7
Venezuela	2,7	2,7	...	2,6	2,7	1,8	0,8	-3,6	-4,6	-1,2	...	-4,0	-2,7
Iraq	2,4	2,7	...	2,7	2,9	2,0	14,3	2,7	-2,0	12,9	...	12,3	5,4
Libia	1,7	0,5	...	0,3	1,4	4,3	0,8	-9,7	0,0	-70,8	...	-81,1	116,2
Kuwait	2,2	2,4	...	2,6	2,7	1,9	8,0	-11,3	1,6	9,8	...	15,3	14,8
No-OPEP ²	52,6	52,8	53,2	53,0	53,2	0,4	-0,2	1,5	2,4	0,3	0,8	0,1	1,1
de los cuales:													
América del Norte	14,1	14,6	15,7	14,9	15,6	-1,2	-3,4	1,8	3,6	3,5	7,8	4,5	8,8
Estados Unidos	7,8	8,1	8,9	8,3	8,9	-1,8	-1,2	6,5	4,7	4,6	10,0	5,6	11,5
Canadá	3,4	3,5	3,9	3,6	3,8	2,6	-2,2	-0,8	4,8	4,5	10,5	6,5	11,4
Mar del Norte	3,8	3,4	3,1	3,3	3,3	-7,0	-4,7	-5,3	-8,6	-9,8	-8,0	-8,8	-5,8
Rusia	10,5	10,6	10,7	10,6	10,7	2,5	-0,7	2,0	2,4	1,4	1,0	1,4	1,4
Otras economías de la ex Unión Soviética ³	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0	9,8	3,1	8,7	0,6	-3,0	-1,5	-5,6	-2,4
Otras economías no pertenecientes a la OPEP	21,3	21,2	20,7	21,3	20,6	1,4	3,0	1,6	4,0	-0,2	-2,3	-1,1	-2,6
de las cuales:													
Brasil	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	6,2	3,4	6,8	5,6	2,6	0,7	2,6	0,6
Demanda mundial	88,1	88,9	89,8	89,7	89,1	1,5	-0,7	-1,2	3,1	1,0	0,9	0,5	1,0
Economías avanzadas	45,9	45,4	45,0	45,6	44,7	-0,1	-3,6	-3,9	1,8	-1,2	-0,8	-1,7	-0,9
de las cuales:													
Estados Unidos	19,5	19,3	19,1	19,3	18,9	-0,1	-5,9	-3,7	2,2	-0,9	-0,9	-1,7	-2,1
Zona del euro	10,5	10,2	9,9	10,3	9,8	-0,4	-0,4	-5,6	-0,3	-3,3	-3,1	-4,3	-3,8
Japón	4,4	4,5	4,6	4,6	4,8	-1,8	-4,8	-8,1	0,7	0,6	4,0	2,8	9,6
Economías recientemente industrializadas de Asia	5,0	4,9	4,9	4,9	4,8	2,4	-2,6	3,5	5,5	-2,4	-0,0	-1,8	-0,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	42,1	43,6	44,7	44,0	44,4	3,8	3,0	2,1	4,5	3,4	2,7	2,9	3,0
de las cuales:													
América	5,9	6,2	6,4	6,3	6,3	3,6	6,4	0,5	4,9	4,4	2,4	4,3	3,1
Comunidad de Estados Independientes	4,2	4,4	4,6	4,6	4,5	2,2	6,1	-4,7	3,2	6,7	3,6	7,4	4,1
Economías asiáticas en desarrollo	25,1	26,0	26,9	25,9	27,0	3,7	1,6	3,8	7,2	3,9	3,2	2,8	3,0
China	8,8	9,2	9,5	9,2	9,4	5,5	1,9	3,3	10,7	5,0	2,6	2,2	1,8
India	3,4	3,5	3,6	3,4	3,7	4,9	4,0	1,1	7,1	4,1	3,8	4,7	3,7
Oriente Medio y Norte de África	9,1	9,0	9,2	9,2	9,1	4,5	5,2	5,7	2,5	-1,3	2,8	-0,9	3,0
Demanda neta⁴	0,8	0,5	...	0,8	-1,7	0,4	-0,4	0,0	0,9	0,6	...	0,9	-1,9

Fuentes: Agencia Internacional de Energía, Oil Market Report, septiembre de 2012, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo. Incluye Angola (sujeto a cuotas desde enero de 2007) y Ecuador, que regresó a la OPEP 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. La producción de los países individuales de la OPEP es únicamente petróleo crudo.

³La ex Unión Soviética comprende 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.

OPEP disminuyó (en 0,5 mbd) durante el tercer trimestre².

- *Países no pertenecientes a la OPEP*: El crecimiento de la producción en los países que no integran la OPEP se concentró en las Américas, a saber, en Canadá y Estados Unidos, que agregaron en promedio 1 mbd, en gran parte gracias al desarrollo de la producción de petróleo no convencional con tecnología de fracturación hidráulica en Estados Unidos (recuadro 1.4). El aumento de la producción de las Américas compensa las caídas en otros países que no integran la OPEP (por ejemplo, Sudán, Siria y Yemen) y las disminuciones tendenciales de la oferta de otros países (Reino Unido) pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), que tuvieron como resultado un aumento neto de la oferta de los países que no pertenecen a la OPEP igual 0,4 mbd durante el primer semestre del año (cuadro 1.SE.2). Las interrupciones inesperadas del suministro en Noruega y las ocasionadas en Estados Unidos por el huracán Isaac, entre otras, moderaron en alrededor de 1 mbd la producción fuera de la OPEP durante el tercer trimestre.

Demanda exigua

El crecimiento de la demanda se mantuvo estable durante el primer semestre de 2012 en relación con el promedio de 2011, en 89,1 mbd, contribuyendo así a la moderación de los precios del crudo, particularmente hacia el final del segundo trimestre. Medida en forma interanual, la demanda creció durante el segundo trimestre de 2012 (alrededor de 1,2 mbd), pero este crecimiento provino en gran medida de Asia y el Pacífico —a saber, de China, India y Japón— y

²Antes de recibir el pleno impacto de las sanciones y el embargo petrolero, el petróleo crudo iraní durante el segundo trimestre se ubicaba en la mitad del nivel de producción máximo (de más de 6 mbd, alcanzado en 1974), oscilando en un promedio de 3,2 a 3,3 mbd entre abril y junio de 2012, solo para colocarse por debajo de 2,9 mbd en agosto (según la Agencia Internacional de Energía, AIE). En vista del uso de buques de bandera extranjera y el almacenamiento en unidades flotantes, la AIE sugiere interpretar los datos con cautela, especialmente aquellos anteriores a julio. El embargo petrolero de la UE también impidió a las compañías de seguro europeas dar cobertura a transacciones vinculadas con el petróleo iraní. Al desaparecer el mercado asegurador para el petróleo de Irán, Japón decidió proveer su propio seguro, e Irán ofreció prestar cobertura a los buques-tanque que transportaran su petróleo.

de Oriente Medio, mientras que en otras economías avanzadas hubo una desaceleración respecto del último trimestre de 2011 (gráfico 1.SE.8, panel 2, y cuadro 1.SE.2). Dicha desaceleración marca una continuación de la caída tendencial de la demanda de la OCDE (excepto en Japón) debido a una menor intensidad petrolera. En el caso de China, gran parte del aumento de la demanda habría tenido por objeto incrementar la reserva petrolera estratégica del país; en menor medida, habría servido para sustentar la expansión en curso del uso de vehículos y el crecimiento de la demanda petroquímica. En India, la vigorosa demanda se intensificó inicialmente para atender las necesidades de riego tras la debilidad de los monzones y posteriormente, durante el tercer trimestre, como consecuencia de la escasez de electricidad y los apagones. La mayor demanda de Japón refleja la utilización del petróleo para la generación eléctrica después de que la producción nuclear se interrumpiera tras el desastre de Fukushima. Se prevé que la demanda de Japón seguirá siendo alta a pesar de la reapertura de dos plantas nucleares durante julio de 2012, en vista de la reciente decisión del país de eliminar paulatinamente la energía nuclear para 2040.

Como reflejo de esa evolución de la oferta y la demanda, hubo una recomposición de inventarios entre los países de la OCDE. Las existencias alcanzaron niveles cercanos a sus promedios quinquenales en julio de 2012, mientras que la capacidad excedentaria de los países de la OPEP rondó los 2,5 mbd (gráfico 1.SE.9)³.

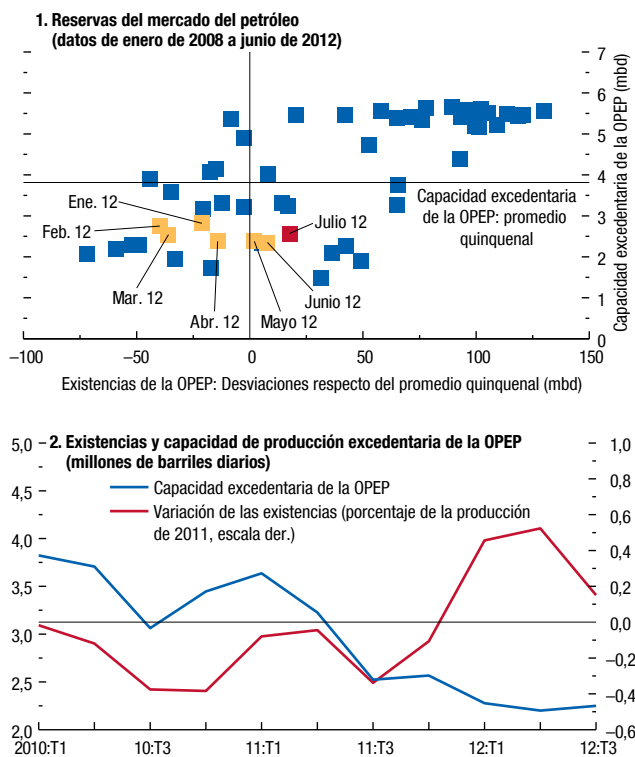
Problemas de oferta en los mercados de alimentos

Reveses de la oferta

Los precios de los principales cultivos —maíz, soja y trigo— han registrado fuertes alzas en un contexto de preocupación acerca de los trastornos de la

³Los datos fiables sobre acumulación de inventarios provenientes de las economías que no integran la OCDE son escasos. Sin embargo, los analistas de la industria reportan cierto aumento de la demanda en el mercado de futuros (especialmente en Asia), pero esa demanda sigue ubicándose muy por debajo del promedio de la OCDE (55 días) en el caso de muchas grandes economías de mercados emergentes (por ejemplo, India e Indonesia).

Gráfico 1.SE.9. Existencias y capacidad excedentaria de petróleo



Fuentes: Agencia Internacional de Energía; Administración de Información Energética de Estados Unidos, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: mbd = millones de barriles diarios; OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo.

oferta mundial debido a factores meteorológicos. En el año en curso, el fenómeno climático de La Niña contribuyó a generar sequía en América del Sur, que perjudicó significativamente las cosechas de maíz y soja en Argentina, Brasil y Paraguay. Desde mediados de junio, han surgido otros motivos de preocupación, ya que el clima caluroso y seco en el centro de Estados Unidos redujo los rendimientos del maíz y de la soja. Al mismo tiempo, las estimaciones de la cosecha de trigo han sido corregidas a la baja en la región del Mar Negro (Kazakstán, Rusia, Ucrania) y en China debido a las condiciones meteorológicas desfavorables.

Demanda robusta

La demanda de alimentos se mantuvo robusta en 2012 a pesar de la desaceleración de la actividad económica mundial. Se prevé que este año la mayor parte del crecimiento de la demanda de los principales cultivos —maíz, trigo, soja y arroz— provendrá de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, siendo el aporte de China el mayor de todos. Entre las diversas materias primas alimenticias, el trigo explica más de la mitad del crecimiento del consumo mundial de los principales cultivos.

Existencias en disminución

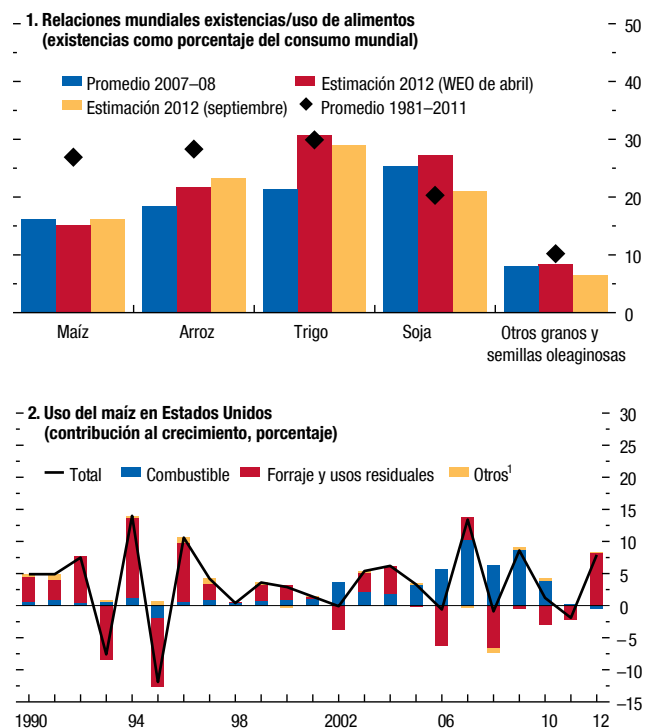
Los mercados mundiales de alimentos son vulnerables a reveses de la oferta debido al bajo volumen de reservas. La relación existencias/utilización se mantiene por debajo de sus promedios históricos a largo plazo en el caso del maíz y el arroz y ha estado en disminución en el caso del trigo y de la soja. En comparación con la crisis de los alimentos de 2007–08, las relaciones mundiales existencias/utilización han mejorado significativamente en el caso del arroz y del trigo, pero sufrieron un muy marcado deterioro en el de la soja y, en menor medida, del maíz y otros granos y semillas oleaginosas (gráfico 1.SE.10, panel 1). Ante la falta de reservas alimenticias adecuadas, la amenaza de un déficit de producción provocó una respuesta inmediata de los precios de los granos, que repercute significativamente en otras materias primas alimenticias. Los crecientes precios del maíz en particular tienen importantes efectos en los mercados de la carne y del etanol. La proporción de la cosecha de maíz de Estados Unidos que se utiliza como com-

bustible se redujo marcadamente al cesar el apoyo gubernamental a la industria del etanol implementado mediante aranceles y créditos impositivos para las empresas refinadoras de gasolina. Este año se prevé que la totalidad del crecimiento del consumo de maíz en Estados Unidos obedecerá a su empleo para la alimentación animal (gráfico 1.SE.10, panel 2). Aunque el maíz puede ser sustituido por otros granos para tales usos, sigue siendo el principal cereal forrajero en Estados Unidos. Otro grano clave, el arroz, registró solo una variación marginal de precios desde mediados de junio porque los mercados están bien provistos, a pesar de cierta inquietud en torno a la cosecha de India debido al impacto de una temporada de monzones más débiles; no obstante, para la producción mundial se proyectan niveles récord el año próximo. Hay también menos sustitución por el lado de la oferta y de la demanda entre el arroz y otros granos, y el mercado del arroz está más segmentado.

Impacto macroeconómico

El actual shock de precios de los alimentos es menos severo que el de 2007–08 porque no ha afectado a todos los cultivos clave de manera uniforme y no se ha visto agravado por restricciones al comercio y por altos costos de los insumos energéticos (recuadro 1.5). Sin embargo, el alza de esos precios podría tener una serie de repercusiones macroeconómicas. Primero, los precios crecientes se traducen en una inflación general más elevada, que erosiona el poder de compra de los consumidores. Este efecto se siente con particular intensidad en los países de ingreso bajo y mediano, donde la participación de los alimentos en la canasta de consumo es más alta y el traspaso de los precios internacionales a los internos es mayor que en las economías avanzadas. Segundo, erosionan el saldo fiscal a través de mayores subsidios gubernamentales y medidas de protección para los hogares afectados. Por último, tienen un efecto negativo en la balanza comercial de los países importadores de alimentos. Esos precios crecientes también plantean problemas de economía política: contribuyen a generar un descontento generalizado, desestabilizando así los frágiles sistemas políticos de los países en situación de posconflicto. Por lo tanto, los países deberían evitar políticas comerciales de protección tales como prohibiciones, impuestos y cuotas para la exportación, que generan

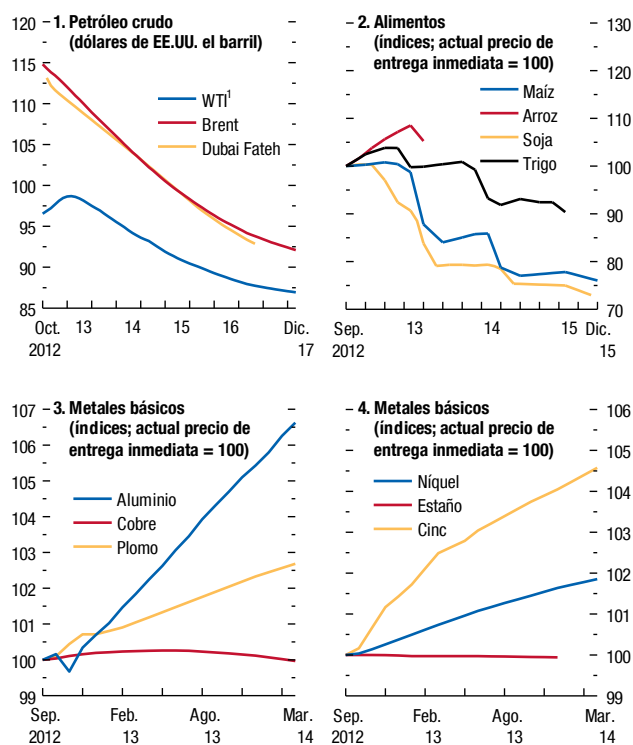
Gráfico 1.SE.10. Existencias de alimentos con carácter de reservas



Fuentes: Departamento de Agricultura de Estados Unidos y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Incluye el uso para cereales y otros productos alimentarios, semillas, fécula, jarabe de maíz de alta fructosa, glucosa y dextrosa, y alcohol para bebidas y manufacturas.

Gráfico 1.SE.11. Precios de los futuros



Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Al 11 de septiembre de 2012.
¹WTI = Variedad West Texas Intermediate.

un mayor aumento de los precios de los alimentos y de la volatilidad, y adoptar en cambio políticas apropiadas para mantener la estabilidad macroeconómica al tiempo que se da protección a los pobres⁴.

A corto plazo, cabe prever que los países enfrentarán una inflación creciente y presiones sobre la balanza de pagos. Durante el vertiginoso aumento de los precios de los alimentos en 2007–08, los países de ingreso bajo y mediano fueron los que sufrieron el mayor impacto inflacionario, porque los rubros volátiles como los alimentos y los combustibles representan una gran proporción de la canasta de consumo. Estudios recientes del FMI indican que, a pesar de la variedad de herramientas de política monetaria apropiadas para combatir una creciente inflación en los diversos países, a los países importadores de materias primas les conviene más fijar metas para la inflación subyacente en lugar de apuntar a la inflación general, que incluye componentes volátiles como los alimentos y los combustibles, acrecentando de ese modo la credibilidad del banco central al estabilizar la volatilidad tanto del producto como de la inflación⁵. En este contexto, las políticas macroeconómicas a corto plazo también deben incluir la ampliación de redes de protección social adecuadamente focalizadas y otras transferencias fiscales cuando se disponga de margen de acción para ello, permitir la flexibilidad del tipo de cambio real en el caso de los países que sean importadores netos y contemplar el acceso al financiamiento multilateral para atender las necesidades de balanza de pagos.

Perspectivas para los mercados de materias primas

Con todos sus defectos, los precios de los futuros siguen siendo la forma preferida de medir las perspectivas para los precios del mercado de entrega inmediata (Chinn y Coibion, 2009). Las predicciones de los mercados de futuros respecto de las principales materias primas se muestran en el gráfico 1.SE.11,

⁴En lo que va del año no hay evidencias de un empleo generalizado de restricciones a la exportación de materias primas alimenticias ni de compras motivadas por una situación de pánico entre los importadores, como sí se observó durante 2007–08.

⁵Véase un análisis detallado en el capítulo 3 del informe WEO de septiembre de 2011.

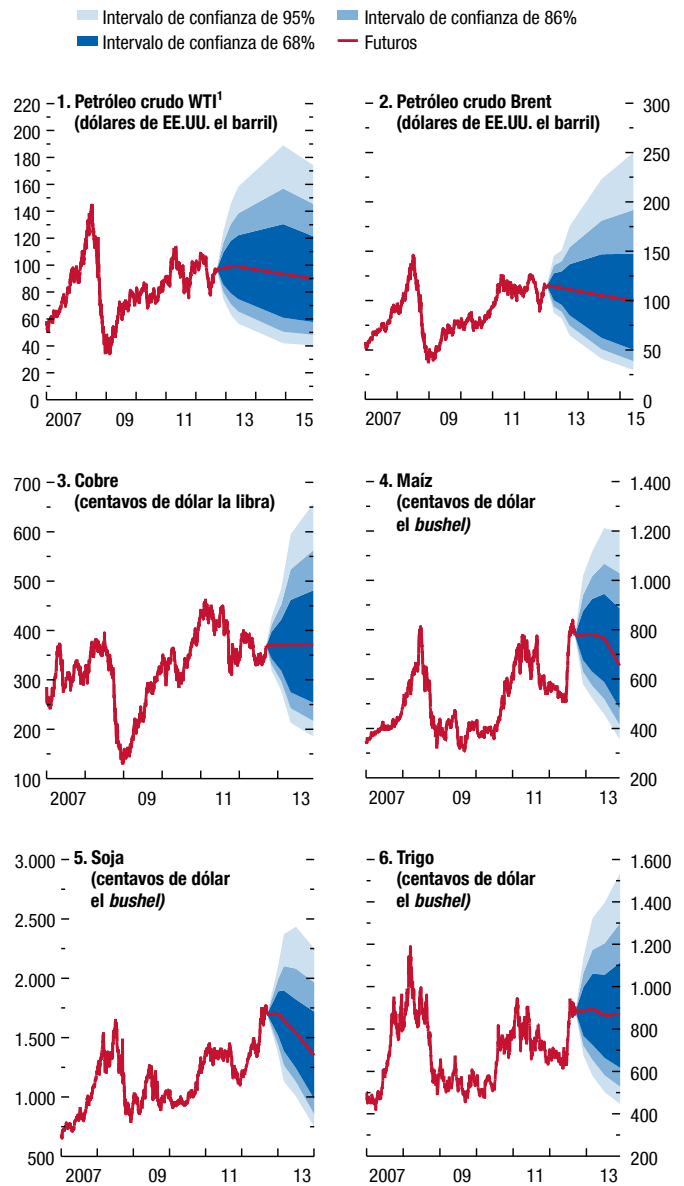
y la evaluación que hacen los mercados del balance de riesgos a partir de la cotización de las opciones de futuros se muestra en el gráfico 1.SE.12⁶.

- **Petróleo:** Dado que las existencias de reserva disminuyeron y en mayo regresaron a sus promedios quinquenales, las curvas de los futuros correspondientes a la variedad Brent del petróleo crudo —el precio de referencia predominante fuera del mercado de América del Norte— siguen exhibiendo precios a plazo inferiores a los de contado, lo que implica una caída gradual de los precios del petróleo a menos de US\$100 a mediano plazo. Sin embargo, como reflejo de los trastornos del mercado físico (por ejemplo, en el Mar del Norte), los riesgos geopolíticos vigentes y la inquietud acerca de las perturbaciones que puedan provocar en la oferta y las expectativas en torno a medidas de estímulo en China, Estados Unidos y Europa, el riesgo para los precios del petróleo se inclina al alza. En cambio, las curvas de los futuros para la variedad WTI todavía tienen una pendiente ascendente en el extremo inicial, lo que refleja bolsones localizados de oferta excedentaria en zonas sin acceso al mar del sistema de suministro de petróleo de América del Norte⁷. Sin embargo, debido

⁶La duración temporal del gráfico de abanico depende de la profundidad de las opciones de futuros disponibles. Para muchas materias primas no hay opciones disponibles o bien, como en el caso del aluminio, estas carecen de liquidez suficiente para construir un gráfico de ese tipo.

⁷Al registrarse temperaturas superiores al promedio en Estados Unidos durante junio y julio, en coincidencia con la temporada estival de mayor utilización de automóviles, subieron los precios de entrega inmediata del petróleo, como consecuencia de los elevados volúmenes de crudo procesado, la caída de las importaciones y la disminución de las existencias. Sin embargo, la curva de los futuros del WTI, con pendiente ascendente en el extremo inicial, refleja el hecho de que las existencias en el centro del territorio continental aún son elevadas —gracias al aumento del petróleo ligero de arenas compactas en Estados Unidos y del crudo pesado en Canadá— y la falta de capacidad de los oleoductos para transportar crudo hasta las refinerías de la costa del Golfo de México. Debido a la acumulación de petróleo crudo sin salida al mar, el precio del WTI es inferior al del Brent, en parte porque resulta más costoso transportar crudo excedentario al mercado por ferrocarril, buque y camión. La reversión antes de lo programado de la dirección del oleoducto de Seaway, que ahora transporta crudo pesado desde Cushing, en Oklahoma, a refinerías de la costa del Golfo de México, ayudó a aliviar marginalmente la congestión existente en Cushing esta primavera, donde las existencias acumuladas habían alcanzado un máximo histórico, aunque eso no bastó para eliminar el excedente. Es probable que persista el diferencial entre el WTI y el Brent

Gráfico 1.SE.12. Perspectivas de los precios de ciertas materias primas



Fuentes: Bloomberg, L.P.; y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: Derivadas de los precios de las opciones de futuros vigentes el 11 de septiembre de 2012.
¹WTI = Variedad West Texas Intermediata.

a que la capacidad de transporte todavía restringe el margen para reducir los diferenciales de precios mediante el arbitraje, y dado que se prevé que esas limitaciones persistirán, los precios actuales de los futuros implican que los mercados esperan que el WTI se cotiche con un descuento respecto del Brent hasta 2015 inclusive. En general, los riesgos para la proyección de base del precio promedio de entrega inmediata están más equilibrados que en el momento en que se publicó el informe WEO de abril de 2012, aunque los riesgos al alza son

hasta que se construyan nuevos oleoductos que lleguen al Golfo de México y se amplíen los que ya están en servicio, y hasta que entre en funcionamiento nueva capacidad de refinación para absorber el aumento de crudo pesado; la apertura de la primera planta refinadora a gran escala en Indiana está programada para mediados de 2013. El extremo medio y final de la curva de los futuros sobre el WTI y el Brent reflejan la reducción prevista del diferencial entre las dos variedades: ambos tienen una pendiente descendente, lo cual significa que la expectativa es que los precios retrocedan.

amplios y por lo tanto no pueden ser fácilmente soslayados (véase el gráfico 1.SE.12).

- *Alimentos:* Si bien las limitaciones de la oferta a corto plazo probablemente mantengan elevados los precios de los alimentos, a mediano plazo el alza actual de esos precios debería atenuarse de no existir importantes perturbaciones adicionales de la oferta y consiguientes restricciones al comercio. Las curvas de precios de los futuros indican que los mercados esperan que los precios de los cultivos alimentarios fundamentales se moderarán de aquí al final de 2013.
- *Metales:* Los mercados esperan cierto repunte de los precios tras las fuertes caídas registradas en los últimos trimestres. Ello podría deberse al anticipo de una recuperación de la actividad económica a partir del cuarto trimestre de 2012 y al impacto de posibles medidas de estímulo adoptadas por China.

Recuadro 1.1. ¿Estamos subestimando los multiplicadores fiscales a corto plazo?

En vista de que muchas economías están en proceso de consolidación de sus cuentas fiscales, se ha intensificado el debate acerca del tamaño de los multiplicadores fiscales. Cuanto menores sean los multiplicadores, menos costoso será el proceso de consolidación fiscal. Paralelamente, la actividad económica ha sido decepcionante en varias economías que adoptaron medidas de consolidación fiscal. Así pues, es lógico preguntarse si los efectos negativos a corto plazo de los recortes presupuestarios han sido mayores de lo esperado debido a una subestimación de los multiplicadores fiscales.

Este recuadro esclarece estos temas a partir de evidencia empírica internacional. La principal conclusión, con base en datos de 28 economías, es que los multiplicadores empleados para generar pronósticos de crecimiento sistemáticamente han sido demasiado bajos —entre 0,4 y 1,2— desde principios de la Gran Recesión, dependiendo de la fuente que formula el pronóstico y de las características específicas del método de estimación empleado. Datos empíricos informales sugieren que los multiplicadores implícitamente utilizados para formular estas previsiones rondan en torno a 0,5. Así, los multiplicadores reales pueden ser más altos, en el orden de 0,9 a 1,7.

Errores de pronóstico y multiplicadores fiscales

En esencia, nuestro enfoque es el siguiente: a partir del reciente episodio de consolidación fiscal generalizada, realizamos la regresión del error de pronóstico de crecimiento del PIB real durante 2010–11 en pronósticos de consolidación fiscal para el período 2010–11 que se formularon a principios de 2010. En función de expectativas racionales, y suponiendo que se haya utilizado el modelo de pronóstico adecuado, el coeficiente de la consolidación fiscal planificada debería ser cero. La ecuación estimada es la siguiente:

$$\text{Error de pronóstico de crecimiento} = \alpha + \beta \text{ pronóstico de consolidación fiscal} + \varepsilon \quad (1.1.1)$$

El error de pronóstico de crecimiento mide el crecimiento acumulado del PIB real en el período 2010–11 menos el pronóstico de crecimiento

Los autores de este recuadro son Olivier Blanchard y Daniel Leigh.

incluido en *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) de abril de 2010. El pronóstico de consolidación fiscal prevé la variación del saldo presupuestario estructural expresado como porcentaje del PIB potencial durante el período 2010–11 a la fecha de la publicación del informe WEO de abril de 2010. Asimismo, estudiamos otros pronósticos además de los que se presentan en dicha publicación. Si los multiplicadores fiscales utilizados para la formulación del pronóstico son correctos, el coeficiente de pendiente, β , debería ser cero. Nuestra muestra de base está compuesta por 28 economías: las principales economías avanzadas que conforman el Grupo de los 20, y los Estados miembros de la UE para los que se dispone de pronósticos.

¿Qué indican los datos?

Comprobamos que el coeficiente de la consolidación fiscal planificada es grande, negativo y significativo. Nuestra estimación de base sugiere que una consolidación fiscal planificada de 1% del PIB está asociada con un error de pronóstico de crecimiento del orden de un punto porcentual (cuadro 1.1.1 y gráfico 1.1.1, panel 1). Esto implicaría que los multiplicadores subyacentes de crecimiento han sido demasiado bajos, por un margen aproximado de 1. La relación sistemática entre consolidación fiscal y crecimiento resiste varias pruebas de robustez. En líneas generales, dependiendo de la fuente del pronóstico y de la especificación, los resultados de nuestra estimación respecto de la caída inesperada del producto asociada con una consolidación fiscal de 1% del PIB oscilan entre 0,4 y 1,2 puntos porcentuales. En primer lugar, establecemos que el resultado de base no esté determinado por economías en crisis —aquellas que tenían programas del FMI— u otros factores atípicos (cuadro 1.1.1)¹.

Luego, verificamos si los resultados son robustos al tener en cuenta variables adicionales que probablemente podrían haber provocado la consolidación fiscal planificada y el crecimiento inferior al previsto. La omisión de tales variables podría sesgar el análisis

¹Del mismo modo, los resultados no se modifican cuando se incluyen otras economías avanzadas (fuera de la UE) (Islandia, Israel, Noruega, la provincia china de Taiwan, Suiza).

Recuadro 1.1 (continuación)

Cuadro 1.1.1. Errores de pronóstico de crecimiento y consolidación fiscal

(Error de pronóstico de crecimiento = $\alpha + \beta$ pronóstico de consolidación fiscal + $\gamma X + \varepsilon$)

Control adicional	β	γ	Obs	R^2
Base	-1,164*** (0,244)		28	0,506
Excluidos posibles valores atípicos				
Excluidas economías con programas del FMI	-0,918*** (0,279)		24	0,256
Excluidas economías de Europa central y oriental	-1,054*** (0,267)		22	0,480
Excluido el ajuste más grande	-0,974*** (0,314)		27	0,325
Excluidos valores atípicos D de Cook	-1,058*** (0,240)		23	0,506
Controles adicionales incluidos en la información para formular pronósticos				
Deuda pública inicial	-1,165*** (0,249)	0,000 (0,007)	28	0,506
Swaps de riesgo de incumplimiento de deudores soberanos iniciales	-0,971*** (0,250)	-0,669 (0,509)	27	0,533
Crisis bancaria sistémica	-1,172*** (0,247)	0,192 (0,705)	28	0,508
Pronóstico de crecimiento inicial	-1,194*** (0,264)	-0,068 (0,113)	28	0,511
Consolidación fiscal de los socios comerciales	-1,183*** (0,264)	-0,794 (1,289)	28	0,513
Controles adicionales no incluidos en la información para formular pronósticos				
Variación de los swaps de riesgo de incumplimiento de deudores soberanos	-0,938*** (0,315)	-0,092 (0,055)	27	0,540
Revisión de la deuda inicial	-1,171*** (0,284)	0,820 (10,7)	28	0,507
Consolidación fiscal imprevista	-1,146*** (0,230)	-0,142 (0,190)	28	0,513

Fuentes: Bloomberg, L.P.; Laeven y Valencia (2012), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Uno, dos y tres asteriscos denotan significancia al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Obs. denota el número de observaciones. Se incluye un término constante (α) en la especificación pero no se declara en el cuadro. La consolidación fiscal imprevista corresponde a la consolidación fiscal real menos el pronóstico. No se declaran los resultados de la estimación del término constante. Economías con programas del FMI incluye Grecia, Irlanda, Portugal y Rumania. Europa central y oriental incluye Bulgaria, Hungría, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca y Rumania. El swap de riesgo de incumplimiento de deudor soberano inicial denota el diferencial de los swaps de riesgo de incumplimiento de deudores soberanos a finales de 2009. La variación de los swaps de riesgo de incumplimiento del deudor abarca de finales de 2009 a finales de 2011.

llevando a concluir que los multiplicadores fiscales fueron mayores de lo que se presumió. Consideramos dos grupos de variables: las que eran conocidas cuando se formularon los pronósticos de crecimiento y las que se desconocían (cuadro 1.1.1).

- *Variables conocidas en el momento en que se formularon los pronósticos:* Comenzamos por evaluar la incidencia de los problemas de la deuda soberana. ¿Se observa en los resultados de base un efecto mayor al esperado de los problemas de la deuda soberana en comparación con los efectos de la consolidación fiscal? Efectivamente, los resultados son robustos al tener en cuenta la relación inicial (fines de 2009) deuda pública/PIB y los diferenciales iniciales de los swaps de riesgo de incumplimiento del deudor. Al tener en cuenta el posible efecto de las crisis bancarias —con base en el conjunto de datos de crisis bancarias sistémicas de Laeven y Valencia (2012)— se llega a resultados similares. La conclusión de base también se verifica al considerar la consolidación fiscal

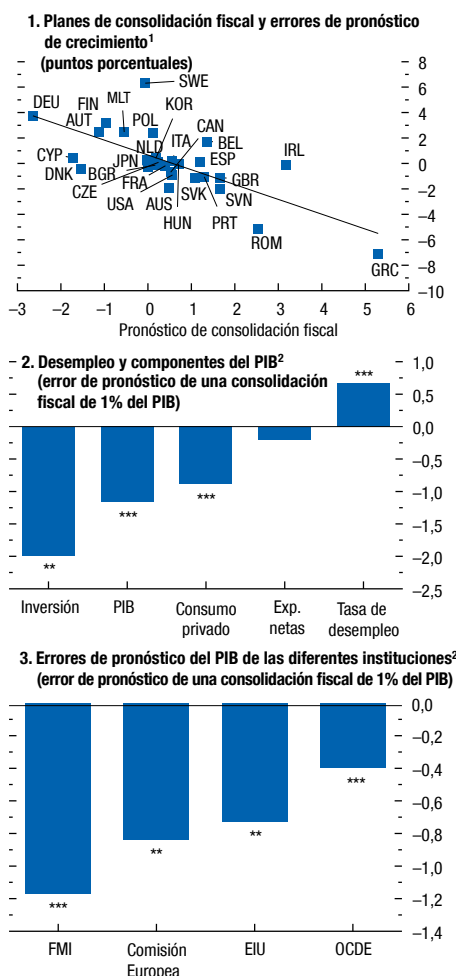
de los socios comerciales. En la medida en que los procesos de consolidación hayan sido sincronizados, la consolidación fiscal de otros puede incidir en los resultados. Sin embargo, al tener en cuenta la consolidación fiscal de otros países, ponderada en función del comercio (cuya escala está determinada por la proporción de las exportaciones en el PIB), los resultados prácticamente no se modifican. Por último, investigamos la incidencia de los desequilibrios externos previos a la crisis que podrían haber provocado tanto la consolidación fiscal como dificultades mayores de lo esperado para el crecimiento; para ello procuramos tener en cuenta la relación déficit en cuenta corriente/PIB previo a la crisis (2007) y llegamos a resultados similares².

²Los resultados de base también resisten las pruebas de robustez, lo que incluye neutralizar el pronóstico inicial de crecimiento para 2010–11, y la apertura inicial del comercio y su interacción con la consolidación fiscal planificada.

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.1. Errores de pronóstico de crecimiento y planes de consolidación fiscal

La actividad en los últimos años ha sido más decepcionante en economías que adoptaron planes de consolidación fiscal más firmes, lo que sugiere que los multiplicadores utilizados para formular los pronósticos de crecimiento han sido sistemáticamente demasiado bajos. Esta relación es robusta al considerar diferentes componentes del PIB, la tasa de desempleo y los pronósticos formulados por diferentes instituciones.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: En el gráfico se identifica a las economías según el código ISO de tres letras del Banco Mundial (<http://data.worldbank.org/node/18>). Exp. netas = contribución de las exportaciones netas al crecimiento. EIU = Economist Intelligence Unit.
¹El eje vertical muestra el error de pronóstico de crecimiento del PIB real de 2010 y 2011 incluido en el informe WEO (pronóstico realizado en abril de 2010); el eje horizontal muestra el pronóstico de la variación de la relación saldo presupuestario estructural/PIB en 2010 y 2011 incluido en el informe WEO (pronóstico realizado en abril de 2010).
²Uno, dos y tres asteriscos denotan significancia al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

- *Variables desconocidas en el momento en que se formularon los pronósticos*³: En este punto, evaluamos la incidencia del fuerte aumento de las tensiones en el mercado financiero y de deuda soberana durante 2010–11, y lo medimos mediante la variación de los diferenciales de los swaps de riesgo de incumplimiento de deudores soberanos. Al tener en cuenta estos sucesos, los resultados son similares. También abordamos la posibilidad de que, si bien los multiplicadores supuestos eran los correctos, los países con programas de consolidación más ambiciosos posible-mente hayan implementado una consolidación fiscal mayor que la originalmente planeada. Como se indica en el cuadro 1.1.1, la inclusión de una consolidación fiscal inesperada no afecta significativamente los resultados, lo que sugiere que nuestra especificación de base es adecuada⁴. En consonancia con este resultado, comprobamos que no existe una tendencia sistemática de las economías con planes iniciales de consolidación fiscal de más envergadura para implementar una mayor consolidación fiscal.

Componentes del PIB, desempleo y diferentes pronósticos

Al descomponer el PIB, verificamos que el coeficiente más grande corresponde a los pronósticos de inversión y el coeficiente más significativo en términos estadísticos corresponde a los pronósticos de consumo (gráfico 1.1.1, panel 2). El coeficiente asociado con los pronósticos de la tasa de desempleo también es elevado y significativo.

³Cabe señalar que los sucesos que ocurrieron tras haberse efectuado los pronósticos podrían ser, en parte, el resultado de un crecimiento inferior al esperado en lugar de provocar un crecimiento menor.

⁴La consolidación inesperada se define como la variación real (ex post) del saldo presupuestario estructural menos el pronóstico, es decir, el error de pronóstico de la consolidación fiscal. Los resultados también resisten pruebas adicionales de robustez, lo que incluye controlar por la revisión de la relación deuda pública/PIB inicial (fines de 2009), que se define como el coeficiente de endeudamiento real en 2009 menos la estimación del coeficiente de endeudamiento incluido en el informe WEO de abril de 2010.

Recuadro 1.1 (continuación)

Asimismo, consideramos cuatro conjuntos de datos diferentes: los que se incluyen en el informe WEO, los de la Comisión Europea (CE), los de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y los de la Economist Intelligence Unit (EIU; gráfico 1.1.1, panel 3)⁵. El coeficiente estimado más grande está asociado con los pronósticos de la publicación del FMI y el más pequeño con los pronósticos de la OCDE, pero en todos los casos el coeficiente es estadísticamente significativo.

¿Qué nos sugiere esto sobre los multiplicadores fiscales reales?

Estos resultados sugieren que los multiplicadores fiscales reales fueron más elevados de lo que supusieron quienes formularon los pronósticos. Pero, ¿qué supuestos tomaron respecto de los multiplicadores fiscales? La respuesta a esta pregunta se complica por el hecho de que no todos los encargados de realizar pronósticos explicitan estos supuestos.

⁵Los datos sobre los pronósticos de la CE corresponden a las *Previsiones económicas europeas* de mayo de 2010. Los datos de los pronósticos de la OCDE corresponden a las *Perspectivas económicas* de junio de 2010. Los datos de los pronósticos del PIB real de la EIU corresponden a las *Previsiones por país* de abril de 2010, y los pronósticos de consolidación fiscal corresponden al informe WEO de abril de 2010. (La EIU no publica pronósticos para el saldo presupuestario estructural).

No obstante, varios documentos sobre política económica, incluidos los informes del personal técnico del FMI, sugieren que los multiplicadores fiscales empleados en el proceso de pronóstico rondan 0,5. En consonancia con estos supuestos, los análisis iniciales del personal técnico del FMI sugieren que los multiplicadores fiscales fueron cercanos a 0,5 en las economías avanzadas durante las tres décadas concluidas en 2009⁶.

Si los multiplicadores empleados en las previsiones de crecimiento eran del orden de 0,5, como surge de la evidencia formal, nuestros resultados sugieren que los multiplicadores se han situado efectivamente entre 0,9 y 1,7 desde la Gran Recesión. Este resultado es congruente con estudios que sugieren que en el entorno actual de gran estancamiento económico, una política monetaria limitada por el límite inferior cero y el ajuste fiscal sincronizado en varias economías, los multiplicadores pueden ser ampliamente superiores a 1 (Auerbach y Gorodnichenko, 2012; Batini, Callegari y Melina, 2012; FMI, 2012b; Woodford, 2011, y otros). Se justifica ahondar el análisis y estudiar la dependencia de los multiplicadores fiscales del factor tiempo y de las condiciones de la economía.

⁶Véase el capítulo 3 del informe WEO de octubre de 2010.

Recuadro 1.2. Efectos de los elevados niveles de deuda pública en las economías avanzadas

En el análisis presentado en este recuadro se examinan las consecuencias macroeconómicas potenciales a largo plazo de la acumulación, por parte de las economías avanzadas, de grandes cantidades de deuda pública, como se proyecta actualmente en el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés). Se utilizan dos modelos para ilustrar los efectos. El primero es el Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial (GIMF, por sus siglas en inglés)¹ y el segundo es un pequeño modelo estocástico macroeconómico que hace hincapié en la incertidumbre de la dinámica fiscal (FiscalMod). El GIMF se utiliza para ilustrar los efectos para el escenario de referencia de una acumulación de elevados stocks de deuda por parte de las economías avanzadas; mientras que el FiscalMod se utiliza para ilustrar la distribución de resultados en torno a posibles referencias en un mundo incierto con sorpresas macroeconómicas.

Algunas simulaciones estilizadas del GIMF

En primer lugar se utiliza una simulación estilizada que incorpora algunos aspectos de la experiencia económica reciente del G-3 (Estados Unidos, Japón y zona del euro), a fin de ilustrar los efectos a largo plazo que tendría una deuda pública de referencia más elevada. En los últimos años, las posiciones fiscales de los países del G-3 se deterioraron, lo que generó un aumento marcado de los niveles de deuda pública. Eso se debió principalmente a la crisis financiera: se aumentó el gasto público a fin de abordar problemas en las instituciones financieras y de ayudar a mantener el producto en un contexto de menor demanda privada. Además, la débil demanda privada también generó una reducción de los ingresos del sector público. La simulación del GIMF, representada en el gráfico 1.2.1 con la línea azul, replica ese hecho y muestra un aumento de la relación deuda/PIB de los países del G-3 a lo largo de un período de aproximadamente 10 años, correspondiente a los montos proyectados en la referencia del informe WEO entre

2007 y 2017. En la simulación, la debilidad de la demanda privada también genera inicialmente un nivel bajo de tasas de interés reales. Sin embargo, una vez que la demanda privada se normaliza y que la deuda pública converge en un nuevo nivel superior, la mayor demanda de ahorros por parte de las economías del G-3 eleva la tasa de interés real a nivel mundial, que en el largo plazo aumenta en casi 40 puntos básicos por encima de la referencia. Aunque las siguientes observaciones se concentran principalmente en los efectos macroeconómicos de las mayores tasas de interés reales, es importante destacar que este análisis de simulación no considera necesariamente los potenciales beneficios a largo plazo del estímulo. Es probable que el estímulo haya sido fundamental para evitar una posible espiral deflacionaria y un período prolongado de desempleo cada vez más alto, dos condiciones macroeconómicas que los modelos de equilibrio general, como el GIMF, no están preparados para capturar.

Las mayores tasas de interés reales tienen dos consecuencias importantes para el nivel posterior de actividad económica. En primer lugar, un aumento de las tasas de interés reales eleva el costo del servicio de la deuda pública pendiente. A fin de financiar esos mayores costos del servicio de la deuda, es preciso que se realicen ajustes en la política fiscal.

En este caso, se supone que el aumento del impuesto sobre la renta del trabajo y el aumento del impuesto al consumo representan, cada uno, un 30% del financiamiento necesario, mientras que un 10% adicional proviene de los mayores impuestos sobre la renta del capital y el 30% final proviene de la reducción de las transferencias a los hogares. El aumento del impuesto sobre la renta del trabajo y del capital reduce la cantidad de mano de obra y de capital utilizados en la producción y, por extensión, la oferta del producto, y reduce las transferencias; a su vez, los mayores impuestos sobre el consumo reducen la demanda de los hogares. Ambos factores, de manera conjunta, conducen a un nivel menor de producto sostenible². En segundo lugar, el aumento de las tasas de interés reales

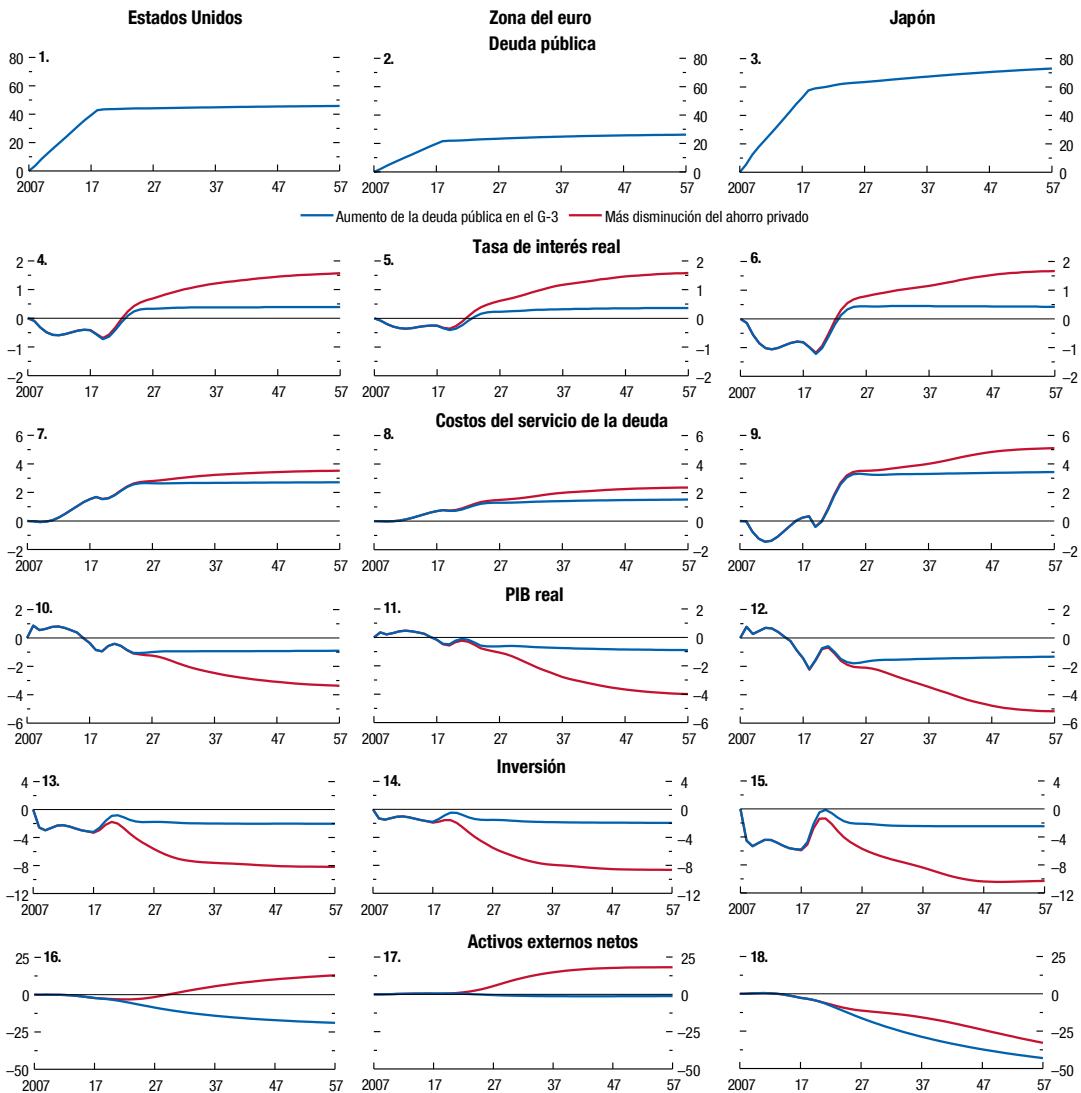
Los principales autores de este recuadro son Ali Alich, Derek Anderson, Ben Hunt y Douglas Laxton.

¹Véanse Kumhof *et al.* (2010) y Anderson *et al.* (de próxima publicación).

²Recurrir a una mezcla distinta de instrumentos fiscales para generar la mejora del saldo fiscal primaria necesaria para cubrir los mayores costos del servicio de la deuda generaría

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.1. Efectos de los elevados niveles de deuda pública en las economías avanzadas
(Porcentaje o desviación en puntos porcentuales del control)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: El G-3 comprende Estados Unidos, Japón y la zona del euro.

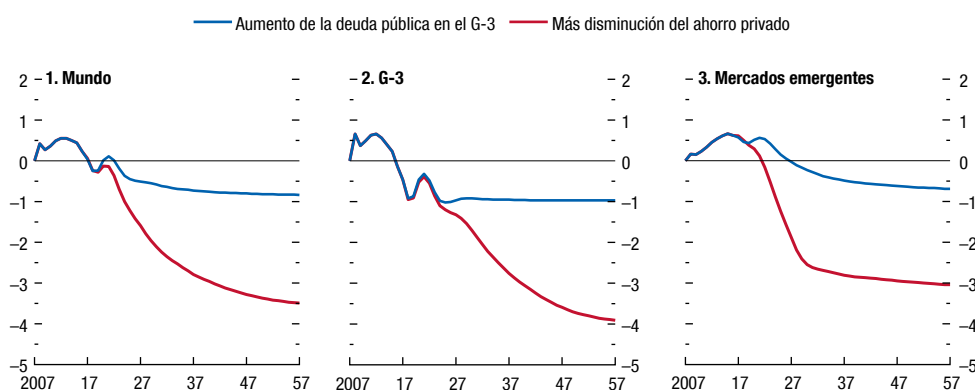
eleva el costo del capital, lo que reduce aún más el acervo de capital, la demanda de mano de obra de las empresas y, en última instancia, el producto sostenible. Combinados, los dos efectos hacen que el PIB converja hacia un nuevo nivel de largo plazo

resultados ligeramente distintos en términos de PIB sostenible a largo plazo.

que se ubica aproximadamente un 1% por debajo de la referencia anterior (como indica la línea azul del gráfico 1.2.1). Cabe señalar que el análisis no tiene en cuenta la posibilidad de que se registre un aumento simultáneo de la prima de riesgo soberano de esas economías con mayor deuda pública. En ese caso, el nuevo nivel de producto a largo plazo sería incluso más bajo del que se simula en este análisis.

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.2. Efectos de los elevados niveles de deuda pública en la economía mundial
(Porcentaje o desviación en puntos porcentuales del control)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: El G-3 comprende Estados Unidos, Japón y la zona del euro.

Si bien el aumento de la deuda pública registrado en las economías del G-3 representa una reducción significativa del ahorro público, otra fuente de preocupación radica en que las tasas de ahorro privado también podrían disminuir. En los mercados emergentes, en especial las economías emergentes de Asia, las tasas de ahorro privado han sido muy elevadas y es probable que se moderen en el futuro. En las economías del G-3, es probable que el envejecimiento tenga un efecto negativo sobre las tasas de ahorro privado. La línea roja del gráfico 1.2.1 representa las consecuencias macroeconómicas que se registrarían si, además de la reducción del ahorro público, también se reducen las tasas de ahorro privado. En ese caso se contempla una reducción de aproximadamente dos puntos porcentuales de la tasa de ahorro privado como proporción del PIB en economías de mercado emergente. En el caso de las economías del G-3, la disminución de la tasa de ahorro se estima utilizando las proyecciones bajas de la población en edad activa de las Naciones Unidas. Por cada reducción del 1% de la población en edad activa, se supone que el ahorro disminuye un 0,7%³. Cabe notar en primer

³En este caso, no se considera el impacto directo sobre el producto correspondiente a la disminución de la fuerza labo-

lugar que ello implica que la tasa de interés real debe registrar un aumento adicional de 120 puntos básicos. Las mayores tasas de interés reales implican la intensificación del comportamiento señalado. El endurecimiento de la política fiscal para financiar el aumento de los costos del servicio de la deuda reduce el incentivo a trabajar, invertir y consumir. El aumento de las tasas de interés reales incrementa aún más el costo del capital, lo que acentúa la reducción del incentivo a invertir. El resultado neto es que el PIB cae y se ubica todavía más por debajo de la referencia si disminuyen las tasas de ahorro privado junto con la disminución proyectada de las tasas de ahorro público en el G-3.

En términos de impactos relativos, Japón queda en peor situación, comparado con Estados Unidos y la zona del euro, porque tenía el mayor nivel de deuda en el control inicial y el mayor aumento en el escenario inicial. El aumento de las tasas de interés reales incrementa los costos del servicio de la deuda en Japón, por lo que el ajuste fiscal necesario

ral y nos concentramos únicamente en las consecuencias para el ahorro. Implícitamente, se da por sentado que el impacto de la disminución de la fuerza laboral sobre el producto y todas las consecuencias fiscales, como los gastos de pensiones y de servicios de salud, están incluidos en la referencia.

Recuadro 1.2 (continuación)

Cuadro 1.2.1. Importancia de la elasticidad intertemporal de sustitución

	Elasticidad intertemporal de sustitución					
	0,25		0,5		1,0	
	Aumento de la deuda	Más disminución del ahorro	Aumento de la deuda	Más disminución del ahorro	Aumento de la deuda	Más disminución del ahorro
PIB real mundial	-1,75	-7,25	-1,0	-3,50	-0,07	-1,75
Tasa de interés real mundial	0,80	3,30	0,40	1,20	0,20	0,80

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

para cubrir estos costos también es mayor, tal como el impacto correspondiente sobre el incentivo para trabajar, invertir y consumir.

Vale la pena señalar, además, que el aumento de la deuda pública en las economías avanzadas no reduce únicamente sus resultados en el PIB potencial de referencia: todos los países se ven perjudicados, debido a que un aumento de las tasas de interés reales a nivel mundial afecta a todos. En el gráfico 1.2.2 se muestran los resultados en términos de PIB mundial, PIB agregado del G-3 y PIB agregado de los demás países. Si bien el G-3 sufre los peores resultados, todos los países quedan en una situación peor a la previa.

El impacto simulado sobre las tasas de interés reales y, por lo tanto, sobre el PIB real del aumento de la deuda y la reducción del ahorro privado en las economías avanzadas depende en gran medida de la tasa a la que los hogares están dispuestos a sustituir el consumo en un momento determinado en el futuro por el consumo en el momento actual: la elasticidad intertemporal de sustitución. Las simulaciones presentadas en el cuadro 1.2.1 suponen una elasticidad intertemporal de sustitución de 0,5, aproximadamente en el rango medio de las estimaciones empíricas. Sin embargo, dada la incertidumbre con respecto a este parámetro clave en el cuadro 1.2.1 se compara el impacto a largo plazo sobre el PIB mundial y las tasas de interés reales en tres valores correspondientes a la elasticidad intertemporal de sustitución.

Análisis estocástico

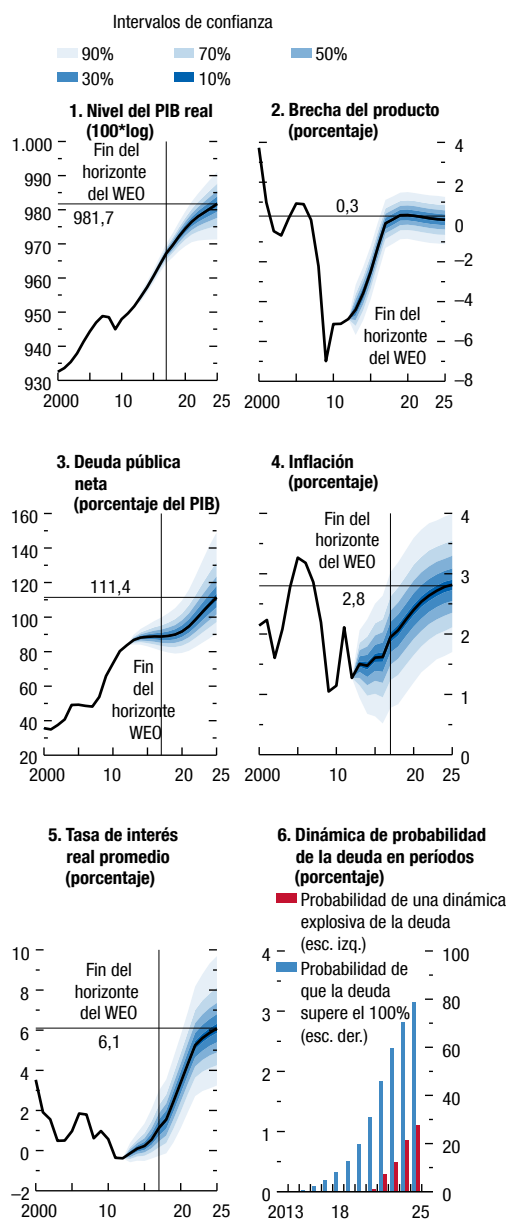
Las simulaciones del GIMF son útiles para detectar posibles resultados de tendencias a largo plazo del PIB en caso de una deuda pública elevada en los países del G-3, pero en un contexto de incertidumbre también es importante tener en cuenta cómo serían las distri-

buciones en torno a esos resultados de las tendencias, dado el espectro posible de sorpresas macroeconómicas a futuro. A fin de calcular las distribuciones de resultados del PIB, la deuda pública y las tasas de interés reales, se utiliza un modelo empírico pequeño, llamado FiscalMod. El modelo es semiestructural, con una estructura de vencimiento de la deuda pública y una curva de rendimientos. Incluye shocks estocásticos sobre el producto, el producto potencial, el déficit, la inflación y las primas por plazo de las tasas de interés y se simula en torno de una referencia extendida del informe WEO correspondiente a una economía avanzada típica. En el gráfico 1.2.3 se presentan distribuciones de caso base ilustrativas (con intervalos de confianza del 90%) para los resultados en términos de PIB, brecha del producto, deuda pública, tasas de interés reales e inflación.

A fin de ilustrar los riesgos correspondientes derivados del aumento gradual de la deuda, en el gráfico 1.2.3 se presenta un escenario con los dos siguientes supuestos. En primer lugar, una reducción de la tasa de ahorro privado a nivel mundial (por ejemplo a causa del envejecimiento) eleva la tasa de interés real mundial. En segundo lugar, tras el horizonte del informe WEO (2017), se permite que el valor de referencia de la deuda neta (mediana) supere el 100% del PIB. Las distribuciones en torno de esta referencia se basan en una regla de política fiscal que sostiene que es más fácil aumentar los déficits públicos en épocas económicas malas que recortar los déficits en épocas económicas buenas; es decir, se supone que existe un sesgo a favor de coeficientes de deuda más elevados, incluso si los shocks macroeconómicos son simétricos. A causa de ese supuesto, los resultados en torno de la referencia son asimétricos: el aumento gradual de la deuda, combinado con el supuesto de que una mayor deuda genera elevadas primas de riesgo y primas por plazo, genera una asi-

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.3. Efectos ilustrativos del aumento gradual de la deuda pública



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

metría positiva en las tasas de interés reales. Dada la relación negativa entre las tasas de interés reales y el PIB, el resultado es la asimetría negativa en el PIB⁴.

Los escenarios que implican niveles de deuda y tasas de interés reales muy altos no solo resultan en un menor crecimiento, sino que además conllevan un mayor riesgo de incumplimiento de pago en los casos en los que se considera que las dinámicas fiscales son inestables. En el modelo, esos escenarios generarían dinámicas explosivas y fallas en la simulación. A fin de ilustrar la importancia de esos escenarios de desastre, en el gráfico 1.2.3, panel 6, se muestra la probabilidad de que la deuda neta aumente por encima del nivel del 100% del PIB y la proporción de escenarios que fracasan a causa de las dinámicas inestables de la deuda. A medida que la distribución de la deuda aumenta, la proporción de escenarios con dinámicas de deuda inestables se incrementa, a causa de la mayor brecha entre la tasa de interés real y la tasa de crecimiento real de la economía.

En el análisis se muestra la importancia de establecer marcos prudentes de política fiscal, que reduzcan la deuda gradualmente en el tiempo y eviten que alcance niveles demasiado altos. Aun así, es importante tener en cuenta la velocidad con que la deuda se reduce a lo largo del tiempo, dada la debilidad de las economías avanzadas y las restricciones sobre la política monetaria para compensar los efectos contractivos de la consolidación fiscal. Como se muestra en el gráfico 1.2.3, la referencia del informe WEO supone una reducción gradual de la brecha del producto y un riesgo bajo de una espiral deflacionaria (inflación negativa y brechas del producto más amplias). Aunque no se ilustra con un escenario alternativo, el mismo modelo sugiere que una reducción excesivamente rápida de la deuda conlleva el riesgo de reducir el crecimiento y de llevar a las economías avanzadas a una espiral deflacionaria.

⁴La asimetría en las distribuciones también refleja el carácter no lineal: los aumentos adicionales de las tasas de interés reales que provoca el aumento de la deuda se vuelven más elevados cuando el valor de referencia de la deuda es más alto. En Engen y Hubbard (2004), Gale y Orszag (2004) y Laubach (2009) puede encontrarse evidencia empírica sobre el vínculo entre la deuda pública y las tasas de interés reales.

Recuadro 1.3. ¿Cómo afecta la incertidumbre al desempeño económico?

La lenta recuperación de la crisis financiera mundial se ha caracterizado por las rachas de gran incertidumbre que la definen. En los últimos trimestres, la fuerte incertidumbre ha vuelto a coincidir con una débil recuperación mundial. Muchos observadores sostienen que la incertidumbre es la principal causa de la intensificación de las tensiones financieras y la recesión en la zona del euro, el estancamiento de los mercados laborales en Estados Unidos y la desaceleración del crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

En este recuadro se examina la función que desempeña la incertidumbre en la obtención de resultados macroeconómicos. Específicamente, se abordan las tres interrogantes fundamentales siguientes: ¿Cómo se mide la incertidumbre? ¿Cómo evoluciona a través del ciclo económico? Y, ¿cuál es el efecto de la incertidumbre en los ciclos de crecimiento y económicos? Para responder a estas preguntas, en el recuadro se analizan brevemente las principales características de diversas mediciones de la incertidumbre y su vinculación a los ciclos de crecimiento y económicos en las economías avanzadas y se interpreta la evidencia a la luz de los resultados de estudios recientes.

Se observa que la incertidumbre tiene un efecto perjudicial en la actividad económica. En primer lugar, los efectos adversos se transmiten a través de una multiplicidad de cauces y, en muchos casos, suelen verse amplificados por las imperfecciones del mercado financiero y las limitaciones institucionales, por lo que pueden variar en función de los sectores y los países. En segundo lugar, como se observó plenamente desde la crisis financiera mundial, la incertidumbre es un fenómeno sumamente anticíclico. En tercer lugar, la evidencia de varios países indica que un alto grado de incertidumbre suele vincularse a recesiones más profundas y recuperaciones más débiles.

¿Cómo se mide la incertidumbre?

La incertidumbre económica suele vincularse a una coyuntura en la que se conoce poco o nada sobre la situación económica futura. Los shocks que

provocan incertidumbre económica pueden tener diversos orígenes, entre ellos, los cambios de las políticas económicas y financieras, la dispersión del panorama económico futuro, la variación de la productividad, las guerras, los actos de terrorismo y las catástrofes naturales (Bloom, 2009). Si bien la incertidumbre es difícil de cuantificar debido a su carácter latente, sí se puede medir indirectamente de varias formas. Estas mediciones realzan los aspectos peculiares de la incertidumbre que afrontan las economías a lo largo del tiempo. Algunas de estas mediciones se centran en la incertidumbre macroeconómica, como la volatilidad de la rentabilidad de las acciones, la variación de la productividad global, la dispersión de los pronósticos de desempleo y el uso frecuente de términos como “incertidumbre económica” en los medios de comunicación. Otras consideran la incertidumbre en el plano microeconómico, que a menudo se mide a través de varios indicadores de dispersión en la producción sectorial, las ventas de las empresas y el rendimiento de las acciones.

Dado que nuestro principal interés radica en la incertidumbre macroeconómica, nos centramos en cuatro mediciones basadas en la volatilidad del rendimiento de las acciones y la política económica. La primera de ellas consiste en la desviación estándar mensual del rendimiento diario de las acciones en cada una de las economías avanzadas de nuestra muestra.

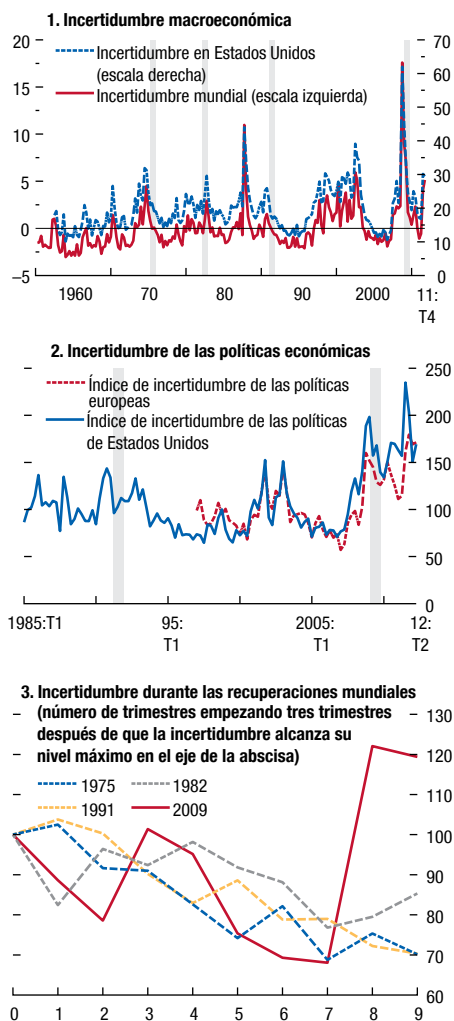
La segunda de ellas es el índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VXO), un indicador de la volatilidad implícita de los precios de los instrumentos de renta variable calculados a partir de las opciones sobre el Índice S&P 100. La tercera se refiere a la incertidumbre en torno a las políticas económicas¹. La cuarta, que representa la incerti-

¹La medición de la incertidumbre en materia de política económica que se emplea en este trabajo se extrajo de Baker, Bloom y Davis (2012), quienes usaron un promedio ponderado de los tres siguientes indicadores: la frecuencia con la que aparecen juntos en los medios de comunicación términos tales como “política económica” e “incertidumbre”, la cantidad de normas tributarias cuyo plazo de vigencia finalizará en los próximos años y la dispersión de los pronósticos sobre el gasto público y la inflación en el futuro. Dado que la mayor parte de esta información se refiere a resultados, no distingue a la incertidumbre relativa a las metas de la relativa a los instrumentos de política económica.

Los autores de este recuadro son M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, quienes contaron con la colaboración en materia de investigación de Ezgi O. Ozturk.

Recuadro 1.3 (continuación)

Gráfico 1.3.1. Evolución de la incertidumbre (Índices)



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI, y Baker, Bloom y Davies (2012).

Nota: En los paneles 1 y 2, las zonas sombreadas denotan los períodos de recesión mundial. Estas recesiones mundiales (1975, 1982, 1991, 2009) se identifican según Kose, Loungani y Terrones (2009). En el panel 2, la incertidumbre acerca de la política económica en Estados Unidos y la zona del euro se basa en Baker, Bloom y Davies (2012). Dado que estos indicadores se basan en diferentes mediciones, sus niveles no son estrictamente comparables. En el panel 3, cada línea presenta la evolución de la incertidumbre en Estados Unidos empezando tres trimestres después de que la incertidumbre alcanzara su nivel máximo durante la respectiva recesión global.

dumbre en un plano global, es el factor dinámico común estimado de la primera medición utilizando las series de las seis principales economías avanzadas con datos disponibles desde hace más tiempo.

¿Cómo evoluciona la incertidumbre?

Las mediciones de la incertidumbre relativa a la macroeconomía y la política económica tienden a aumentar durante las recesiones mundiales (gráfico 1.3.1). Desde la crisis financiera mundial y la reciente crisis de deuda en la zona del euro, en Estados Unidos y dicha zona el grado de incertidumbre en torno a las políticas ha mantenido un nivel elevado. Además, durante la aletargada recuperación mundial de la crisis, la incertidumbre se ha mostrado extraordinariamente fuerte y volátil. Esta circunstancia contrasta con las recuperaciones de las otras tres recesiones mundiales presentadas en el gráfico 1.3.1, que trajeron aparejada una firme disminución de la incertidumbre.

La incertidumbre tiene un carácter sumamente anticíclico. La incertidumbre macroeconómica varía a lo largo de las diferentes fases del ciclo económico: durante las fases de crecimiento de las economías avanzadas la incertidumbre es, en promedio, muy inferior a la registrada durante las recesiones, independientemente de la medición de que se trate (cuadro 1.3.1). La incertidumbre microeconómica, medida en función de la volatilidad de la evolución de la productividad a nivel de planta en Estados Unidos, también se comporta de forma anticíclica y durante la Gran Recesión alcanzó el punto máximo registrado en el período posterior a los años setenta (Bloom *et al.*, 2012).

Es difícil determinar una relación de causalidad entre la incertidumbre y el ciclo económico: ¿da impulso la incertidumbre a las recesiones o propician las recesiones la incertidumbre? Los resultados empíricos acerca de esta cuestión son variados². Sin

²Bachmann y Moscarini (2011) observan que el sentido de la relación de causalidad va desde las recesiones hacia la incertidumbre. Por el contrario, Baker y Bloom (2011), utilizando datos sobre catástrofes, presentan evidencia de que la relación se dirige desde la incertidumbre hacia las recesiones, mientras que Bloom *et al.* (2012) señalan que el crecimiento no genera incertidumbre. En su conjunto, los pronósticos teóricos y los resultados de los estudios empíricos indican que la incertidumbre puede cumplir una doble función en el ciclo económico de dar impulso y actuar como un mecanismo de propagación.

Recuadro 1.3 (continuación)

Cuadro 1.3.1. Incertidumbre acerca del ciclo económico

	Incertidumbre específica de un país	Incertidumbre en Estados Unidos	Incertidumbre de la política económica	Incertidumbre mundial
Recesión	1,29*** (0,08)	24,12*** (0,50)	134,59*** (2,78)	1,61*** (0,18)
Expansión	0,93*** (0,03)	19,03*** (0,06)	100,56*** (0,51)	-0,24** (0,02)
Número de observaciones	3,138	4,158	2,268	4,347
Número de economías	21	21	21	21
R ² ajustado	0,77	0,89	0,92	0,07
Prueba (ρ valores)				
H_0 : Coeficiente de recesión = Coeficiente de expansión	0,00	0,00	0,00	0,00

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La variable dependiente es el nivel de incertidumbre. Las recesiones y las expansiones en las regresiones se refieren a las variables ficticias tomando los valores de 1 y cero cuando la economía está en recesión y expansión, respectivamente. Los períodos de recesión y expansión se definen según Claessens, Kose y Terrones (2012). La incertidumbre específica de un país se refiere a la desviación estándar mensual de los rendimientos diarios de las acciones en cada país. Los rendimientos de las acciones se calculan utilizando el índice de precios de las acciones de cada país. Las series de datos abarcan el período 1960–2011, pero la cobertura varía de una economía a otra. La incertidumbre en Estados Unidos se refiere al índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VXO), calculado a partir de las opciones sobre el índice S&P 100. Antes de 1986, esta serie se ha ampliado según Bloom (2009). La medición de la incertidumbre en materia de política económica es un índice de incertidumbre acerca de la política económica en Estados Unidos que se extrajo de Baker, Bloom y Davis (2012). Se refiere a un promedio ponderado de tres indicadores: la frecuencia con la que aparecen en los medios de comunicación términos tales como "política económica" e "incertidumbre", la cantidad de normas tributarias cuyo plazo de vigencia finalizará en los próximos años y la dispersión de los pronósticos sobre el gasto público y la inflación en el futuro. La incertidumbre mundial es el factor común dinámico estimado de la primera medición utilizando las series de Francia, Italia, Alemania, Japón, el Reino Unido y Estados Unidos. (Estos países tienen las series de índices bursátiles más largas). Tres asteriscos denotan que los coeficientes son estadísticamente significativos al nivel de 1%. Los errores estándar figuran entre paréntesis.

embargo, como se analiza a continuación, en la teoría económica se señalan cauces bien definidos a través de los cuales la incertidumbre puede tener un efecto negativo en el crecimiento. Es probable que cierta dosis de incertidumbre sea una característica intrínseca del ciclo económico: solo con el transcurso del tiempo las empresas y los hogares llegan a conocer qué sectores de la economía responderán mejor o peor, y durante cuánto tiempo, a los shocks que provocan las recesiones.

¿Cuál es el efecto de la incertidumbre en el crecimiento y en los ciclos económicos?

La teoría económica indica que la incertidumbre macroeconómica puede tener un efecto adverso en la producción a través de diversos cauces. En cuanto a la demanda, por ejemplo, al afrontar una gran incertidumbre, las empresas reducen la demanda de inversión y aplazan la ejecución de sus proyectos mientras recaban nueva información, debido a los altos costos que suele implicar el retiro de una inversión (Bernanke, 1983; Dixit y Pindyck, 1994). La respuesta de los hogares al alto grado de incertidumbre es similar a la de las empresas: reducen su consumo de bienes duraderos mientras esperan la

llegada de tiempos menos inciertos. Desde el punto de vista de la oferta, los planes de las empresas de contratar más empleados también se ven afectados negativamente por el aumento de la incertidumbre, lo que responde al alto costo de efectuar ajustes de plantilla (Bentolila y Bertola, 1990).

Las imperfecciones del mercado financiero pueden amplificar el efecto negativo de la incertidumbre en el crecimiento. En teoría, la incertidumbre da origen a una disminución del rendimiento esperado de los proyectos financiados con deuda y hace más difícil determinar el valor de las garantías. De ahí que los acreedores cobren tasas de interés más elevadas y restrinjan el crédito durante épocas de incertidumbre, lo que reduce la capacidad de las empresas de endeudarse. La disminución del crédito hace que la inversión se contraiga, especialmente en el caso de las empresas con restricciones crediticias y genera una desaceleración del crecimiento de la productividad debido a la reducción del gasto en investigación y desarrollo. Ambas circunstancias pueden manifestarse en una merma considerable del crecimiento del producto (Gilchrist, Sim y Zakrajsek, 2010).

El efecto de la incertidumbre varía en función de los distintos sectores y países. Los sectores que producen

Recuadro 1.3 (continuación)

Cuadro 1.3.2. Incertidumbre y crecimiento

	Producto				Consumo				Inversión			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
Incertidumbre específica de un país	-0,65*				-0,23				-1,18			
	(0,37)				(0,38)				(0,99)			
Incertidumbre en Estados Unidos		-0,18***				-0,12***				-0,41***		
		(0,01)				(0,01)				(0,06)		
Incertidumbre de la política económica			-0,01***				-0,01				-0,02**	
			(0,00)				(0,00)				(0,01)	
Incertidumbre mundial				-0,46***				-0,31***				-0,87***
				(0,03)				(0,04)				(0,164)
Número de observaciones	3.117	4.157	2.267	4.283	3.115	4.155	2.265	4.281	3.111	4.041	2.265	4.123
Número de países	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
R ² ajustado	0,42	0,38	0,44	0,38	0,09	0,13	0,06	0,13	0,31	0,25	0,35	0,25

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La variable dependiente es el crecimiento interanual del respectivo agregado macroeconómico. Todas las especificaciones incluyen los efectos fijos de país y de tiempo. Véanse las explicaciones de los indicadores de incertidumbre en las notas del cuadro 1.3.1. Uno, dos y tres asteriscos denotan significancia al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los errores estándar figuran entre paréntesis.

bienes duraderos, como por ejemplo maquinaria y equipos, automóviles, casas y mobiliario, suelen ser los más afectados por los aumentos de la incertidumbre. El efecto de un shock de incertidumbre en el consumo y la inversión es de mayor magnitud en las economías de mercados emergentes que en las avanzadas, lo que probablemente se deba a que las primeras suelen presentar mercados financieros e instituciones menos desarrollados (Carrière-Swallow y Céspedes, 2011).

La evidencia empírica indica que la incertidumbre suele perjudicar el crecimiento económico. La tasa de crecimiento del producto tiene una correlación negativa con la incertidumbre macroeconómica (cuadro 1.3.2). Un aumento de una desviación estándar en la incertidumbre se vincula a una disminución del crecimiento del producto de entre 0,4 y 1,25 puntos porcentuales, según la medición de la incertidumbre macroeconómica utilizada. En efecto, en varios episodios, entre ellos, el inicio de la Gran Recesión y la reciente crisis de endeudamiento de la zona del euro, la incertidumbre aumentó en una desviación estándar o más. Un alto grado de incertidumbre suele vincularse a una caída de la inversión mayor a la que registran la producción y el consumo. Estas conclusiones sustentan la validez de los diferentes cauces a través de los cuales, teóricamente, la incertidumbre afecta negativamente a la actividad económica. También son congruentes con varios estudios recientes que documentan un vínculo negativo entre el crecimiento y la incertidumbre³.

³La evidencia empírica basada en modelos de vectores autorregresivos señala un efecto negativo de los shocks de incerti-

La incertidumbre generada por la política económica también se vincula negativamente al crecimiento. El efecto adverso de la incertidumbre relativa a la política económica en el crecimiento económico actúa principalmente a través de dos cauces. En primer lugar, afecta directamente al comportamiento de los hogares y las empresas que postergan las decisiones de inversión y consumo cuando existe una gran incertidumbre sobre las políticas futuras. En segundo lugar, genera incertidumbre macroeconómica que, a su vez, reduce el crecimiento. Como se señaló, se ha registrado un aumento sin precedentes desde la Gran Recesión de la incertidumbre acerca de la política económica. Concretamente, el aumento de esta incertidumbre observado entre 2006 y 2011 fue del orden de 5 desviaciones estándar. Durante dicho período este marcado aumento puede haber provocado un stancamiento del crecimiento de las economías avanzadas de 2½ puntos porcentuales⁴.

dumbre en el producto y el empleo (Bloom, 2009; Hirata *et al.*, 2012). Estos resultados también reflejan las conclusiones de un campo más amplio de investigación sobre el efecto negativo de la volatilidad macroeconómica y de la política económica en el crecimiento económico (Ramey y Ramey, 1995; Kose, Prasad y Terrones, 2006; Fatas y Mihov, 2012).

⁴Este resultado es congruente con los resultados de un estudio reciente de Baker, Bloom y Davis (2012). Los autores emplean un modelo de vectores autorregresivos y señalan que un repunte en la incertidumbre acerca de la política económica, como el observado en Estados Unidos entre 2006 and 2011, se vincula a una caída del PIB real del orden del 3% y una contracción del 16% de la inversión privada.

Recuadro 1.3 (continuación)

Cuadro 1.3.3. Incertidumbre y ciclos económicos

	Recesiones		Recuperaciones	
	Con elevada incertidumbre	Otras	Con elevada incertidumbre	Otras
Producto				
Duración	4,00	3,89	4,81	4,54
Amplitud	-3,66**	-1,85	2,31*	3,06
Pendiente	-0,78*	-0,49	0,66*	0,77
Pérdida acumulativa	-5,81*	-2,99	...	...
Consumo	-0,46	-0,37	1,53	2,21
Inversión	-9,44	-5,22	-0,48**	3,28
Número de episodios	28	83	28	82

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Una recesión está asociada con una elevada incertidumbre si el nivel de incertidumbre en su punto mínimo se ubica en el cuartil superior de incertidumbre medida en los puntos mínimos de todas las recesiones. Una recuperación está asociada con una elevada incertidumbre si la incertidumbre promedio durante la recuperación se ubica en el cuartil superior de la incertidumbre promedio de todos los episodios de recuperación. Los períodos de recesión y recuperación se definen según Claessens, Kose y Terrones (2012). Todas las estadísticas, salvo la "duración" corresponden a la mediana de la muestra. En el caso de la duración, se presentan las medias. En el caso de las recesiones, la duración es el número de trimestres entre el punto máximo y el mínimo. La duración de las recuperaciones es el tiempo que lleva lograr el nivel alcanzado en el punto máximo anterior después de llegar al punto mínimo. La amplitud de las recesiones se calcula tomando como base la disminución del producto durante la recesión y se expresa en porcentaje. La amplitud de las recuperaciones se calcula tomando como base la variación de un año del producto después de llegar al punto mínimo y se expresa en porcentaje. La pendiente de las recesiones es la amplitud desde el punto máximo al mínimo dividida por la duración. La pendiente de las recuperaciones es la amplitud entre el punto mínimo y el período en que el producto llega el nivel alcanzado en el último punto máximo dividida por la duración. La pérdida acumulativa combina la información sobre la duración y la amplitud para medir el costo global de una recesión y se expresa en porcentaje. Dos asteriscos y un asterisco denotan que las características de las recesiones (recuperaciones) con elevada incertidumbre difieren considerablemente de las de otras recesiones (recuperaciones) al nivel de 5% y 10%, respectivamente.

Al parecer, el grado de incertidumbre económica también se vincula a la gravedad de la recesión y la firmeza de las recuperaciones. En particular, las recesiones vinculadas a una gran incertidumbre suelen ser más profundas, prolongadas y graves que otras recesiones. Además, las recesiones ocurridas en coyunturas de suma incertidumbre se vinculan a pérdidas acumulativas del producto que duplican aproximadamente las registradas en otras recesiones (cuadro 1.3.3). Del mismo modo, las recuperaciones que coinciden con períodos de gran incertidumbre son más débiles y lentas que otras recuperaciones⁵.

⁵El grado de incertidumbre extraordinariamente fuerte que la economía mundial experimentó desde la crisis financiera de 2007–09 y los episodios conexos de recesiones profundas y recuperaciones débiles contribuyen en forma importante a explicar estos resultados. Los shocks de incertidumbre dan cuenta de aproximadamente un tercio de la variación del ciclo económico en las economías avanzadas y hasta la mitad de la volatilidad cíclica en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, de lo que se desprende que estos shocks contribuyen considerablemente a impulsar la dinámica de las recesiones y los crecimientos (Bloom *et al.*, 2012; Baker y Bloom, 2011). En otros estudios pertinentes se concluye que los shocks vinculados a la incertidumbre y los trastornos

Tanto el consumo como la inversión tienden a crecer a un ritmo más lento durante las recuperaciones vinculadas a un alto grado de incertidumbre.

Recuperación mundial en épocas de incertidumbre en múltiples esferas

A través de la historia, el alto grado de incertidumbre coincide con períodos de menor crecimiento y el repunte reciente de la incertidumbre evoca el espectro de una nueva recesión mundial. Las autoridades de política económica no pueden hacer gran cosa para aliviar la incertidumbre intrínseca que típicamente afrontan las economías a lo largo del ciclo económico. No obstante, la incertidumbre en torno a la política económica es extraordinariamente fuerte y contribuye en gran medida a la incertidumbre macroeconómica. A través de medidas audaces y oportunas, las autoridades pueden reducir la incertidumbre generada por la política económica y contribuir a la puesta en marcha del crecimiento económico. En el capítulo 1 se analizan en detalle las líneas de acción que deberían seguir.

financieros fueron los principales factores que dieron origen a la Gran Recesión (Stock y Watson, de próxima publicación).

Recuadro 1.4. ENERGÍA NO CONVENCIONAL EN ESTADOS UNIDOS

A lo largo de los últimos años aumentó la producción de petróleo y gas natural de Estados Unidos, impulsada en gran medida por la comercialización de las tecnologías de perforación horizontal y fractura hidráulica (conocida comúnmente como *fracking*) de la roca de esquisto^{1,2}. La “revolución de las energías no convencionales” comenzó en el sector del gas natural en la última década: la producción de gas aumentó 28% entre 2005 y 2011, y continuó creciendo en 2012, pero a tasas decrecientes³. La expansión del gas no convencional contribuyó al colapso de los precios del gas natural, y desde entonces los productores se han centrado en zonas de exploración ricas en líquidos o han trasladado las operaciones a zonas de exploración con petróleo puro (o de arenas compactas).

Desde 2005, la aplicación de esta tecnología ha puesto fin a la tendencia descendente de la producción de petróleo estadounidense gracias al aumento de la producción a partir de formaciones no convencionales, en primer lugar manteniendo la producción estadounidense total de petróleo en torno a los 7 millones de barriles al día (mbd) (8% de la producción diaria mundial) hasta 2008.

Los autores de este recuadro son Samya Beidas-Strom y Akito Matsumoto.

¹La fractura hidráulica consiste en bombear hacia los pozos petroleros una combinación de productos químicos y agua a alta presión, a fin de fracturar la roca que contiene los líquidos. La perforación horizontal posibilita un mayor acceso a los bolsones de líquidos, lo que permite bombear una mayor cantidad hacia la superficie. Anteriormente se consideraba demasiado difícil o antieconómico aplicar esta técnica a los hidrocarburos líquidos (petróleo); se han planteado inquietudes de carácter ambiental, en particular, una posible contaminación de los acuíferos.

²En este recuadro, el término “petróleo” implica petróleo crudo (convencional), petróleo condensado, líquidos de gas natural y petróleo de fuentes no convencionales.

³El gas natural no convencional se encuentra en lugares que requieren tecnologías de extracción especiales como la perforación horizontal y el *fracking*. Incluye el gas de esquisto, el gas de arenas compactas y el metano de yacimientos de carbón; este gas es parecido al gas natural convencional, con la única diferencia de que la extracción requiere métodos no convencionales. El petróleo no convencional, como el petróleo de esquisto (o de arenas compactas), se extrae del esquisto con las mismas tecnologías no convencionales que se emplean con el gas de esquisto, pero es petróleo convencional, parecido en calidad al petróleo crudo ligero.

Desde 2009 hasta el primer semestre de 2012, la producción aumentó alrededor de 2 mbd, a alrededor de 9 mbd (10% de la producción diaria mundial de petróleo). Este último aumento se debe principalmente a la explotación de yacimientos de esquisto no convencionales de Dakota del Norte y Texas para obtener petróleo de arenas compactas y otros subproductos líquidos (es decir, líquidos del gas natural) mediante la aplicación de métodos parecidos a las técnicas de vanguardia empleadas con el gas de esquisto no convencional (cuadro 1.SE.2).

El auge de la energía no convencional afecta también a otros mercados del sector. La caída de los precios del gas natural ha dado lugar al desplazamiento del carbón en el sector de la energía eléctrica de Estados Unidos, y al desacoplamiento entre los precios del gas natural y el petróleo crudo en el país. El desplazamiento del carbón se atribuye principalmente a que las empresas estadounidenses de generación de energía eléctrica sustituyeron el carbón por el gas natural debido a los menores precios de este último. Por un lado, el desplazamiento del carbón en Estados Unidos ha sido provechoso para Europa, donde ha aumentado la demanda por efecto de la sustitución de combustibles más costosos —especialmente el gas natural (producido fuera de Estados Unidos), cuyo precio aún está vinculado al del petróleo— y de la eliminación paulatina de la energía nuclear. Por otro lado, la creciente producción de gas natural no convencional ha provocado en Estados Unidos el desacople entre los precios del gas natural y los precios del petróleo crudo; los precios del gas han caído a su nivel más bajo en una década⁴. La creciente producción de petróleo no convencional también ha contribuido a la acumulación de existencias en el sector central del territorio continental, y eso ha provocado fuertes descuentos en los precios de la variedad West Texas Intermediate de crudo estadounidense en comparación con las

⁴Hasta principios de los años noventa, los precios del gas natural estaban muy regulados, con el uso regulatorio de los precios del petróleo como referencia de los precios del gas. La desregulación y la reestructuración del sector de los gasoductos creó un mercado de competencia directa entre los productores de gas.

Recuadro 1.4 (continuación)

variedades negociadas en los mercados internacionales, como Brent y Dubai Fateh.

El futuro de la extracción no convencional es incierto en virtud de su costo relativo: los precios del petróleo crudo deberían estar ubicados entre los US\$50 y los US\$90 el barril para garantizar la viabilidad comercial (umbral de rentabilidad). Por consiguiente, una caída de los precios del crudo a los niveles vigentes durante la contracción de 2008 podría hacer retroceder la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos. A pesar de la incertidumbre, los analistas de la industria consideran que en Estados Unidos la producción podría aumentar anualmente en 1 mbd hasta 2015 como mínimo. Además, en virtud de la existencia de grandes reservas de petróleo de arenas compactas en otras regiones del mundo, en caso de ser comercialmente viable, la extracción podría compensar la producción decreciente de los

yacimientos convencionales en fase de maduración y así mitigar las inquietudes sobre la escasez de petróleo. Por último, si bien la abundancia de energía no convencional tal vez no pueda evitar que suban los precios del petróleo a corto plazo, podría tener ese efecto a largo plazo, ya que el aumento de los precios de la energía estimularía el desarrollo del petróleo no convencional si los precios del barril de petróleo se mantuvieran por encima de los US\$80. Al mismo tiempo, la sustituibilidad de los productos energéticos depende de varios factores: las empresas de generación de energía eléctrica, al igual que el sector petroquímico, sustituyeron el carbón por gas natural, pero en el sector del transporte la sustitución del petróleo por el gas natural ha sido mucho más lenta⁵.

⁵Véase una descripción detallada en el capítulo 3 del informe WEO de abril de 2011.

Recuadro 1.5. Escasez de oferta de alimentos: ¿Quién es más vulnerable?

Los precios de los alimentos están aumentando en todo el mundo, lo que genera el temor de otra crisis alimentaria como la de 2007–08. ¿En qué se diferencia este año? ¿Qué regiones son las más vulnerables a la actual escalada de los precios de los alimentos?¹ El actual shock de precios de los alimentos es menos severo que el de 2007–08 porque no ha afectado uniformemente a todos los cultivos fundamentales y no ha sido agravado por restricciones comerciales y altos costos de insumos energéticos. Sin embargo, en términos de vulnerabilidad, existen variaciones significativas entre las regiones: África, América Central, el Caribe y Oriente Medio parecen ser las regiones más expuestas a los precios crecientes de los alimentos en un contexto de bajas reservas de inventario y una alta dependencia del mercado mundial para la obtención de alimentos.

La crisis alimentaria de 2007–08 fue exacerbada por diversas formas de restricciones a las exportaciones impuestas por los principales exportadores de alimentos², que, en cambio, durante 2012 no aplicaron ese tipo de políticas. Desde la última crisis alimentaria, ante una fuerte demanda y precios relativamente altos, la oferta ha respondido aumentando las áreas de cultivo, los rendimientos y la productividad. Como resultado, las reservas de inventario mundiales, medidas en función de la relación existencias/utilización, han mejorado en forma significativa, especialmente en cuanto a arroz y trigo.

El contagio proveniente de los mercados de la energía es mucho más limitado en 2012. Los precios de la energía afectan a los precios mundiales de los alimentos a través de dos canales principales: el empuje de los costos y el tirón de la demanda. Primero, los insumos de alto consumo de energía,

tales como los fertilizantes nitrogenados producidos con amoníaco y la electricidad, generan un mecanismo de transmisión desde los precios de la energía hacia los precios de los alimentos. Segundo, en estos últimos años la reorientación de los cultivos desde la producción de alimentos hacia la de combustibles ha pasado a ser un factor importante; el maíz y el azúcar se han estado utilizando cada vez más para la producción de etanol, así como la soja y otras semillas oleaginosas para la producción de biodiesel. Durante la crisis alimentaria de 2007–08, los precios de la energía aumentaron de manera tan pronunciada como los de los alimentos, lo cual intensificó el contagio a través de ambos canales, pero recientemente los precios de la energía han bajado, lo cual limitó el contagio a los precios de los alimentos. El vencimiento en 2011 de los subsidios gubernamentales a la industria estadounidense del etanol también ayudó a reducir el uso de cultivos alimentarios para la producción de energía. Por lo tanto, el traslado de los precios de la energía a los precios de los alimentos juega un papel menos importante que en 2007–08.

No obstante, los países de África, América Central, el Caribe y Oriente Medio son vulnerables al aumento de los precios de los alimentos. A pesar de la significativa heterogeneidad, las regiones con bajas reservas de inventario, fuerte dependencia del mercado mundial para obtener alimentos y una alta proporción de alimentos en el consumo final parecen ser las más vulnerables a los recientes aumentos de los precios de los alimentos (cuadro 1.5.1, gráfico 1.5.1)³.

- Naturalmente, las regiones cuya producción agrícola no se autosustenta y que, por lo tanto, dependen del mercado mundial de alimentos son las más expuestas a los efectos de la inestabilidad mundial de los precios. Entre ellas se incluyen las naciones de América Central y el Caribe, que importan, respectivamente, la mitad y tres cuartos de su demanda de maíz, y cuyas reservas de inventario son menores que en 2007–08.

³En comparación con 2007–08, el grado de exposición de las regiones a las fluctuaciones de los precios mundiales de los alimentos no ha variado en forma significativa.

La autora de este recuadro es Marina Rousset.

¹La composición regional es la definida por el Departamento de Agricultura de Estados Unidos. América del Norte incluye México, y Oceanía incluye Australia y Nueva Zelanda. Las limitaciones de los datos impidieron desagregar de Oceanía a las naciones isleñas del Pacífico, que son vulnerables a shocks de los precios de los alimentos.

²Una encuesta preparada en 2008 por la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación indicó que de los 77 países encuestados, aproximadamente la cuarta parte impuso alguna forma de restricción a las exportaciones durante la crisis alimentaria.

Recuadro 1.5 (continuación)
Cuadro 1.5.1. Vulnerabilidad alimentaria regional

	Inventarios de alimentos bajos (es decir, baja relación existencias/utilización)	Fuerte dependencia de las importaciones mundiales de alimentos	Alta proporción de los alimentos en el consumo final
África subsahariana	*	*	*
América Central	*		
América del Norte	*		
América del Sur	*		*
Asia meridional			*
Asia oriental			
El Caribe	*	*	*
Ex Unión Soviética		*	*
Norte de África		*	*
Oceanía			
Oriente Medio	*	*	*
Otros países europeos			
Sudeste de Asia			*
Unión Europea			

Fuentes: Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Organización Mundial del Comercio; FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

- Los países de Oriente Medio y África subsahariana, que importan más de la mitad de su consumo de trigo y cuyas relaciones existencia/utilización de trigo y arroz están por debajo de los promedios históricos, también podrían verse sumamente afectadas si los precios mundiales del trigo aumentaran más a causa de un nivel inferior de reservas de inventario.
- El Norte de África, donde alrededor del 40% del consumo final se destina a alimentos, también es vulnerable a los precios altos de los alimentos por su significativa dependencia de las importaciones.

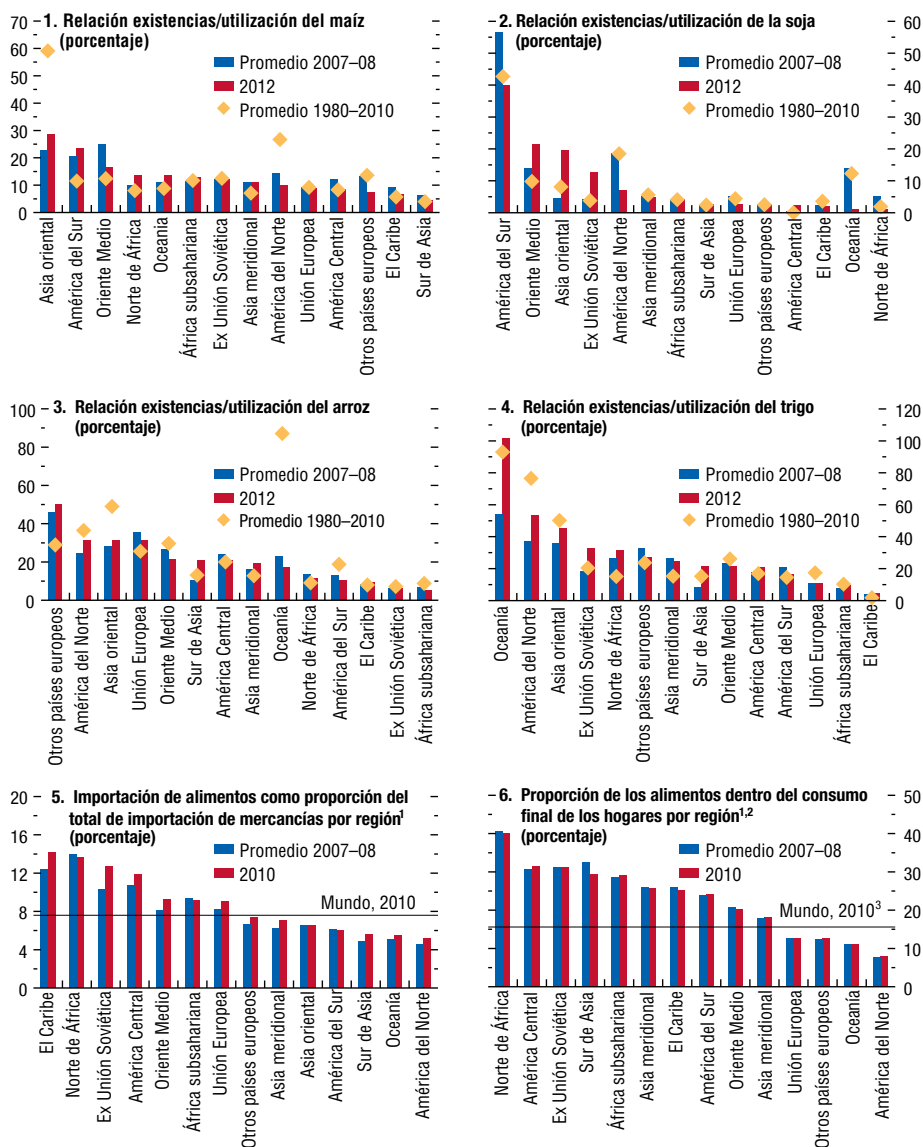
En otras regiones, la exposición a la volatilidad mundial de los precios de los alimentos corresponde a cultivos específicos. En la región de la antigua Unión Soviética la proporción de los alimentos en las importaciones y el consumo de los hogares es alta, pero su exposición a los mercados mundiales de trigo —su principal cultivo en materia de consumo y comercialización— es bastante limitada en virtud del comercio interregional. Asia oriental, en particular China, depende del mercado mundial para satisfacer buena parte de su demanda interna de soja, pero ha acumulado sustanciales reservas de inventario. Aunque en América del Norte —exportadora neta de los

principales cultivos— las reservas de inventario se han deteriorado en forma significativa, especialmente las de maíz, el gasto en alimentos como proporción de las importaciones y del ingreso de los hogares es más bajo que en otras regiones; por ende, América del Norte es menos vulnerable a los aumentos de los precios de los alimentos.

A nivel mundial, las actuales relaciones existencias/utilización del maíz y la soja son inferiores a las de 2007–08, pero son más altas en el caso del arroz y el trigo. Muchas regiones han emprendido iniciativas de autosuficiencia para reducir su dependencia de los mercados mundiales de alimentos, y algunas aumentaron su demanda precautoria de cereales clave para mitigar los aumentos de precios de alimentos mientras que otras establecieron subsidios a alimentos y fertilizantes, así como programas de financiamiento agrícola. Sin embargo, para aliviar la carga que representa la volatilidad de los precios mundiales de los alimentos se necesitan reformas de política más amplias, tales como las que abordan la mejora de la infraestructura agrícola, las redes eficaces de protección social para los pobres y el cambio climático, así como las que estimulan más la producción de alimentos agrícolas (y suprimen las políticas que la desalientan).

Recuadro 1.5 (continuación)

Gráfico 1.5.1. Vulnerabilidades alimentarias regionales



Fuentes: Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Organización Mundial del Comercio, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ La última estimación publicada es la de 2010. Los datos regionales se agregan usando las ponderaciones del PIB.

² Incluye alimentos y bebidas no alcohólicas consumidas en el hogar.

³ Proporción no ponderada de los 84 países de la muestra.

Referencias

- Anderson, Anderson, D., B. Hunt, M. Kortelainen, D. Muir y S. Snudden (de próxima publicación), “Getting to Know the GIMF: The Simulation Properties of the Global Integrated Monetary and Fiscal Model”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Auerbach, Alan, y Yuriy Gorodnichenko, 2012, “Fiscal Multipliers in Recession and Expansion”, en *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, compilado por Alberto Alesina y Francesco Giavazzi (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bachmann, Rudiger, y Giuseppe Moscarini, 2011, “Business Cycles and Endogenous Uncertainty”, University of Michigan Working Paper (Ann Arbor, Michigan).
- Baker, Scott, y Nicholas Bloom, 2011, “Does Uncertainty Drive Business Cycles? Using Disasters as a Natural Experiment”, Stanford University Working Paper (Stanford, California).
- _____, y Steven J. Davis, 2012, “Measuring Economic Policy Uncertainty”, Stanford University Working Paper (Stanford, California).
- Barkbu, Bergljot, Jesmin Rahman, Rodrigo Valdés y un equipo de funcionarios del FMI, 2012, “Fostering Growth in Europe Now”, IMF Staff Discussion Note No. 12/07 (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1207.pdf.
- Batini, Nicoletta, Giovanni Callegari y Giovanni Melina, 2012, “Successful Austerity in the United States, Europe, and Japan”, IMF Working Paper No. 12/190 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Benes, Jaromir, Marcelle Chauvet, Ondra Kamenik, Michael Kumhof, Douglas Laxton, Susanna Mursula y Jack Selody, 2012, “The Future of Oil: Geology versus Technology”, IMF Working Paper No. 12/109 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bentolila, Samuel, y Giuseppe Bertola, 1990, “Firing Costs and Labour Demand: How Bad Is Eurosclerosis?”, *Review of Economic Studies*, vol. 57, No. 3, págs. 381–402.
- Bernanke, Ben, 1983, “Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, No. 1, págs. 85–106.
- Bloom, Nicholas, 2009, “The Impact of Uncertainty Shocks”, *Econometrica*, vol. 77, No. 3, págs. 623–85.
- _____, Max Floetotto, Nir Jaimovich, Itay Saporta-Eksten y Stephen Terry, 2012, “Really Uncertain Business Cycles”, NBER Working Paper No. 18245 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Carrière-Swallow, Yan, y Luis Felipe Céspedes, 2011, “The Impact of Uncertainty Shocks in Emerging Economies”, Central Bank of Chile Working Paper No. 646 (Santiago).
- Chinn, Menzie David, y Olivier Coibion, 2009, “The Predictive Content of Commodity Futures”, La Follette School of Public Affairs Working Paper No. 2009–016 (Madison, Wisconsin: University of Wisconsin). <http://ssrn.com/abstract=1490043> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1490043>.
- Christiano, Lawrence, Martin Eichenbaum y Sergio Rebelo, 2011, “When Is the Government Spending Multiplier Large?”, *Journal of Political Economy*, vol. 119, No. 1, págs. 78–121.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, 2012, “How Do Business and Financial Cycles Interact?”, *Journal of International Economics*, vol. 87, No. 1, págs. 178–90.
- Consejo Europeo (CE), 2012, “Towards a Genuine Economic and Monetary Union”, informe presentado por el Presidente del Consejo Europeo el 26 de junio Herman Van Rompuy (Bruselas). http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131201.pdf.
- Decressin, Jörg, y Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation”, IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dixit, Avinash K., y Robert S. Pindyck, 1994, *Investment Under Uncertainty* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Elektdag, Selim, y Prakash Kannan, 2009, “Incorporating Market Information into the Construction of the Fan Chart”, IMF Working Paper No. 09/178 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Elmendorf, Douglas W., y N. Gregory Mankiw, 1999, “Government Debt”, en *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1C, compilado por J.B. Taylor y M. Woodford (Amsterdam: North-Holland).
- Engen, Eric M., y R. Glenn Hubbard, 2004, “Federal Government Debt and Interest Rates”, *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 19 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), págs. 83–138.
- Fatas, Antonio, y Ilian Mihov, de próxima publicación, “Policy Volatility, Institutions and Economic Growth”, *Review of Economics and Statistics*.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2012a, *Euro Area Policies*, IMF Country Report No. 12/181 (Washington). www.imf.org/external/pubs/ft/sct/2012/cr12181.pdf.
- _____, 2012b, *Fiscal Monitor* (Washington, abril).
- _____, 2012c, *Greece: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*, Country Report No. 12/57 (Washington).
- _____, 2012d, *Pilot External Sector Report* (Washington). www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070912.pdf.
- _____, 2012e, *2012 Spillover Report* (Washington). www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070912.pdf.
- _____, 2012f, *Toward Lasting Stability and Growth: Umbrella Report for the G-20 Mutual Assessment Process* (Washington). www.imf.org/external/np/g20/pdf/062012.pdf.

- _____, 2012g, *The United Kingdom: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 12/190 (Washington).
- Gale, William, y Peter Orszag, 2004, “Budget Deficits, National Saving, and Interest Rates”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, págs. 101–87.
- Gilchrist, Simon, Jae Sim y Egon Zakrajsek, 2010, “Uncertainty, Financial Frictions, and Investment Dynamics”, Boston University Working Paper (Boston, Massachusetts).
- Hamilton, James D., 2008, “Oil and the Macroeconomy”, en *New Palgrave Dictionary of Economics*, compilado por Steven Durlauf y Lawrence Blume (Houndmills, Reino Unido: Palgrave MacMillan, segunda edición).
- Hirata, Hideaki, M. Ayhan Kose, Christopher Otrok y Marco E. Terrones, 2012, “Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants”, NBER Working Paper No. 18362 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad y Marco E. Terrones, 2006, “How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility”, *Journal of International Economics*, vol. 69 (junio), págs. 176–202.
- Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani y Marco E. Terrones, 2009, “Sin comparación”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 46 (junio), págs. 25–28.
- Kumar, Manmohan S., 2003, “Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options”, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- _____, y Jaejoon Woo, 2010, “Public Debt and Growth”, IMF Working Paper No. 10/174 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kumhof, Michael, Douglas Laxton, Dirk Muir y Susanna Mursula, 2010, “The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF)—Theoretical Structure”, IMF Working Paper No. 10/34 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laeven, Luc, y Fabián Valencia, 2012, “Systemic Banking Crises Database: An Update”, IMF Working Paper No. 12/163 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laubach, Thomas, 2009, “New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt”, *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, No. 4, págs. 858–85.
- Matheson, Troy D., 2011, “New Indicators for Tracking Growth in Real Time”, IMF Working Paper No. 11/43 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ramey, Garey, y Valerie Ramey, 1995, “Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth”, *American Economic Review*, vol. 85, No. 5, págs. 1138–51.
- Stock, James H., y Mark W. Watson, de próxima publicación, “Disentangling the Channels of the 2007–09 Recession”, *Brookings Papers on Economic Activity* (Washington: Brookings Institution).
- Woodford, Michael, 2011, “Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, No. 1, págs. 1–35.

El crecimiento mundial volvió a desacelerarse durante el segundo trimestre de 2012 tras repuntar durante el primero. La desaceleración se observó en todas las regiones. Esta sincronía parece indicar que los factores comunes desempeñaron un importante papel, muchos de los cuales reflejaron los amplios efectos de contagio derivados de los grandes shocks regionales o específicos de un país. Un primer shock fue el recrudescimiento de las tensiones financieras en la periferia de la zona del euro en el segundo trimestre. Otro shock fue la desaceleración de la demanda interna en muchas economías de Asia y América Latina (especialmente Brasil, China e India, pero también en otros países), debido no solo a una demanda externa más débil proveniente de Europa sino también a factores internos. El crecimiento también se desaceleró en Estados Unidos.

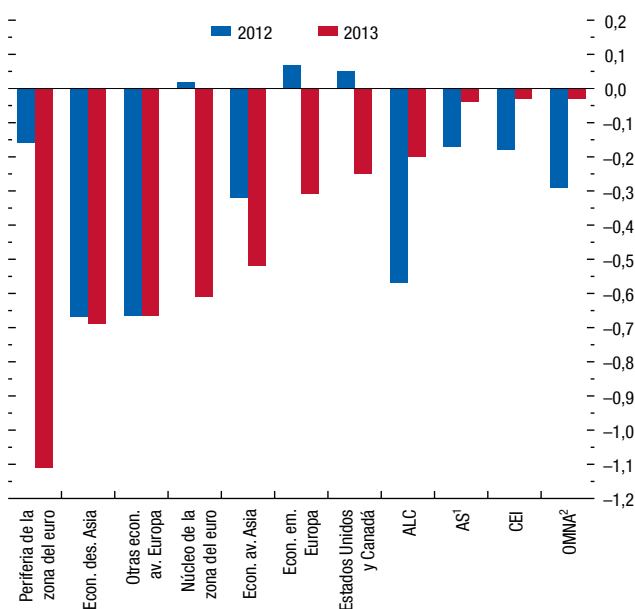
El tema de fondo de este capítulo son los efectos de contagio, porque estos son importantes para las proyecciones base y los riesgos para las perspectivas. Las proyecciones de crecimiento a corto plazo para la mayoría de las regiones se han revisado a la baja en relación con la edición de abril de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) (gráfico 2.1). Se proyecta que la actividad se acelerará de manera gradual a partir de finales de 2012, impulsada por un repunte del crecimiento en las economías de mercados emergentes debido a la reciente aplicación de políticas más laxas. Las revisiones relativamente pequeñas del crecimiento mundial en el escenario base parten del supuesto de que se tomarán suficientes medidas de política para que las condiciones mejoren poco a poco en la periferia de la zona del euro y que se evitará el precipicio fiscal en Estados Unidos.

Los riesgos a la baja han aumentado en relación con el informe WEO de abril de 2012 y también podrían tener importantes efectos de contagio¹.

¹El informe sobre efectos de contagio de 2012 (*2012 Spillover Report*) (FMI, 2012b) examina los riesgos de contagio relacionados con las políticas de las cinco economías de importancia sistémica (China, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la zona del euro).

Gráfico 2.1. Revisiones de las proyecciones de crecimiento de Perspectivas de la economía mundial para 2012 y 2013
(Diferencia en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones del informe WEO de abril de 2012)

En general, las perspectivas se han revisado a la baja, pero en diversos grados. Las mayores revisiones se aplican a Europa, Asia y América Latina.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

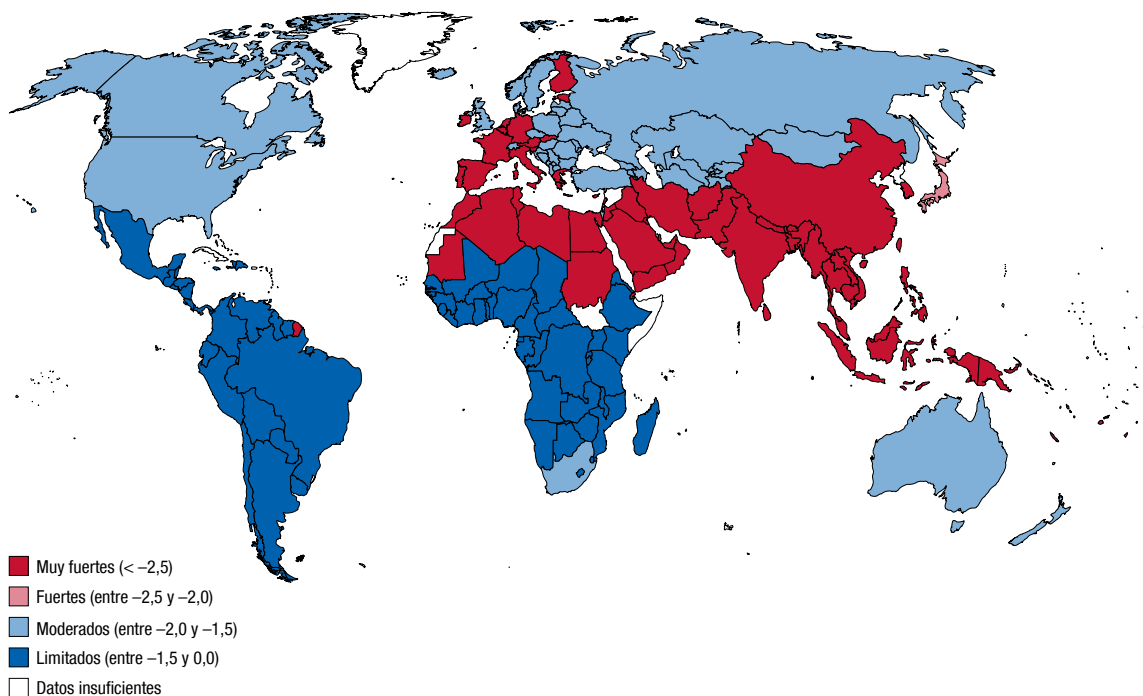
Nota: Econ. av. Asia = economías avanzadas de Asia; CEI = Comunidad de Estados Independientes; Econ. des. Asia = economías en desarrollo de Asia; ALC = América Latina y el Caribe; OMNA = Oriente Medio y Norte de África; AS = África subsahariana. Economías emergentes de Europa (Econ. em. Europa; incluidas como Europa central y oriental en el apéndice estadístico): Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Montenegro, Polonia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Rumania, Serbia, Turquía; núcleo de la zona del euro: Alemania, Austria, Bélgica, Eslovenia, Estonia, Finlandia, Francia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, la República Eslovaca; periferia de la zona del euro: Chipre, España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal; otras economías avanzadas de Europa (Otras econ. av. Europa): Dinamarca, Islandia, Noruega, el Reino Unido, la República Checa, Suecia, Suiza.

¹Se excluye Sudán del Sur.

²Se excluyen Libia y Siria.

Gráfico 2.2. Los efectos de un menor crecimiento potencial

(Desviación máxima del crecimiento del PIB real con respecto al escenario base del informe WEO; puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Desviación máxima del crecimiento del PIB real con respecto al escenario base del informe WEO, según el escenario de "producto potencial decepcionante y creciente aversión al riesgo" descrito en el capítulo 1. Las simulaciones se realizaron utilizando el Modelo Económico Mundial del FMI, que es un modelo de seis regiones (complementado con modelos satélite) que no modela explícitamente países individuales (excepto Estados Unidos y Japón).

El riesgo a la baja más inmediato sigue siendo el recrudecimiento de la crisis de la zona del euro si las medidas de política se demoran o resultan insuficientes. Otros riesgos a corto plazo son el precipicio fiscal al que se acerca Estados Unidos y la demora en elevar el tope de la deuda.

Un riesgo a mediano plazo es la posibilidad de que el crecimiento sea menor de lo previsto en muchas de las principales economías y regiones, incluida China, debido al menor potencial de crecimiento a mediano plazo y a la aversión mundial al riesgo temporalmente mayor. Como se ilustra en el correspondiente análisis de escenarios incluido en el capítulo 1, si este riesgo se materializa, el crecimiento se reducirá fuertemente en todas las regiones: incluidas aquellas que hayan registrado una muy leve o ninguna disminución del crecimiento potencial,

lo que subraya los importantes efectos de contagio (gráfico 2.2).

En la sección especial sobre los efectos de contagio incluida en este capítulo se evalúa la transmisión potencial de las tensiones financieras en las economías avanzadas a través de los flujos de capitales, los rendimientos de los títulos soberanos y los precios de las acciones. En el análisis se hace hincapié en la fuerte reacción de los flujos internacionales de capitales y los precios de los activos al recrudecimiento de las tensiones financieras en las economías avanzadas en algunos episodios recientes, destacando las importantes diferencias entre los distintos episodios según la fuente de tensión (gráfico 2.3). También muestra que la tensión relacionada con las fases descendentes de la actividad real en China se ha convertido en una fuente de contagio en los mer-

cados financieros, especialmente para las economías de mercados emergentes y en desarrollo exportadoras de materias primas. Dado que los flujos de capitales y los precios de los activos afectan a las condiciones financieras internas y a la confianza de las empresas y de los hogares, los efectos reales pueden ser importantes.

Europa: En la órbita de la crisis de la zona del euro

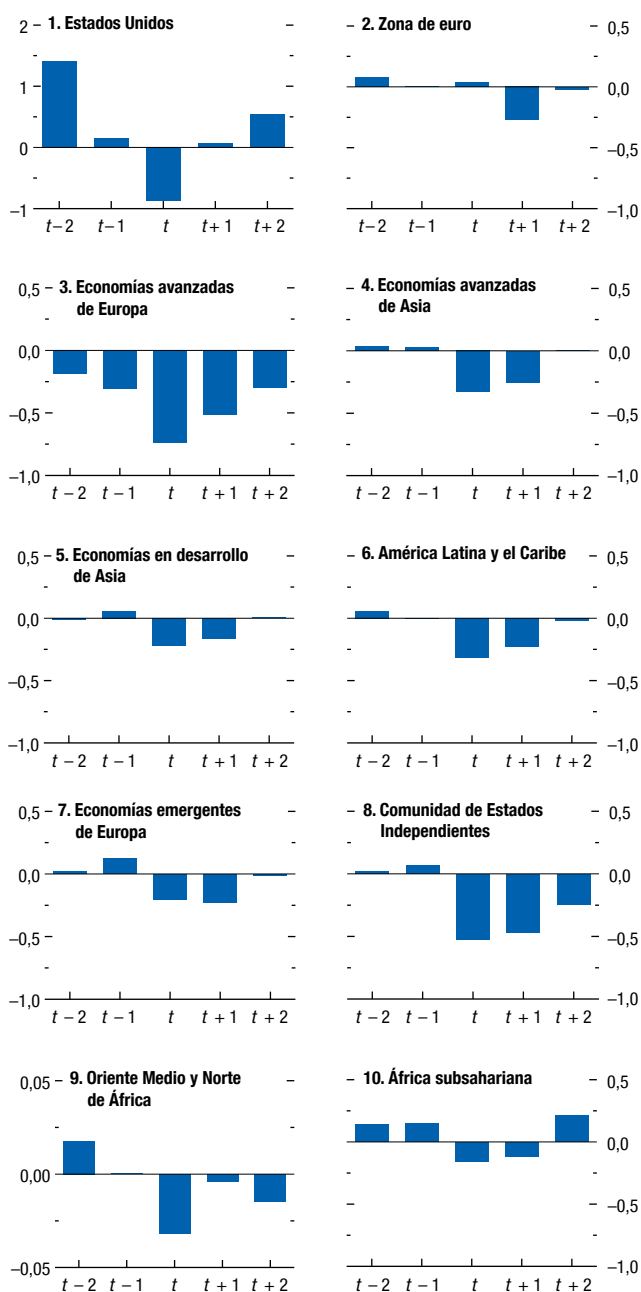
Las tensiones financieras en la periferia de la zona del euro se han recrudecido. La recesión en gran parte de la periferia tiene efectos de contagio cada vez mayores en otras economías de la región. Las medidas acordadas en la cumbre de la Unión Europea (UE) celebrada el 29 de junio de 2012 y el establecimiento de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) del BCE son pasos en la dirección correcta y han mejorado las condiciones financieras, aunque estas siguen siendo frágiles. Las perspectivas de base para la región, que son más débiles en comparación con las incluidas en el informe WEO de abril de 2012 (gráfico 2.4), siguen apuntando a un crecimiento anémico o una contracción en 2012 y a un repunte moderado del crecimiento en 2013. La posibilidad de que la crisis de la zona del euro se recrudezca sigue siendo un importante riesgo a la baja para el crecimiento y la estabilidad del sector financiero hasta que se hayan resuelto los problemas subyacentes.

La actividad en Europa se contrajo cerca de ¼% durante el primer semestre de 2012. Un nuevo aspecto importante fue el recrudecimiento de las tensiones financieras durante el segundo trimestre en la periferia de la zona del euro, que, si bien se moderaron en cierta medida, no se despejaron completamente entre el tercer trimestre y mediados de septiembre. El impacto afecta de manera más directa a estas economías, y todas ellas, salvo Irlanda, están ahora en recesión. Pero los efectos de contagio se están extendiendo cada vez más hacia otras economías de la región, dadas las fuertes vinculaciones comerciales y financieras (gráfico 2.5). La mayor incertidumbre con respecto a la viabilidad de la Unión Económica y Monetaria (UEM) también ha comenzado a frenar la actividad en la región. Es significativo que la inversión no haya contribuido al

Gráfico 2.3. Flujos semanales de fondos de inversión en acciones y bonos durante el período de tensión financiera en las economías avanzadas

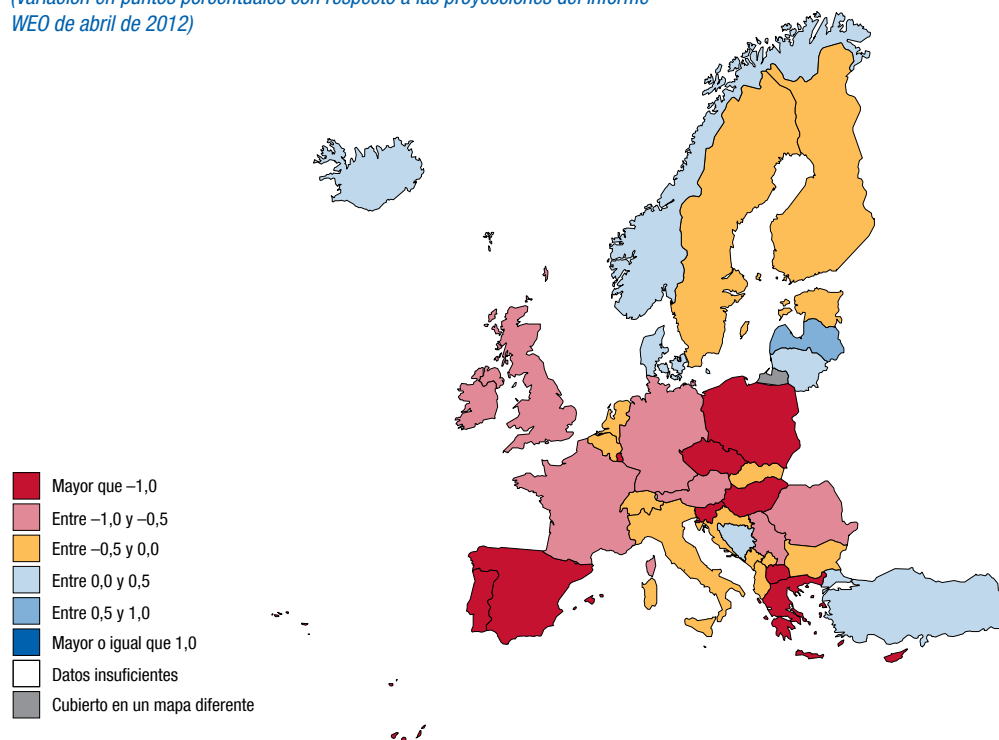
(Porcentaje del PIB semanal de 2011, dos semanas antes y después del episodio de tensión)

La tensión financiera en las economías avanzadas tiende a estar asociada a oscilaciones de los flujos de capitales internacionales. Los flujos son menores durante las semanas siguientes al período de tensión que durante las semanas anteriores.



Fuentes: Emerging Portfolio Fund Research y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Los episodios de tensión van de enero de 2010 a junio de 2012. Véanse más detalles en la sección especial. Véanse en el cuadro 2.SF.2 los países que componen cada grupo.

Gráfico 2.4. Europa: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013
(Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones del informe WEO de abril de 2012)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

crecimiento, lo que contrasta radicalmente con otras economías avanzadas y con las principales economías de mercados emergentes. Por último, algunos problemas derivados de la crisis, como el alto nivel de endeudamiento de los hogares después del auge inmobiliario, han limitado el consumo privado, especialmente en España, pero también en Dinamarca y el Reino Unido.

El comercio con las economías avanzadas y de mercados emergentes que crecen a un ritmo más rápido ha contribuido en menor medida a compensar la desaceleración. Las economías de la región con tasas de crecimiento más altas, incluidas las economías centrales de la zona del euro², se han beneficiado de vinculaciones comerciales más fuertes con las economías de crecimiento más rápido fuera de la región. Aun así, el vigoroso crecimiento en Rusia ha compensado en cierta medida el debilitamiento de la demanda externa proveniente de la zona del euro en

² Alemania, Austria, Bélgica, Eslovenia, Estonia, Finlandia, Francia, Luxemburgo, Malta, los Países Bajos y la República Eslovaca.

las economías emergentes de Europa. En el ámbito financiero, continúa la salida de capitales de la periferia a las economías consideradas refugios seguros en la región (Alemania, Suiza, los países escandinavos). Estos flujos contribuyeron a reducir los rendimientos de los bonos públicos y han impulsado el crecimiento del crédito interno en las economías receptoras, incluido el crédito a la vivienda.

La política monetaria sigue siendo laxa en toda la región. Sin embargo, dada la segmentación cada vez mayor del mercado financiero debido a las primas de riesgo país en la zona del euro, la transmisión de los impulsos de la política monetaria convencional a la periferia se ve trabada. La orientación de la política fiscal ha sido contractiva en general, especialmente en la periferia de la zona del euro, donde se prevé que el déficit fiscal estructural como porcentaje del PIB se reduzca cerca de 2½ puntos porcentuales en 2012, en comparación con la disminución de alrededor de ½ puntos porcentuales en 2011.

Las perspectivas a corto plazo para Europa son más débiles ahora que en el momento en que se

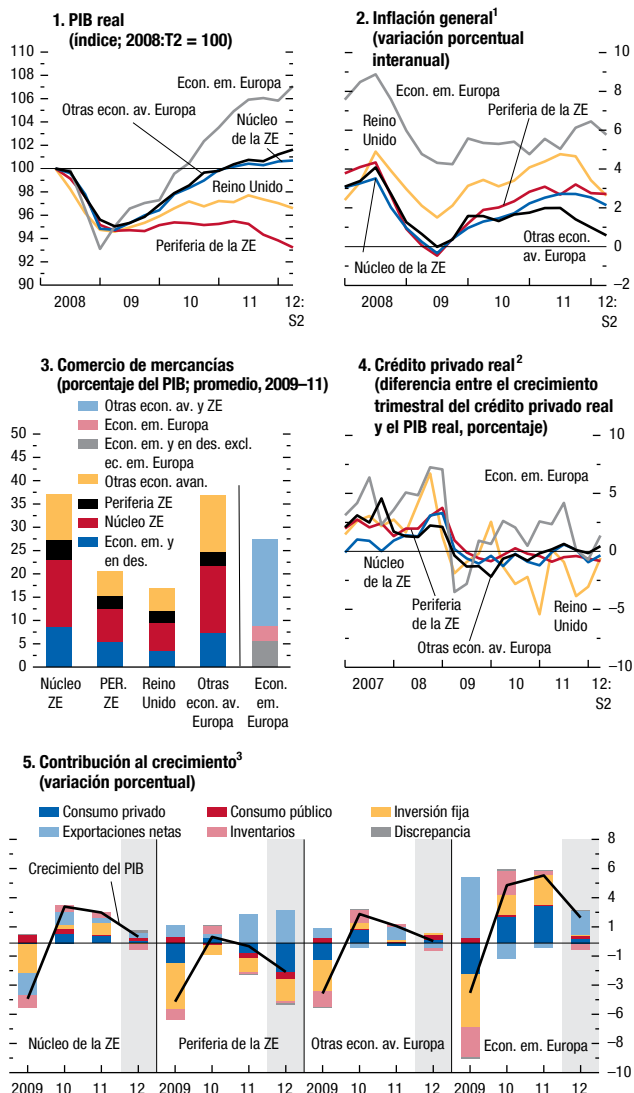
publicó el informe WEO de abril de 2012. El pronóstico supone que las autoridades de la zona del euro lograrán contener la crisis aplicando una combinación de medidas de gestión de crisis (incluida la implementación de las reformas acordadas en la cumbre celebrada en junio) y de gestión orientada a apoyar la demanda, impulsando aún más la aplicación de medidas para reforzar la integración fiscal y crear una unión bancaria integral. Sin embargo, la incertidumbre reducirá la confianza y la actividad durante algún tiempo, y seguirán predominando los riesgos a la baja.

El escenario base proyecta que la actividad económica repuntará de manera gradual, primordialmente en 2013 (cuadro 2.1). Este mayor dinamismo refleja una serie de factores, incluido el aumento de la demanda externa debido al repunte del crecimiento en algunas de las principales economías de mercados emergentes, el ritmo más moderado de la consolidación fiscal en gran parte de la región —salvo en España donde la consolidación debe acelerarse para cumplir las metas de déficit en 2012–13— y una nueva reducción gradual de las tensiones financieras en la periferia de la zona del euro a medida que avance el ajuste fiscal, aumente el respaldo de política económica y mejoren la credibilidad y la confianza en las políticas adoptadas. Se observan amplias diferencias entre las economías europeas.

- En la zona del euro, se proyecta que el PIB real se contraerá a una tasa de ½% en 2012 y que aumentará ¼% en 2013. En las economías centrales, el crecimiento en general se estancará en 2012, salvo en los Países Bajos, donde se prevé que el mayor esfuerzo de consolidación fiscal contribuirá a una contracción. Salvo en el caso de Irlanda, que se enfrenta a una recuperación accidentada, las recesiones en las economías de la periferia de la zona del euro han sido más profundas y en general se prevé que la recuperación comience en 2013 cuando se modere el ajuste.
- En otras economías avanzadas de Europa, se proyecta que el crecimiento se moderará a ¼% en 2012 y repuntará en 2013. En general, la demanda interna sigue siendo vigorosa en muchas economías, lo que obedece a los menores desequilibrios y presiones sobre los balances acumulados antes de la crisis, los cuales, sumados a la disminución de los

Gráfico 2.5. Europa: En medio de tensiones económicas y financieras

La actividad se ha desacelerado en toda Europa, con una recesión en la periferia de la zona del euro y el Reino Unido. El aumento de la incertidumbre con respecto a las políticas y las perspectivas ha afectado a la confianza y la inversión en toda la región. El crecimiento del crédito privado real ha sido menor que el del PIB en algunas economías, lo cual resalta la presión derivada del desapalancamiento de los balances de los bancos y de problemas de financiamiento.



Fuentes: FMI, base de datos de Direction of Trade Statistics; FMI, base de datos de International Financial Statistics, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: Ec. em. Europa = economías emergentes de Europa; Econ. em. y en des. = economías emergentes y en desarrollo; ZE = zona del euro. Véase en el gráfico 2.1 los países que componen cada región, excepto otras economías avanzadas de Europa (otras econ. av. Europa): Dinamarca, Islandia, Noruega, la República Checa, Suecia, Suiza; y otras economías avanzadas (otras econ. av.): economías avanzadas excluida la zona del euro, otras economías avanzadas de Europa y el Reino Unido.
¹Se excluyen de las economías emergentes de Europa a Albania, Kosovo, Montenegro y la ex República Yugoslava de Macedonia.
²Los datos sobre el PIB real y el crédito privado están desestacionalizados.
³Debido a limitaciones de los datos, Kosovo y la ex República Yugoslava de Macedonia se excluyen de las economías emergentes de Europa. Otras economías avanzadas de Europa incluye el Reino Unido.

Cuadro 2.1. 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		
	2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Europa	2,0	0,1	0,8	3,3	2,8	2,1	0,4	0,8	1,0	...	...	...
Economías avanzadas	1,4	-0,3	0,4	2,9	2,3	1,7	1,1	1,5	1,7	9,4	10,2	10,4
Zona del euro ^{4,5}	1,4	-0,4	0,2	2,7	2,3	1,6	0,0	1,1	1,3	10,2	11,2	11,5
Alemania	3,1	0,9	0,9	2,5	2,2	1,9	5,7	5,4	4,7	6,0	5,2	5,3
Francia	1,7	0,1	0,4	2,1	1,9	1,0	-1,9	-1,7	-1,7	9,6	10,1	10,5
Italia	0,4	-2,3	-0,7	2,9	3,0	1,8	-3,3	-1,5	-1,4	8,4	10,6	11,1
España	0,4	-1,5	-1,3	3,1	2,4	2,4	-3,5	-2,0	-0,1	21,7	24,9	25,1
Países Bajos	1,1	-0,5	0,4	2,5	2,2	1,8	8,5	8,2	8,2	4,4	5,2	5,7
Bélgica	1,8	0,0	0,3	3,5	2,8	1,9	-1,0	-0,1	0,3	7,2	7,4	7,9
Austria	2,7	0,9	1,1	3,6	2,3	1,9	1,9	1,9	1,6	4,2	4,3	4,5
Grecia	-6,9	-6,0	-4,0	3,3	0,9	-1,1	-9,8	-5,8	-2,9	17,3	23,8	25,4
Portugal	-1,7	-3,0	-1,0	3,6	2,8	0,7	-6,4	-2,9	-1,7	12,7	15,5	16,0
Finlandia	2,7	0,2	1,3	3,3	2,9	2,3	-1,2	-1,6	-1,7	7,8	7,6	7,8
Irlanda	1,4	0,4	1,4	1,2	1,4	1,0	1,1	1,8	2,7	14,4	14,8	14,4
República Eslovaca	3,3	2,6	2,8	4,1	3,6	2,3	0,1	0,8	0,3	13,5	13,7	13,5
Eslovenia	0,6	-2,2	-0,4	1,8	2,2	1,5	0,0	1,1	1,0	8,2	8,8	9,0
Luxemburgo	1,6	0,2	0,7	3,7	2,5	2,3	7,1	7,3	7,1	5,7	6,2	6,1
Estonia	7,6	2,4	3,5	5,1	4,4	3,2	2,1	0,7	-0,1	12,5	10,1	9,1
Chipre	0,5	-2,3	-1,0	3,5	3,1	2,2	-10,4	-3,5	-2,0	7,8	11,7	12,5
Malta	2,1	1,2	2,0	2,5	3,5	2,2	-1,3	-1,5	-1,6	6,5	6,0	5,8
Reino Unido ⁵	0,8	-0,4	1,1	4,5	2,7	1,9	-1,9	-3,3	-2,7	8,0	8,1	8,1
Suecia	4,0	1,2	2,2	3,0	1,4	2,0	6,9	7,2	7,8	7,5	7,5	7,7
Suiza	1,9	0,8	1,4	0,2	-0,5	0,5	10,5	10,1	10,0	2,8	3,4	3,6
República Checa	1,7	-1,0	0,8	1,9	3,4	2,1	-3,0	-2,4	-2,2	6,7	7,0	8,0
Noruega	1,5	3,1	2,3	1,3	1,0	2,2	14,5	15,2	15,6	3,3	3,1	3,1
Dinamarca	0,8	0,5	1,2	2,8	2,6	2,0	6,7	5,0	4,6	6,1	5,6	5,3
Islandia	3,1	2,9	2,6	4,0	5,6	4,4	-6,2	-2,7	-2,1	7,4	6,1	5,7
San Marino	-2,6	-2,6	0,5	2,0	3,0	2,1	...	...	...	5,5	6,6	6,1
Economías emergentes⁶	5,3	2,0	2,6	5,3	5,6	4,4	-6,1	-5,0	-4,9	...	...	...
Turquía	8,5	3,0	3,5	6,5	8,7	6,5	-10,0	-7,5	-7,1	9,8	9,4	9,9
Polonia	4,3	2,4	2,1	4,3	3,9	2,7	-4,3	-3,7	-3,8	9,6	10,0	10,2
Rumania	2,5	0,9	2,5	5,8	2,9	3,2	-4,4	-3,7	-3,8	7,4	7,2	7,0
Hungría	1,7	-1,0	0,8	3,9	5,6	3,5	1,4	2,6	2,7	11,0	10,9	10,5
Bulgaria	1,7	1,0	1,5	3,4	1,9	2,3	0,9	-0,3	-1,5	11,3	11,5	11,0
Serbia	1,6	-0,5	2,0	11,1	5,9	7,5	-9,5	-11,5	-12,6	24,4	25,6	25,6
Croacia	0,0	-1,1	1,0	2,3	3,0	3,0	-1,0	-1,2	-1,3	13,7	14,2	13,3
Lituania	5,9	2,7	3,0	4,1	3,2	2,4	-1,5	-1,1	-1,4	15,4	13,5	12,5
Letonia	5,5	4,5	3,5	4,2	2,4	2,2	-1,2	-1,6	-2,8	16,2	15,3	13,9

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

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

rendimientos de los flujos de refugios seguros, han contribuido a mitigar los efectos de contagio derivados de la crisis de la zona del euro. Una excepción es el Reino Unido, donde el sector financiero se vio fuertemente golpeado por la crisis financiera

mundial y donde el saneamiento en curso de los balances públicos y privados sometidos a una tensión excesiva comprime la demanda interna.

- Las economías emergentes de Europa se vieron considerablemente afectadas por la crisis de la

zona del euro durante el último año, debido, por ejemplo, al desapalancamiento de los bancos de Europa occidental y a la disminución de las entradas de capitales (véase el capítulo 2 de la edición de octubre de 2012 del informe sobre la estabilidad financiera mundial, *Global Financial Stability Report*). El crecimiento del crédito, a su vez, se redujo de manera considerable. El comercio con la zona del euro también se desaceleró rápidamente, y el crecimiento disminuyó de manera abrupta desde finales de 2011. No obstante, a diferencia de 2008, el riesgo de contagio derivado de la crisis de la zona del euro sigue siendo limitado, y los diferenciales de los swaps de riesgo de crédito de la mayoría de los países de la región permanecen muy por debajo de los de las economías de la periferia de la zona del euro. Se proyecta que el crecimiento repuntará de 2% en 2012 a alrededor de 2½% en 2013, en gran parte debido a la mejora de las condiciones en otros países de Europa.

En general, el nivel general de inflación se moderó en 2012 y se proyecta que se reducirá aún más durante el resto del período 2012–13. De hecho, en los casos en que la inflación aumentó o permaneció por encima de la meta recientemente, ello obedeció principalmente a factores excepcionales, como el aumento de los precios de la energía y los impuestos indirectos. Aunque la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable durante el último año, se prevé que esta también disminuya, dada la desaceleración de la actividad y las grandes brechas del producto. Teniendo en cuenta los importantes riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento a corto plazo, existe el riesgo de que la inflación subyacente no alcance las metas establecidas, sobre todo en otras economías avanzadas de Europa.

En las perspectivas de crecimiento a corto plazo de Europa predominan los riesgos a la baja. El riesgo más inmediato sigue siendo que las medidas de política se demoren o sean insuficientes, lo que agudizaría aún más la crisis en la zona del euro. Hasta que se resuelva la crisis, la situación sigue siendo precaria, y las amplias interconexiones entre la mayoría de las economías de la región apuntan a que los efectos de contagio en Europa podrían ser mayores que en otras regiones.

Las consecuencias para el crecimiento y las repercusiones de un recrudecimiento de la crisis

dependerán del grado y el alcance del deterioro de la confianza y de la respuesta de los flujos de capitales³. Si el deterioro se circunscribe a las economías de la periferia —replicando, en líneas generales, la evolución durante los últimos dos años— aumentarán las salidas de capitales privados de las economías en crisis hacia las economías centrales. Sin embargo, el impacto directo negativo sobre la periferia a través de las cuentas corrientes externas y la demanda interna seguirá siendo limitado, porque el eurosistema proporciona entradas de flujos compensatorios automáticos. No obstante, las condiciones financieras serán más restrictivas a medida que aumenten las pérdidas de los bancos; los bancos en la periferia y, en menor medida, en las economías centrales (en gran parte debido a las tenencias transfronterizas de activos en la periferia) incrementarán las provisiones y las tenencias precautorias de efectivo, y aumentarán las tasas activas.

En cambio, si las economías centrales de la zona del euro se ven afectadas por el contagio —por ejemplo, debido a que se intensifican rápidamente las preocupaciones por la integridad de la UEM y su capacidad de manejar la crisis— la pérdida de la confianza de los inversionistas también golpeará a las economías centrales. Las primas de riesgo soberano y los rendimientos aumentarán en la periferia y en las economías centrales, lo que requerirá un ajuste fiscal adicional en todas las economías. El aumento de las salidas de capitales de la zona del euro en su conjunto causará una mayor depreciación del euro que en caso de contagio limitado. Se producirá un ajuste de las cuentas corrientes en toda la zona del euro. Obviamente, las pérdidas de producto en Europa y también fuera de la región serán mayores en este escenario.

La principal prioridad de política económica en Europa es resolver la crisis en la zona del euro. Todas las otras economías de la región deben aplicar una combinación de políticas que respalden su recuperación en un entorno de débil crecimiento mundial,

³Véase un análisis en detalle sobre estas vinculaciones en el capítulo 2 del informe WEO de abril de 2012, en el que se hace hincapié en el importante papel que desempeñan los círculos de interacción negativa entre la creciente presión de financiamiento en el sistema bancario, la mayor vulnerabilidad fiscal y la desaceleración del crecimiento y la demanda agregada.

mientras que muchas de ellas también deben abordar los desafíos en materia de sostenibilidad fiscal y las vulnerabilidades del sector financiero.

Para resolver la crisis de la zona del euro es preciso avanzar en el establecimiento de una unión bancaria y fiscal, adoptando al mismo tiempo medidas para estimular la demanda a corto plazo y reforzar la gestión de crisis a nivel de la zona del euro⁴.

- Los acuerdos alcanzados en la cumbre de la UE celebrada el 29 de junio de 2012, si se implementan plenamente, crearán una unión bancaria y ayudarán a quebrar los círculos de interacción negativa entre las entidades soberanas y los bancos, una vez que se haya establecido un mecanismo único efectivo para la supervisión de los bancos de la zona del euro, el MEF —que entrará en funcionamiento en octubre de 2012— que pueda recapitalizar directamente los bancos. Pero los obstáculos para su implementación son un motivo de preocupación, y es necesario tomar medidas adicionales. La unión bancaria también requerirá el establecimiento de un programa de garantía de depósitos y un régimen de resolución bancaria con mecanismos de apoyo comunes.
- Con respecto al apoyo a la demanda, el BCE debería mantener la tasa de política monetaria en un nivel bajo en el futuro previsible o reducirla aún más. Las OMC, que el BCE considerará para los países que hayan puesto en marcha un proceso de ajuste macroeconómico o un programa precautorio en el marco del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y su sucesor, el Mecanismo de Estabilidad Financiera (MEFE), deberían asegurar que las bajas tasas de política se transmitan a los costos de endeudamiento en los países de la periferia con programa. El BCE debería seguir proporcionando abundante liquidez a los bancos.
- La viabilidad de la UEM debe estar respaldada por reformas estructurales de amplio alcance en toda la zona del euro a fin de estimular el crecimiento y la competitividad, lo que ayudaría a corregir los desequilibrios de la cuenta corriente dentro de la zona del euro.
- Se deben poner en práctica los planes de consolidación fiscal de la zona del euro. A nivel general, es necesario centrar la atención en el logro de las

⁴Véase también el análisis en el capítulo 1 y en FMI (2012c).

metas fiscales estructurales, y no en metas nominales que probablemente se vean afectadas por las condiciones económicas. Por lo tanto, es necesario permitir que los estabilizadores automáticos funcionen a pleno en las economías que no se encuentran sometidas a la presión de los mercados. Teniendo en cuenta la gravedad de los riesgos a la baja, las economías con una vulnerabilidad fiscal limitada deben mantenerse preparadas para instituir medidas de contingencia en el ámbito fiscal, en caso de que dichos riesgos se materialicen.

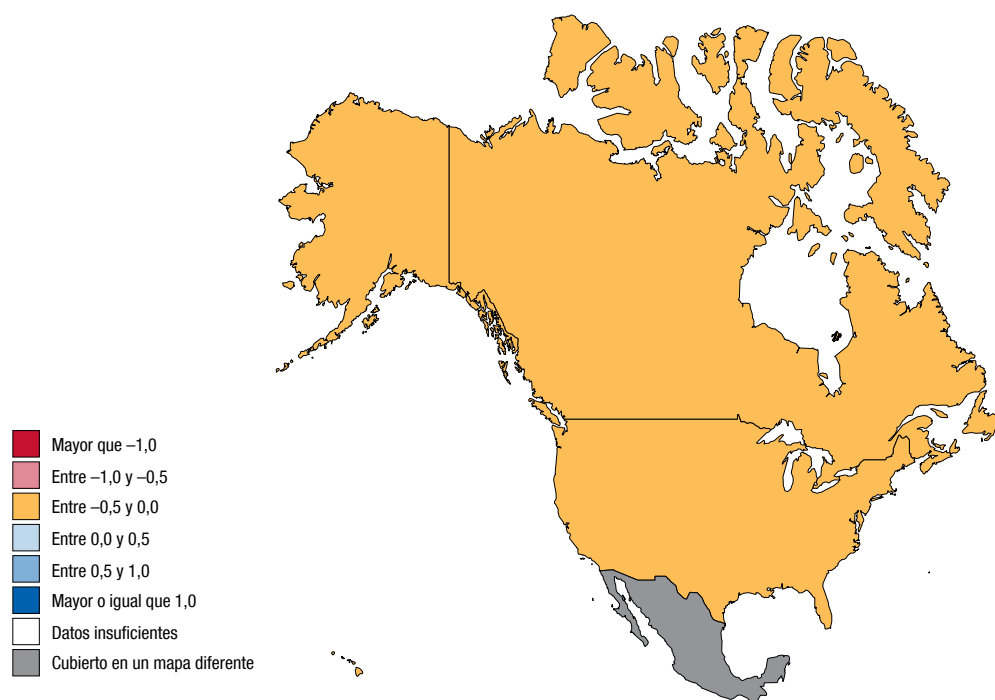
En otras grandes economías avanzadas, la política monetaria también debe responder con eficacia —por ejemplo, con nuevas medidas no convencionales— para hacer frente a un contexto a corto plazo mucho más débil que suavizará las presiones de precios. En el Reino Unido, es posible que se necesite una política monetaria más laxa que incluya medidas no convencionales, dependiendo de los efectos de las medidas de distensión implementadas recientemente. Dadas las perspectivas de que el crecimiento mundial se debilite ligeramente, es necesario permitir que los estabilizadores automáticos operen a pleno; al mismo tiempo, las economías con una vulnerabilidad fiscal limitada (véase la edición de octubre de 2012 del *Monitor Fiscal*) deberán estar preparadas para implementar medidas de contingencia en el ámbito fiscal si se materializan los fuertes riesgos a la baja.

En las economías emergentes de Europa, la necesidad de consolidación fiscal varía mucho de una economía a otra; las economías que soportan una elevada carga de la deuda pública y que están expuestas a la volatilidad de los mercados deben seguir avanzando de manera constante en la consolidación (Hungría). Es probable que la presión inflacionaria se reduzca rápidamente en muchos países, lo que dará a los bancos centrales nuevo margen de maniobra para aplicar políticas más laxas.

Estados Unidos y Canadá: El crecimiento continúa, pero existe margen de capacidad ociosa

Estados Unidos mantiene su modesta recuperación con una débil creación de empleo en un contexto de debilitamiento de las condiciones mundiales, aunque el mercado inmobiliario se está estabilizando.

Gráfico 2.6. Estados Unidos y Canadá: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013
 (Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones del informe WEO de abril de 2012)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

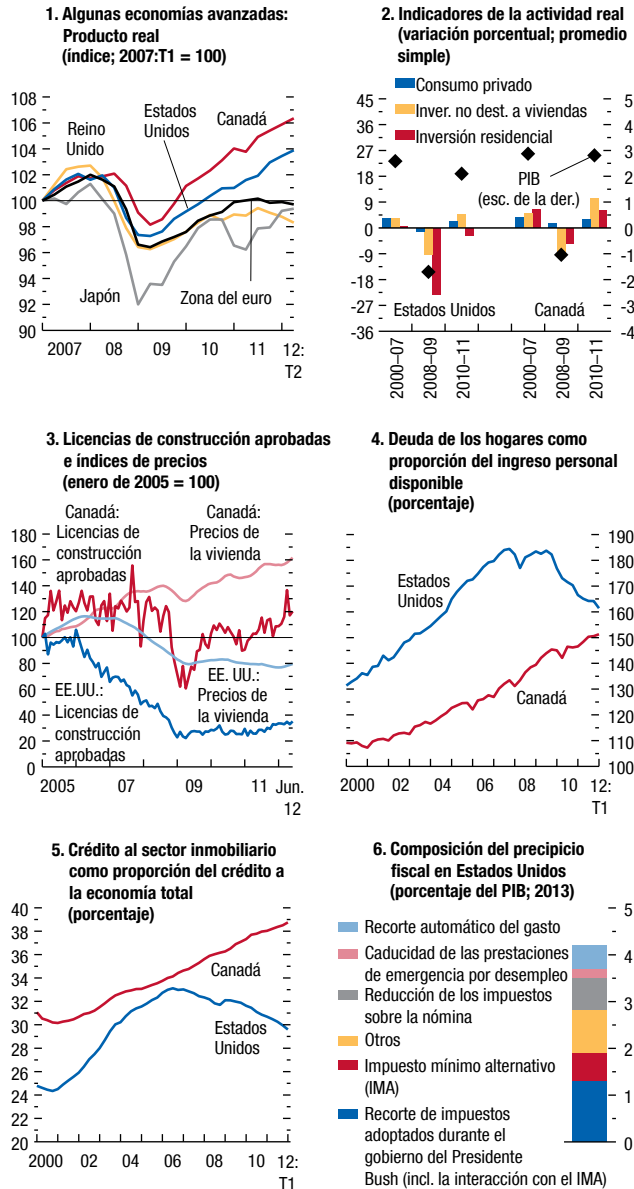
En Canadá, la recuperación ha sido más robusta, debido en parte a los efectos de condiciones financieras favorables, que crean menor presión para el ajuste de los balances, y al auge de los precios de las materias primas. Se prevé que la expansión seguirá siendo modesta en 2012–13 (gráfico 2.6). Los riesgos a la baja internos y externos para las perspectivas permanecen elevados. En Estados Unidos, es esencial evitar una consolidación fiscal excesiva (el “precipicio fiscal”) en 2013, aumentar rápidamente el tope de la deuda y acordar un plan creíble de consolidación fiscal a mediano plazo. En Canadá, un objetivo prioritario es limitar los riesgos relacionados con los elevados precios inmobiliarios y los niveles de deuda de los hogares.

El producto en Estados Unidos superó el nivel máximo previo a la crisis en el segundo semestre de 2011, antes que en muchas otras economías avanzadas (gráfico 2.7, paneles 1 y 2). Sin embargo, en comparación con las recuperaciones anterior-

res, el crecimiento sigue siendo lento, lo que es congruente con la amplia evidencia sobre los significativos efectos que dejan tras de sí las crisis financieras y los colapsos del mercado inmobiliario. La creación de empleo, que se aceleró en el segundo semestre de 2011, volvió a desacelerarse en 2012. Las condiciones externas más débiles y la confluencia de los efectos de contagio a escala mundial examinados anteriormente explican gran parte de la desaceleración, y la temporada invernal inusualmente cálida también incidió temporalmente en el crecimiento en el segundo trimestre. Del lado de la demanda, el crecimiento de la inversión empresarial perdió cierto ímpetu, en parte debido al vencimiento parcial de las disposiciones para depreciación acelerada, aunque también es posible que haya influido la incertidumbre relacionada con las perspectivas económicas y fiscales. El consumo privado también se ha moderado desde principios de 2012. El mercado inmobiliario parece

Gráfico 2.7. Estados Unidos y Canadá: Una recuperación débil

El crecimiento en Estados Unidos ha sido lento y la creación de empleos se ha debilitado. Se prevé que la recuperación seguirá atenuada, dado el contexto mundial poco favorable y la considerable incertidumbre interna en torno a las políticas, incluido el precipicio fiscal. En Canadá, las condiciones de financiamiento favorables, el fuerte crecimiento del crédito y la robusta situación de los mercados de materias primas han respaldado la demanda interna, y la actividad se ha expandido a un ritmo más rápido que en otras grandes economías avanzadas.



Fuentes: Oficina de Presupuesto del Congreso; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

estar estabilizándose después de una fuerte corrección (gráfico 2.7, paneles 3 y 4).

En Canadá, el crecimiento se ha visto limitado por la lenta expansión en Estados Unidos —como resultado de las profundas vinculaciones económicas y financieras de estas economías— y los avances en la consolidación fiscal. Aun así, la actividad se ha recuperado a un ritmo más rápido que en Estados Unidos. La demanda interna —tanto la inversión empresarial como el consumo privado— se ha visto respaldada por unas condiciones de financiamiento excepcionalmente favorables, incluidas las bajas tasas de interés y la disponibilidad de crédito. Estos factores, junto con la escalada de los precios de las materias primas, también han impulsado el sector inmobiliario, sobre todo en las provincias con una fuerte actividad minera. Sin embargo, el crédito relacionado con la vivienda y el apalancamiento de los hogares han aumentado notablemente desde la Gran Recesión, a pesar de las medidas adoptadas para limitar el crecimiento de las hipotecas (gráfico 2.7, paneles 4 y 5).

En el escenario base se proyecta que las economías de Estados Unidos y Canadá crecerán a un ritmo de alrededor de 2% en 2012–13, y que la incertidumbre y el debilitamiento de la demanda externa repercutirán en la demanda agregada (cuadro 2.2). La inflación en Estados Unidos se mantendrá atenuada, en vista de la disminución de los precios de las materias primas y la persistente capacidad ociosa, del 2% en promedio este año, que disminuirá a 1¾% en 2013.

Las perspectivas de crecimiento a corto plazo están sujetas a importantes riesgos a la baja derivados de factores internos y externos. El principal riesgo externo es el recrudecimiento de la crisis en la zona del euro. Aunque los flujos de capitales que han buscado refugio seguro en Estados Unidos podrían ayudar a reducir los rendimientos de los bonos, respaldando los componentes de la demanda agregada sensibles a la tasa de interés, estos también han estado asociados a las presiones de apreciación del tipo de cambio real, que frenan las exportaciones. Como se señaló anteriormente, el crecimiento en Estados Unidos también se reducirá fuertemente si el producto potencial en Estados Unidos y sus princi-

Cuadro 2.2. 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		
	2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Economías avanzadas	1,6	1,3	1,5	2,7	1,9	1,6	-0,2	-0,4	-0,3	7,9	8,0	8,1
Estados Unidos	1,8	2,2	2,1	3,1	2,0	1,8	-3,1	-3,1	-3,1	9,0	8,2	8,1
Zona del euro ^{4,5}	1,4	-0,4	0,2	2,7	2,3	1,6	0,0	1,1	1,3	10,2	11,2	11,5
Japón	-0,8	2,2	1,2	-0,3	0,0	-0,2	2,0	1,6	2,3	4,6	4,5	4,4
Reino Unido ⁴	0,8	-0,4	1,1	4,5	2,7	1,9	-1,9	-3,3	-2,7	8,0	8,1	8,1
Canadá	2,4	1,9	2,0	2,9	1,8	2,0	-2,8	-3,4	-3,7	7,5	7,3	7,3
Otras economías avanzadas ⁶	3,2	2,1	3,0	3,1	2,2	2,4	4,7	3,7	3,3	4,5	4,5	4,6
<i>Partida informativa</i>												
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,0	2,1	3,6	3,6	2,7	2,7	6,6	5,6	5,5	3,6	3,5	3,5

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

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

pales socios comerciales es menor de lo previsto y la aversión al riesgo aumenta (gráfico 2.2).

Un riesgo interno importante en Estados Unidos es la posibilidad de que la contracción fiscal sea mucho mayor (gráfico 2.7, panel 6) si las autoridades no llegan a un acuerdo para evitar un fuerte aumento automático de los impuestos y recortes de gastos, cuya entrada en vigor está prevista para principios de 2013. En un caso extremo, el precipicio fiscal podría implicar un retiro del estímulo fiscal de más de 4% del PIB en 2013, alrededor de 3 puntos porcentuales del PIB superior al ajuste fiscal supuesto en el escenario base. El crecimiento se estancaría en 2013 si el precipicio se materializara plenamente y, como se explica en detalle en el informe sobre efectos de contagio de 2012 (FMI, 2012b), tendría importantes repercusiones en los principales socios comerciales de Estados Unidos y también en los países exportadores de materias primas (debido a la caída de los precios de las materias primas).

Otro riesgo fiscal, aunque relativamente más a mediano plazo, está relacionado con el repunte potencial de la prima de riesgo sobre los bonos del Tesoro de Estados Unidos, debido a la preocupación entre los inversionistas por la sostenibilidad de los niveles de deuda de Estados Unidos si no existe un plan creíble para la consolidación a mediano plazo. El aumento de las tasas de interés a largo plazo daría

lugar a una reducción de la demanda agregada y del crecimiento, sobre todo en Estados Unidos pero también en otros países, dado que también afectaría a los precios de los activos y el comercio (véase FMI, 2012b). En términos más generales, un deterioro de las condiciones económicas en Estados Unidos que dañe la confianza de los inversionistas y aumente la aversión al riesgo a nivel mundial podría provocar fuertes oscilaciones de los flujos mundiales de capitales y de los precios de los activos (véase la Sección especial sobre los efectos de contagio).

Dados sus fuertes vínculos económicos y financieros con la economía estadounidense, Canadá está igualmente expuesta a los riesgos a los que se enfrenta su socio comercial. Además, una importante vulnerabilidad interna en Canadá es el mercado inmobiliario. Una caída pronunciada o sostenida de los precios de la vivienda podría constituir un fuerte revés para el sector de los hogares apalancado y para la demanda interna.

Las prioridades de política urgentes en Estados Unidos son evitar una contracción fiscal excesiva a corto plazo, elevar sin demora el tope de la deuda y acordar un plan de consolidación fiscal creíble —centrado en la reforma de los programas de prestaciones estatales y de los impuestos— que encauce la deuda pública en una trayectoria sostenible a mediano plazo. Esto último también contribuiría a

reequilibrar la demanda mundial, dado que se estima que la posición en cuenta corriente de Estados Unidos es más débil y el tipo de cambio efectivo real más fuerte que si los déficits fiscales a mediano plazo mantuvieran una trayectoria más adecuada (FMI, 2012a). A pesar de las medidas recientes y los indicios incipientes de estabilización del mercado inmobiliario, es preciso redoblar los esfuerzos para reducir la tasa de ejecuciones hipotecarias y eliminar los obstáculos a la transmisión de las bajas tasas de política monetaria a largo plazo a las tasas hipotecarias⁵. En este sentido, las recientes medidas de expansión cuantitativa adoptadas por la Reserva Federal y la extensión del plazo de la orientación hacia tasas de interés bajas hasta mediados de 2015 han contribuido oportunamente a limitar los riesgos a la baja. Además, es necesario que la política monetaria siga siendo laxa mientras el gobierno y el sector de los hogares continúen consolidando sus balances. Estas y otras prioridades —incluidas las reformas de la regulación financiera, del mercado laboral y estructurales— se analizan en detalle en el capítulo 1 y en ediciones anteriores del informe WEO.

En Canadá, la prioridad fundamental es asegurar que los riesgos derivados del sector inmobiliario y los aumentos de la deuda de los hogares estén bien contenidos y no creen vulnerabilidades en el sector financiero. Hasta el momento, el crecimiento del crédito hipotecario se ha desacelerado ligeramente en respuesta a las medidas adoptadas por las autoridades, como la adopción de normas de seguro hipotecario más restrictivas. Si continúa aumentando el apalancamiento de los hogares, posiblemente será necesario considerar la adopción de medidas adicionales.

Asia: Calibrar un aterrizaje suave

El crecimiento en Asia se ha moderado aún más debido al debilitamiento de la demanda externa y al aterrizaje suave de la demanda interna en China. Las

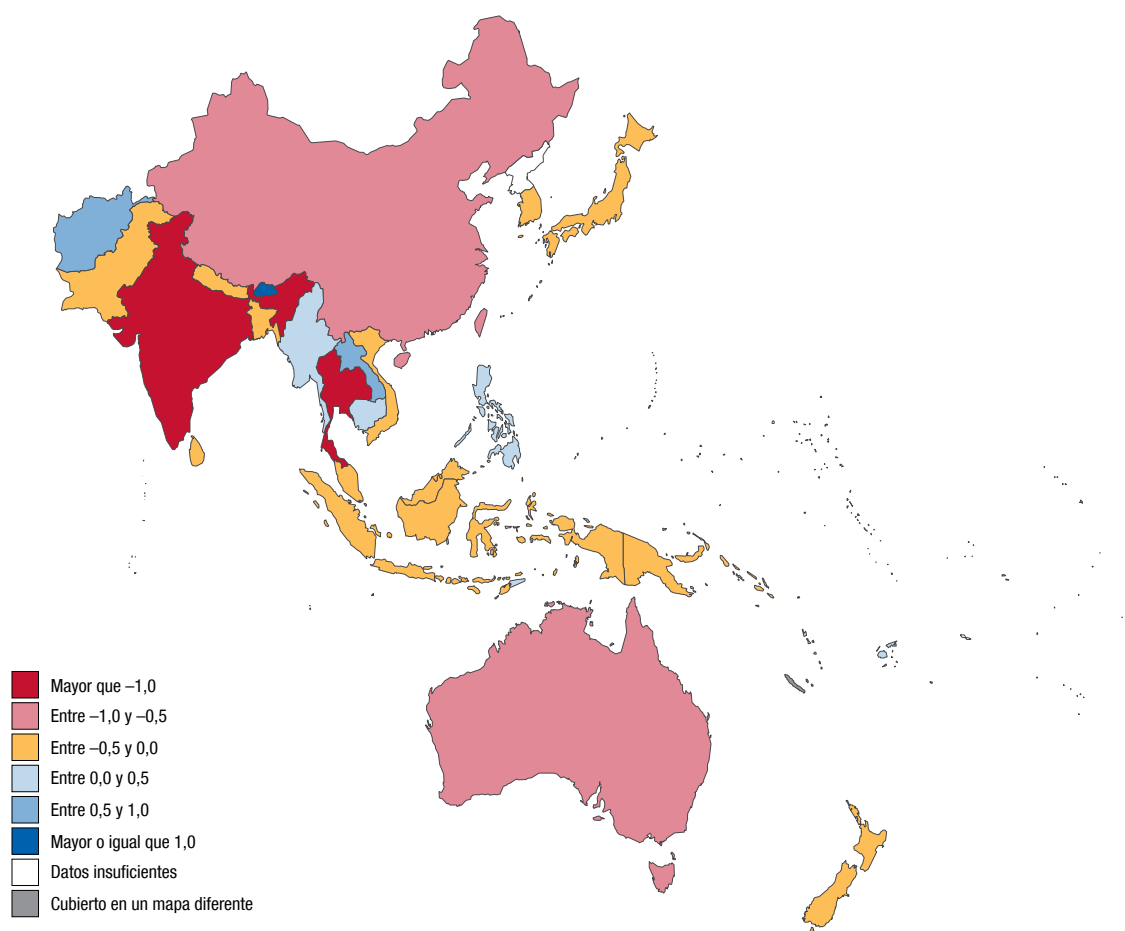
⁵Entre las medidas clave cabe señalar el aumento de la participación de las entidades hipotecarias semipúblicas en el programa de reducción del principal, la refinanciación a mayor escala y la conversión de las propiedades embargadas en unidades de arriendo para limitar las presiones a la baja sobre los precios. Véanse FMI (2012c) y el capítulo 3 del informe WEO de abril de 2012.

perspectivas apuntan a un modesto repunte del crecimiento respaldado por la reciente aplicación de políticas más laxas. El hecho de que los efectos directos de contagio financiero son limitados y de que existe cierto margen de maniobra para la aplicación de políticas más laxas debería contribuir a contener los riesgos externos a la baja. Sin embargo, será importante encontrar un equilibrio entre los riesgos internos y externos, dado que las brechas del producto siguen siendo positivas en algunas economías de la región mientras que el crecimiento del crédito se mantiene vigoroso, y dado que persiste el riesgo de que el crecimiento potencial del producto sea menor del esperado y de que se produzcan desequilibrios internos.

El crecimiento siguió moderándose en gran parte de Asia durante el primer semestre de 2012. La desaceleración del crecimiento de la demanda de importaciones en la mayoría de las economías avanzadas se corresponde con un menor crecimiento de las exportaciones en Asia. El crecimiento en China se desaceleró aún más en el segundo trimestre de 2012, a medida que la economía continuaba ajustándose a las políticas más restrictivas aplicadas en 2010–11. El endurecimiento de las políticas monetarias y de crédito se ha revertido en parte en 2012, dado que las presiones sobre los precios se han moderado y el mercado inmobiliario residencial se ha enfriado. Sin embargo, este proceso de distensión aún no ha tenido los efectos que se esperaban en los primeros meses del año. La desaceleración del crecimiento en China ha afectado a la actividad en el resto de Asia, debido al fortalecimiento de las vinculaciones en toda la región en la última década.

En otras zonas de Asia, la actividad se vio impulsada por la recuperación después de los desastres naturales y las tareas de reconstrucción, especialmente en Japón y Tailandia, pero también en Australia y Nueva Zelandia. En Australia, la actividad en el sector de la minería siguió siendo vigorosa y la inversión relacionada con este sector también ha apuntalado el crecimiento. En India, el crecimiento se debilitó más de lo esperado en el primer semestre de 2012, como resultado del estancamiento de la inversión debido a cuestiones vinculadas a la gestión de gobierno y a trabas administrativas, y al deterioro

Gráfico 2.8. Asia: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013
(Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones del informe WEO de abril de 2012)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

de la confianza de las empresas en el contexto de un aumento del déficit en cuenta corriente y la reciente depreciación de la rupia.

En comparación con el crecimiento registrado en la región en los últimos años, las perspectivas de crecimiento a corto y a mediano plazo son menos favorables. Este panorama refleja una demanda externa más débil de lo esperado debido a que se prevé un crecimiento atenuado en las principales economías avanzadas y una reducción de las perspectivas de crecimiento de China e India, y es poco probable que vuelvan a registrarse tasas de crecimiento de dos dígitos en China dados los objetivos de política económica establecidos en el 12º plan quinquenal. El repunte moderado del crecimiento a partir de finales

de 2012 se derivará de la reciente aplicación de políticas más laxas en China y otros países. Específicamente, se proyecta que el crecimiento en la región será, en promedio, de 5½% este año y aumentará a 5¾% en 2013 (cuadro 2.3), lo que representa una revisión a la baja de más de ½ punto porcentual para ambos años con respecto al pronóstico del informe WEO de abril de 2012 (gráfico 2.8).

- En China, se proyecta que el crecimiento se expandirá a un ritmo de alrededor de 7¾% este año y luego aumentará a 8¾% en 2013 a medida que el crecimiento de la demanda interna, y sobre todo el crecimiento de la inversión, repunten dado que ahora se están aplicando políticas más laxas.

Cuadro 2.3. 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		
	2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Asia	5,8	5,4	5,8	5,0	3,9	3,8	1,9	1,2	1,3	...	...	...
Economías avanzadas	1,3	2,3	2,3	1,6	1,2	1,2	2,3	1,5	1,6	4,3	4,3	4,2
Japón	-0,8	2,2	1,2	-0,3	0,0	-0,2	2,0	1,6	2,3	4,6	4,5	4,4
Australia	2,1	3,3	3,0	3,4	2,0	2,6	-2,3	-4,1	-5,5	5,1	5,2	5,3
Nueva Zelandia	1,3	2,2	3,1	4,0	1,9	2,4	-4,2	-5,4	-5,9	6,5	6,6	5,7
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,0	2,1	3,6	3,6	2,7	2,7	6,6	5,6	5,5	3,6	3,5	3,5
Corea	3,6	2,7	3,6	4,0	2,2	2,7	2,4	1,9	1,7	3,4	3,3	3,3
Taiwan, provincia china de	4,0	1,3	3,9	1,4	2,5	2,0	8,9	6,9	7,3	4,4	4,5	4,3
Hong Kong, RAE de	5,0	1,8	3,5	5,3	3,8	3,0	5,3	4,1	3,8	3,4	3,4	3,3
Singapur	4,9	2,1	2,9	5,2	4,5	4,3	21,9	21,0	20,7	2,0	2,1	2,1
Economías en desarrollo	7,8	6,7	7,2	6,5	5,0	4,9	1,6	0,9	1,1	...	...	...
China	9,2	7,8	8,2	5,4	3,0	3,0	2,8	2,3	2,5	4,1	4,1	4,1
India	6,8	4,9	6,0	8,9	10,2	9,6	-3,4	-3,8	-3,3	...	...	...
ASEAN-5	4,5	5,4	5,8	5,9	4,0	4,3	2,9	0,6	0,2	...	...	...
Indonesia	6,5	6,0	6,3	5,4	4,4	5,1	0,2	-2,1	-2,4	6,6	6,2	6,1
Tailandia	0,1	5,6	6,0	3,8	3,2	3,3	3,4	-0,2	0,1	0,7	0,7	0,7
Malasia	5,1	4,4	4,7	3,2	2,0	2,4	11,0	7,5	6,9	3,1	3,1	3,0
Filipinas	3,9	4,8	4,8	4,7	3,5	4,5	3,1	3,0	2,6	7,0	7,0	7,0
Vietnam	5,9	5,1	5,9	18,7	8,1	6,2	0,2	0,3	-0,9	4,5	4,5	4,5
Otras economías en desarrollo⁴	5,0	5,1	4,9	10,6	8,9	8,2	-0,6	-1,5	-1,5	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia ⁵	7,3	6,1	6,7	6,1	4,7	4,6	2,4	1,6	1,7	...	...	...

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, Fiji, Islas Salomón, Kiribati, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papua Nueva Guinea, la República Democrática Popular Lao, 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.

- Para India se proyecta un crecimiento promedio de 5%–6% en 2012–13, nivel inferior en más de 1 punto porcentual al nivel estimado en el informe WEO de abril de 2012. La revisión a la baja refleja la expectativa de que persistirán durante algún tiempo los obstáculos que afectan actualmente a la confianza de las empresas y a la inversión y de que las condiciones externas serán más débiles.
- En Japón, se prevé que el crecimiento ascenderá a casi 2¼% en 2012. Gran parte del ritmo más vigoroso de crecimiento experimentado recientemente se debe a las actividades de reconstrucción y a cierto repunte de la actividad manufacturera en el primer semestre del año después de los shocks de

oferta relacionados con el terremoto y el tsunami de marzo de 2011 y las inundaciones en Tailandia de octubre de 2011. Sin embargo, los efectos de estos factores desaparecerán, y se proyecta una moderación del crecimiento al 1¼% en 2013.

- El debilitamiento de la demanda externa es el principal factor que determina un crecimiento moderadamente más débil en general en las economías de la ASEAN-5⁶ en 2012 (gráfico 2.9, paneles 1 y 2). La principal excepción es Tailandia, donde el crecimiento ha repuntado

⁶La Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) tiene 10 miembros; la ASEAN-5 son Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

fuertemente, impulsado por la reconstrucción y la inversión, después de las devastadoras inundaciones ocurridas en octubre de 2011. Se proyecta que el ritmo de crecimiento global de la ASEAN-5 se acelerará ligeramente a 5¾% en 2013, lo cual representa un aumento con respecto al nivel de alrededor de 5½% registrado en 2012.

- En Corea, se proyecta que el crecimiento se moderará a 2¾% este año pero que aumentará a alrededor de 3½% en 2013 gracias al repunte de las exportaciones y la inversión privada, que está orientada al sector de bienes transables.

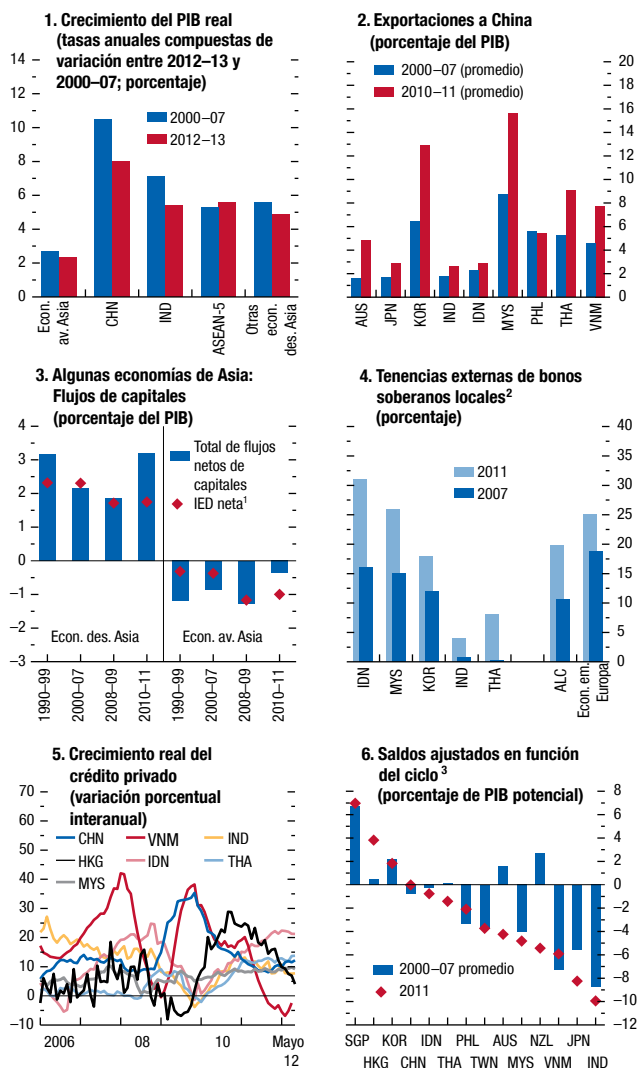
Según las proyecciones, la inflación en la región se reducirá de 5% en 2011 a alrededor de 4% durante 2012–13. Esto se debe, en parte, a la reciente disminución de los precios de las materias primas y también al efecto rezagado de la aplicación de una política más restrictiva durante 2010–11 para mitigar las presiones de sobre calentamiento.

La balanza de riesgos para las perspectivas de crecimiento a corto plazo se inclina a la baja, debido a los riesgos externos y, en menor medida a corto plazo, a los riesgos internos para la región. A corto plazo, el recrudecimiento de la crisis en la zona del euro y la posibilidad de no se llegue a un acuerdo para evitar el precipicio fiscal en Estados Unidos son los principales riesgos externos para la región. Si estos riesgos se materializaran, las economías de Asia abiertas y orientadas al comercio se enfrentarían a una reducción de la demanda externa y a otros efectos de contagio (que podrían afectar, por ejemplo, a la confianza), y el crecimiento podría ser sustancialmente menor.

Gran parte del debate sobre los efectos de contagio de las economías avanzadas a las economías emergentes de Asia se ha centrado en los efectos de contagio transmitidos a través de los canales del comercio y la confianza. Sin embargo, tal como se analiza en la sección especial sobre los efectos de contagio, las economías emergentes de Asia, como otros mercados emergentes, están más integradas a los mercados financieros mundiales (gráfico 2.9, paneles 3 y 4). Por consiguiente, dada la mayor exposición a shocks financieros, el recrudecimiento de las tensiones financieras en las economías avanzadas en los últimos años ha estado asociado, de hecho, a menores flujos de capitales y a la reducción de

Gráfico 2.9. Asia: La actividad se desacelera

El crecimiento en Asia se ha moderado aún más, dados el debilitamiento de la demanda externa y el aterrizaje suave en China. La revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento a mediano a plazo de China afectará a la evolución del crecimiento de la región debido a la expansión de las vinculaciones comerciales de China con otras economías de la región. La región se ha visto expuesta a los efectos de contagio financiero procedentes de las economías avanzadas, pero tanto los flujos de capitales a sus economías de mercados emergentes como el crecimiento del crédito mantienen su vigor.



Fuentes: CEIC; Haver Analytics; FMI, base de datos de Balance of Payment Statistics; FMI, base de datos de Direction of Trade Statistics; FMI, base de datos de International Financial Statistics; FMI, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (octubre de 2011); fuentes nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Economías avanzadas de Asia (Econ. av. Asia): Australia (AUS), Corea (KOR), Japón (JPN), Nueva Zelandia (NZL), provincia china de Taiwan (TWN), RAE de Hong Kong (HKG), Singapur (SGP); ASEAN-5: Filipinas (PHL), Indonesia (IDN), Malasia (MYS), Tailandia (THA), Vietnam (VNM); otras economías en desarrollo de Asia (otras econ. des. Asia): Bangladesh, Bhután, Brunei Darussalam, Camboya, Islas Salomón, Kiribati, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papua Nueva Guinea, la República Democrática Popular Lao, la República Islámica del Afganistán, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Vanuatu; economías en desarrollo de Asia (Econ. des. Asia): ASEAN-5 y otras economías en desarrollo de Asia; CHN = China; IND = India.

¹IED = inversión extranjera directa.

²Economías emergentes de Europa: véase la composición de países por regiones en el gráfico 2.1; ALC = América Latina y el Caribe; India: mercado de bonos totales.

³Indonesia: promedio de 2004–07; Nueva Zelandia: promedio de 2005–07; Vietnam: en porcentaje del PIB nominal del ejercicio fiscal.

los precios de los activos en la región. No obstante, en general, los flujos de capitales privados hacia la región siguen siendo considerables y el crecimiento del crédito se mantiene vigoroso (gráfico 2.9, panel 5). Dada la mayor exposición, la volatilidad de los mercados mundiales de capitales también puede tener efectos mucho mayores, por ejemplo, a través de los efectos sobre los tipos de cambio (como lo demuestran los efectos de búsqueda de refugios seguros y la reciente apreciación del yen).

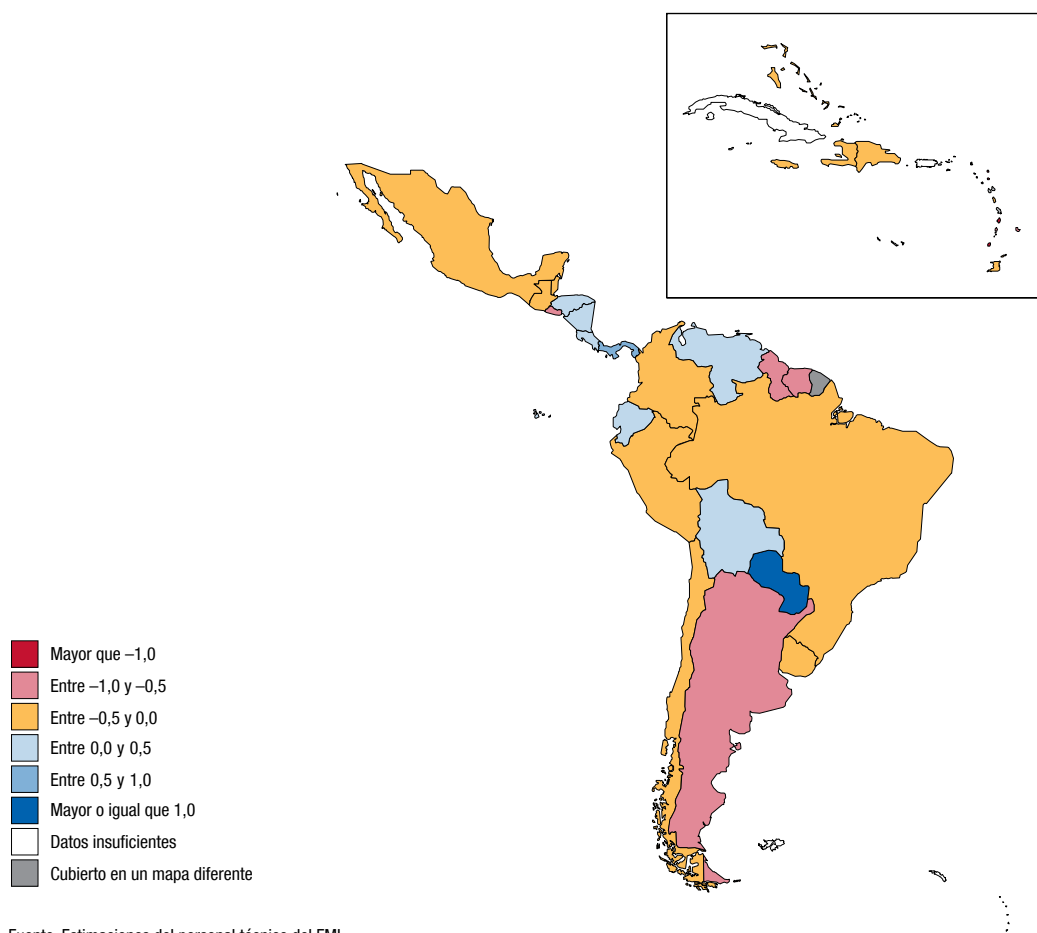
Con respecto a los riesgos internos para la región, un riesgo clave es la posibilidad de que a mediano plazo el crecimiento potencial sea inferior a lo previsto en las economías emergentes de Asia. Como se señala en el capítulo 1, posiblemente el auge inmobiliario y otros factores temporales similares en las principales economías avanzadas hayan contribuido al vigoroso repunte reciente de la actividad en la región. China experimentó sus propios auges del sector inmobiliario residencial y de la inversión, que se aceleraron en 2009–10 después de la aplicación de medidas macroeconómicas de estímulo en respuesta a la crisis financiera mundial. El fuerte crecimiento del crédito ha respaldado la demanda en todas las economías de mercados emergentes a nivel más general, incluidas las de Asia, pero este no puede continuar al ritmo actual sin crear importantes riesgos para la estabilidad financiera. En caso de que el crecimiento potencial sea simultáneamente menor en las economías emergentes de Asia y en otras regiones, el impacto sobre el crecimiento será considerable en Asia, al igual que los efectos de contagio externos en los países exportadores de materias primas (véase el gráfico 2.2). Un riesgo conexo es que el reciente repunte de la inversión en China se revierta y provoque una desaceleración de la inversión mayor de lo previsto en China en el futuro. Este shock afectaría fuertemente a las economías de la cadena de suministro asiática estrechamente interrelacionada —entre ellas, Corea, Malasia, la provincia china de Taiwan y Tailandia— por ejemplo, a través de sus importantes efectos indirectos en la actividad de otros principales países exportadores de manufacturas, sobre todo Alemania y Japón⁷.

⁷ En FMI (2012b) se presenta un análisis más detallado de los efectos de contagio derivados de los shocks de inversión en China.

Las políticas deben encontrar el equilibrio adecuado entre la necesidad de gestionar los riesgos internos y externos y de asegurar un aterrizaje suave. Los riesgos externos han sido mucho más apremiantes, y el reciente cambio hacia un relajamiento de la política monetaria en gran parte de la región parece apropiados para la mayoría de estos países, dado que la inflación se está desacelerando tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes de Asia. Aun así, la reciente reducción de las tasas ha utilizado parte del espacio disponible en las economías emergentes de Asia; las brechas del producto todavía son positivas y las tasas reales de política monetaria se mantienen muy por debajo de los promedios registrados antes de la crisis. En India, donde la inflación permanece alta, la política monetaria debería mantenerse en un compás de espera hasta que se materialice una disminución sostenida de la inflación. En cambio, en Japón el relajamiento de la política monetaria anunciado en septiembre debería contribuir a respaldar el crecimiento económico y salir de la deflación. Sin embargo, posiblemente deberá aplicarse una política monetaria aún más laxa para que la inflación se acelere hacia la meta de 1% fijada por el Banco de Japón.

Si los riesgos a la baja se materializan, algunas economías (ASEAN-5, China y Corea) aún tienen espacio fiscal para permitir que los estabilizadores automáticos operen plenamente, si corresponde, o para utilizar un estímulo fiscal discrecional (gráfico 2.9, panel 6). Sin embargo, en varias economías seguirá siendo prioritario abordar la sostenibilidad de la deuda a través de una consolidación fiscal creíble (India, Japón, y Vietnam). En Japón, la reciente aprobación de una duplicación gradual de la tasa del impuesto sobre el consumo, al 10% para 2015, es un paso importante para encauzar la deuda pública en una trayectoria sostenible, aunque es necesario aplicar nuevas medidas de consolidación para alcanzar este objetivo. Deberán realizarse reformas estructurales de política fiscal en varias economías de la región, incluida China, para abordar necesidades de gasto y protección social, así como necesidades de infraestructura. Al reducir las distorsiones que frenan el consumo privado, estas reformas mitigarían el riesgo de una acumulación de desequilibrios internos y for-

Gráfico 2.10. América Latina y el Caribe: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013
 (Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones del informe WEO de abril de 2012)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

marían parte de un conjunto de políticas aconsejables que ayudarían a reequilibrar la demanda mundial. De hecho, en varias economías asiáticas —por ejemplo, China, Corea, Malasia, Singapur y Tailandia— las posiciones en cuenta corriente son más sólidas y las monedas más débiles que si se aplicara un conjunto de políticas más apropiadas⁸.

Para hacer frente al riesgo de deterioro de la calidad del crédito mientras se desacelera el crecimiento, las autoridades de muchas economías asiáticas también deberán protegerse contra los riesgos para la estabilidad financiera derivados del rápido crecimiento reciente del crédito, entre otras formas, monitoreando de cerca la situación de los balances

⁸ Véase también FMI (2012a).

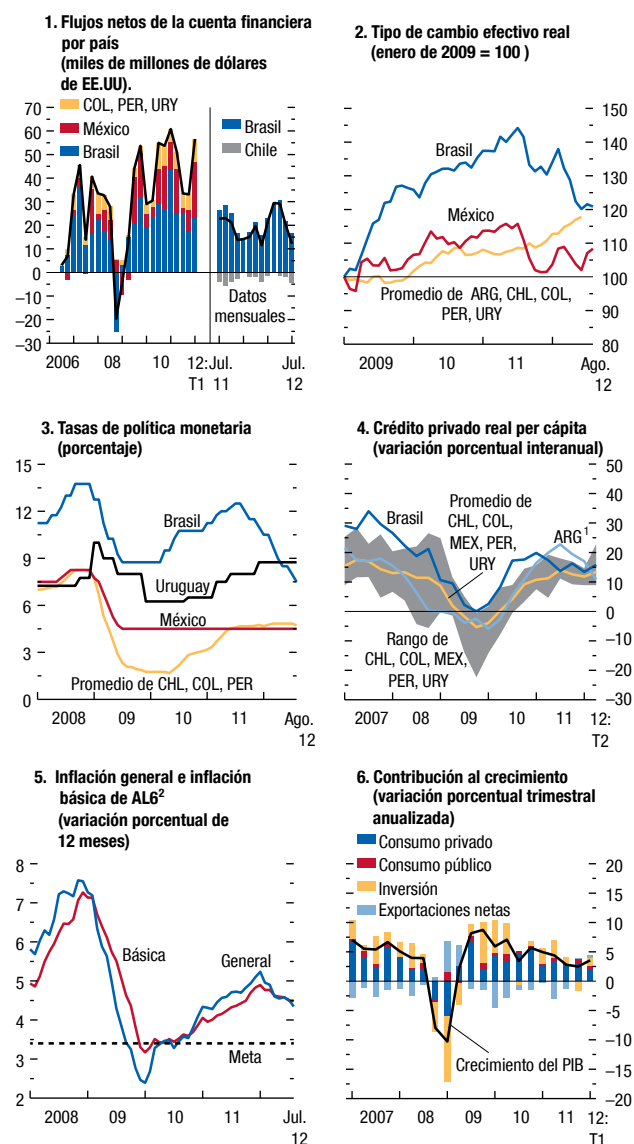
y las condiciones de financiamiento en el sistema bancario formal y en el sistema bancario paralelo. En caso de una escasez mundial o local de liquidez, los bancos centrales deberían estar preparados para respaldar la liquidez.

América Latina y el Caribe: Cierta pérdida de vigor

Como consecuencia de la desaceleración del crecimiento, las presiones de sobrecalentamiento y la inflación se han atenuado en América Latina y el Caribe (ALC). Los flujos de capital privado siguen siendo abundantes, y las condiciones de financiamiento, favorables. Las perspectivas han empeorado desde la edición

Gráfico 2.11. América Latina: Una desaceleración moderada

Se mantiene una fuerte afluencia de capitales privados a América Latina a pesar de una mayor aversión mundial al riesgo y de preocupaciones en torno a las tensiones internas. La inflación y los riesgos de sobrecalentamiento se han atenuado, pero dado que el crédito sigue expandiéndose con rapidez y la inflación se sitúa por encima del punto medio de la banda fijada como meta en muchas economías de la región, la prioridad sigue siendo recomponer el margen de maniobra de la política macroeconómica y seguir avanzando en materia de regulación y supervisión macroprudencial a menos que se materialicen los riesgos a la baja.



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: ARG = Argentina; CHL = Chile; COL = Colombia; MEX = México; PER = Perú; URY = Uruguay.
¹Las variables nominales correspondientes a Argentina se deflactaron utilizando estimaciones del personal técnico del FMI para la inflación provincial promedio.
²AL6: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

del informe WEO de abril de 2012 (gráfico 2.10). Se prevé que el crecimiento repuntará este año, a medida que se hagan sentir los efectos de la reciente distensión de las políticas. Al igual que en otras regiones, los riesgos para las perspectivas de crecimiento a corto plazo se inclinan a la baja. Sin embargo, dado que el crédito continúa creciendo con rapidez y la inflación se ubica por encima del punto medio de la banda fijada como meta en muchas economías de la región, la prioridad consiste en recomponer el margen de acción de la política macroeconómica a menos que los riesgos a la baja se materialicen.

El crecimiento de la región de ALC volvió a enfriarse durante el primer semestre de 2012. La actividad fuera de la región se moderó más de lo esperado, incluso en las economías emergentes de Asia, lo cual debilitó la demanda externa de bienes y servicios de ALC. Sumada al deterioro de las perspectivas mundiales a corto plazo, esta contracción de la actividad también provocó caídas de los precios de la mayoría de las materias primas y un deterioro de los términos de intercambio en los países que las exportan, un grupo que origina tres cuartas partes del producto de la región. Como resultado del endurecimiento de la política económica, se moderó el crecimiento de la demanda interna, especialmente de la inversión. El repunte del crecimiento resultó inferior a lo esperado en Brasil; ese dato es una causa importante de la desaceleración del crecimiento regional y refleja tanto el deterioro de las condiciones externas como el hecho de que la distensión de la política monetaria desde agosto de 2011 ya no se transmite tan rápido, dado que el volumen de préstamos en mora aumentó después de varios años de rápida expansión del crédito.

La región de ALC se ha visto expuesta a los efectos de contagio financiero generados por la crisis de la zona del euro y las inquietudes en torno a las perspectivas de crecimiento mundial, aunque su impacto quedó contenido. Ese contagio agudizó la aversión al riesgo y redujo temporalmente los flujos de capital dirigidos hacia la región, pero no los hizo cambiar de dirección (gráfico 2.11). Los diferenciales de la deuda en moneda extranjera han aumentado, al igual que en otros mercados emergentes, pero aún están muy por debajo de los altos niveles que alcanzaron hace poco. Al mismo

Cuadro 2.4. 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		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
América del Norte	2,0	2,3	2,2	3,1	2,1	1,9	-2,9	-3,0	-3,0	...	...	...
Estados Unidos	1,8	2,2	2,1	3,1	2,0	1,8	-3,1	-3,1	-3,1	9,0	8,2	8,1
Canadá	2,4	1,9	2,0	2,9	1,8	2,0	-2,8	-3,4	-3,7	7,5	7,3	7,3
México	3,9	3,8	3,5	3,4	4,0	3,5	-1,0	-0,9	-1,1	5,2	4,8	4,8
América del Sur⁴	4,8	2,9	4,0	7,8	6,8	6,9	-1,0	-1,5	-1,7	...	...	...
Brasil	2,7	1,5	4,0	6,6	5,2	4,9	-2,1	-2,6	-2,8	6,0	6,0	6,5
Argentina ⁵	8,9	2,6	3,1	9,8	9,9	9,7	-0,1	0,3	-0,1	7,2	7,2	7,2
Colombia	5,9	4,3	4,4	3,4	3,2	2,8	-3,0	-2,9	-2,9	10,8	11,0	10,5
Venezuela	4,2	5,7	3,3	26,1	23,2	28,8	8,6	6,7	5,6	8,1	8,0	8,1
Perú	6,9	6,0	5,8	3,4	3,7	2,5	-1,9	-3,0	-3,0	7,7	7,5	7,5
Chile	5,9	5,0	4,4	3,3	3,1	3,0	-1,3	-3,2	-3,0	7,1	6,6	6,9
Ecuador	7,8	4,0	4,1	4,5	5,1	4,3	-0,3	-0,3	3,0	6,0	5,8	6,2
Uruguay	5,7	3,5	4,0	8,1	7,9	7,6	-3,1	-3,0	-1,9	6,0	6,7	7,0
Bolivia	5,2	5,0	5,0	9,9	4,8	4,7	2,2	1,8	1,1	...	...	...
Paraguay	4,3	-1,5	11,0	6,6	5,0	5,0	-1,0	-1,1	-0,4	5,6	5,8	5,4
América Central⁶	4,7	4,3	4,1	5,6	5,0	4,9	-6,9	-7,2	-6,9	...	...	...
El Caribe⁷	2,7	2,8	3,5	7,2	5,5	5,3	-6,3	-5,9	-5,8	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe ⁸	4,5	3,2	3,9	6,6	6,0	5,9	-1,3	-1,7	-1,9	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental ⁹	-1,1	0,7	1,3	3,5	3,3	2,6	-20,3	-20,5	-19,8	...	...	...

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.

⁴También incluye Guyana y Suriname.

⁵Las cifras se basan en los datos oficiales del PBI de Argentina y del índice de precios al consumidor en el Gran Buenos Aires (IPC-GBA). El FMI ha pedido a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI y del IPC-GBA. El personal técnico del FMI también está utilizando otros indicadores del crecimiento del PBI y de la inflación a los efectos de la supervisión macroeconómica, entre los cuales se incluyen estimaciones de analistas privados, que han mostrado desde 2008 un crecimiento del PBI real significativamente más bajo que el que indican los datos oficiales; y datos elaborados por oficinas estadísticas provinciales y analistas privados que han mostrado desde 2007 una tasa de inflación considerablemente más alta que la que indican los datos oficiales.

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

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

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

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

tiempo, la mayoría de las monedas de la región se han apreciado, con la notable excepción del real brasileño (gráfico 2.11, paneles 1 y 2).

Los efectos de contagio producidos por la exposición de la región a las operaciones de los bancos europeos —sobre todo los españoles— también se mantuvieron contenidos, principalmente porque las operaciones de estas instituciones en ALC corren mayormente por cuenta de filiales y están financiadas con depósitos locales. Por lo tanto, el crédito ha

seguido creciendo con vigor en toda la región, pese al enfriamiento de la actividad.

De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de la región se moderará a 3¼% en 2012 y se incrementará hasta alrededor de 4% en 2013 (cuadro 2.4). Entre los países exportadores de materias primas, se prevé que la reciente distensión de la política monetaria revigorizará el crecimiento de Brasil a partir de fines de 2012, impulsado por la demanda interna. Asimismo, se prevé que el crecimiento del

empleo conservará la solidez, sobre todo en el sector interno de servicios. En la mayoría de los demás países exportadores de materias primas, las proyecciones apuntan a que el crecimiento se mantendrá cerca del potencial durante lo que resta de 2012 y en 2013, tras la moderación gradual que experimentó durante más o menos el último año. En México, el crecimiento siguió siendo robusto en 2012, aunque se prevé que se atenúe como consecuencia del debilitamiento de las perspectivas de crecimiento a corto plazo de Estados Unidos. Globalmente, el crecimiento promediaría 3¾% en 2012–13, ligeramente por encima del potencial. En América Central, cuyas perspectivas están estrechamente vinculadas a las de Estados Unidos, el crecimiento se moderaría ½ punto porcentual respecto de la cifra de 2011, a 4¼% en 2012–13. En el Caribe, la elevada deuda pública y la debilidad del turismo y de los flujos de remesas continúan empañando las perspectivas, y el deslucido crecimiento seguiría rondando 2¾–3½%.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento se inclinan a la baja, y los principales riesgos son a grandes rasgos los mismos que pesan sobre la economía mundial. Los riesgos más graves a corto plazo tienen que ver con el recrudecimiento de la crisis de la zona del euro y el precipicio fiscal en Estados Unidos. De acuerdo con el análisis de los escenarios de riesgo para la zona del euro presentado en el capítulo 1, la máxima disminución del producto regional podría llegar a rondar ½% respecto de la proyección de base. Esta es una variación pequeña en comparación con la de otras regiones y refleja el nivel relativamente bajo del comercio de la región de ALC con Europa (apenas un 10% de la exportación de bienes, aproximadamente) y el hecho de que los vínculos financieros son limitados. Si el crecimiento mundial sufriera una desaceleración drástica porque Estados Unidos no pudiera evitar el precipicio fiscal, el impacto en ALC sería relativamente más pronunciado porque los lazos con la economía estadounidense son más estrechos. En ambos casos, la adopción de políticas de respuesta anticíclicas en la región podría contribuir a suavizar los efectos de contagio en el producto interno.

Como la región depende de la evolución de los mercados de materias primas, sobre todo en el caso del Cono Sur, suscitan especial inquietud los riesgos

a mediano plazo que más repercuten en los precios de las materias primas. El escenario de riesgo presentado en el capítulo 1 que contempla una caída del crecimiento potencial de las economías sistemáticamente importantes y un aumento pasajero de la aversión mundial al riesgo ilustra estas preocupaciones. Incluso si el crecimiento potencial de la región de ALC fuera apenas ½ punto porcentual más bajo, el impacto a corto plazo en el crecimiento sería considerablemente más profundo porque la secuela de fuertes contracciones del producto de las economías emergentes de Asia y las economías avanzadas sería un colapso de los precios de las materias primas. Una reducción inesperadamente pronunciada de la inversión en China es otro riesgo importante a mediano plazo que podría afectar a la región de ALC. Dado que el auge que vivió China durante la década pasada ha requerido grandes volúmenes de materias primas y ha incrementado la participación del país en los mercados mundiales de materias primas —especialmente materiales primarios y metales básicos industriales—, los lazos comerciales con la región de ALC son hoy mucho más estrechos. Entre los países exportadores de materias primas, los más afectados por los efectos que generaría un shock de la inversión en China serían los países exportadores no diversificados que se especializan en la extracción y el comercio de metales; los exportadores diversificados como Brasil se verían relativamente menos perjudicados (véase FMI, 2012b).

La disminución del crecimiento potencial también constituye un riesgo desde una perspectiva intrarregional, dado que el crecimiento de la región ha superado las tendencias históricas durante más o menos la última década, estimulado en parte por la profundización financiera y la rápida expansión del crédito. Ese logro bien puede haber despertado expectativas excesivamente optimistas en cuanto al crecimiento potencial a mediano plazo. Los años de rápida expansión del crédito conllevan riesgos de inestabilidad financiera interna.

Contra este telón de fondo, las autoridades de la región deben estar atentas a los efectos de contagio causados por el deterioro de las perspectivas de las economías avanzadas y los grandes mercados emergentes de otras regiones, la volatilidad de los flujos de capitales y los incipientes riesgos finan-

cieros internos. No obstante, deben equilibrar con cuidado estos riesgos a la baja con los efectos del sobrecalentamiento reciente que aún se hacen sentir y con el menor margen de maniobra de que dispone la política económica. Pese a haber retrocedido en los últimos tiempos, la inflación todavía supera el punto medio de las bandas fijadas como meta, y las brechas del producto están cerca de cero o aún son positivas. Las inquietudes en torno a los riesgos de mayor inflación son especialmente agudos en Venezuela y Argentina, que no han adoptado políticas visiblemente más restrictivas y cuya inflación se mantiene en niveles elevados. Con todo, la política monetaria debería ser la primera línea de defensa si el crecimiento mundial se enfriara más de lo esperado, sobre todo en las economías con marcos de metas de inflación consolidados y de probada eficacia. En cuanto a los riesgos vinculados a los flujos de capitales y la estabilidad financiera, las políticas deben asentarse sobre un cimiento firme de medidas prudenciales y promover más la regulación y supervisión prudenciales basadas en el riesgo. Al mismo tiempo, posiblemente sea necesario suministrar liquidez si un cambio de la actitud mundial frente al riesgo somete a los sistemas bancarios de la región a agudas presiones de financiamiento.

La política fiscal debe continuar recuperando el margen de maniobra a menos que se materialicen graves riesgos a la baja. Los países exportadores de materias primas necesitan en particular un mayor margen de maniobra en el ámbito fiscal a fin de protegerse de los riesgos a la baja a que están expuestos el crecimiento mundial y los precios de las materias primas. A nivel más general, la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas ha contribuido mucho a reforzar la capacidad de resistencia de las economías de mercados emergentes (véase el capítulo 4). Como las brechas del producto de muchas economías de la región se aproximan a cero o aún son positivas, una orientación anticíclica de las políticas sugeriría la necesidad de que la política fiscal continuara siendo restrictiva. Muchas economías de la región también deberían incluir reformas estructurales encaminadas a promover el crecimiento a mediano plazo. En Brasil, por ejemplo, las limitaciones de

infraestructura constituyen un obstáculo para el crecimiento. Las medidas recientes encaminadas a otorgar concesiones privadas para el desarrollo de infraestructura vial y ferroviaria crítica son un buen adelanto, pero también es necesario promover la inversión pública. Se requerirá una determinación más firme para reducir el sobreendeudamiento del Caribe y abordar al mismo tiempo la débil competitividad de esa región.

Comunidad de Estados Independientes: El crecimiento es aún robusto

Según las previsiones, el crecimiento de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) se moderará ligeramente, en consonancia con la pequeña caída proyectada de los precios de las materias primas y el debilitamiento de la situación externa. La región sigue siendo vulnerable a las tensiones originadas en las economías avanzadas, dado que los vínculos económicos y financieros que unen a la CEI con la zona del euro son más estrechos. La región debería aprovechar el hecho de que las condiciones económicas continúan siendo favorables para devolver el margen de maniobra a la política económica.

El crecimiento conservó el vigor en la CEI hasta comienzos de 2012, respaldado por los elevados precios de las principales materias primas, las abundantes cosechas de 2011 y los voluminosos flujos de remesas. Sin embargo, en las tres economías más grandes de la CEI (Kazakstán, Rusia, Ucrania) las condiciones financieras se han visto significativamente afectadas por la agudización de las tensiones financieras en la periferia de la zona del euro y el aumento de la aversión mundial al riesgo: los diferenciales de los títulos soberanos se han ampliado, los precios de las acciones han retrocedido y las salidas de capital se han intensificado. El crecimiento de la inversión ha perdido impulso, pero las políticas fiscales de expansión y el sólido crecimiento del crédito en Rusia y otros países exportadores de energía han atenuado el impacto global en el crecimiento.

El crecimiento regional promediará 4% en 2012–13, según las previsiones, frente a casi 5% en 2011, como consecuencia del deterioro de las condiciones externas y el deterioro de los términos

Cuadro 2.5. 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		
	2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones	
Comunidad de Estados Independientes (CEI)⁴	4,9	4,0	4,1	10,1	6,8	7,7	4,6	4,2	2,9	...	...	...
Exportadores netos de energía	4,7	4,0	4,1	8,5	5,3	6,7	6,1	5,6	4,2	...	...	...
Rusia	4,3	3,7	3,8	8,4	5,1	6,6	5,3	5,2	3,8	6,5	6,0	6,0
Kazakstán	7,5	5,5	5,7	8,3	5,0	6,6	7,6	6,2	4,5	5,4	5,4	5,3
Uzbekistán	8,3	7,4	6,5	12,8	12,9	10,7	5,8	4,7	3,3	0,2	0,2	0,2
Azerbaiyán	0,1	3,9	2,7	7,9	3,0	6,0	26,5	20,4	16,1	6,0	6,0	6,0
Turkmenistán	14,7	8,0	7,7	5,3	4,3	6,0	2,0	-1,5	-1,6	...	...	...
Importadores netos de energía	5,7	3,8	4,2	18,2	14,7	12,7	-7,9	-6,8	-6,9	...	...	...
Ucrania	5,2	3,0	3,5	8,0	2,0	7,4	-5,5	-5,6	-6,6	7,9	7,8	7,7
Belarús	5,3	4,3	3,4	53,2	60,2	30,6	-10,5	-3,6	-5,8	0,6	0,6	0,6
Georgia	7,0	6,5	5,5	8,5	0,2	5,5	-11,8	-12,6	-11,2	15,1	14,2	13,8
Armenia	4,6	3,9	4,0	7,7	2,8	4,2	-10,9	-9,8	-9,3	19,0	19,0	18,5
Tayikistán	7,4	6,8	6,0	12,4	6,0	8,1	0,6	-0,4	-1,5	...	...	...
Mongolia	17,5	12,7	15,7	7,7	14,1	11,7	-31,8	-31,4	-10,1	7,7	6,8	6,1
República Kirguisa	5,7	1,0	8,5	16,6	2,9	9,4	-6,3	-12,8	-6,2	7,9	7,7	7,6
Moldova	6,4	3,0	5,0	7,6	5,1	5,0	-11,5	-11,4	-10,7	6,7	5,8	6,4
<i>Partidas informativas</i>												
Países de bajo ingreso de la CEI ⁵	7,3	6,1	6,1	11,6	8,2	8,6	-1,5	-2,3	-2,3	...	...	...
Exportadores netos de energía, excluido Rusia	6,8	5,8	5,5	8,9	6,3	7,3	10,6	8,1	6,0	...	...	...

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.

⁵Las economías de bajo ingreso de la CEI comprenden Armenia, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán y Uzbekistán.

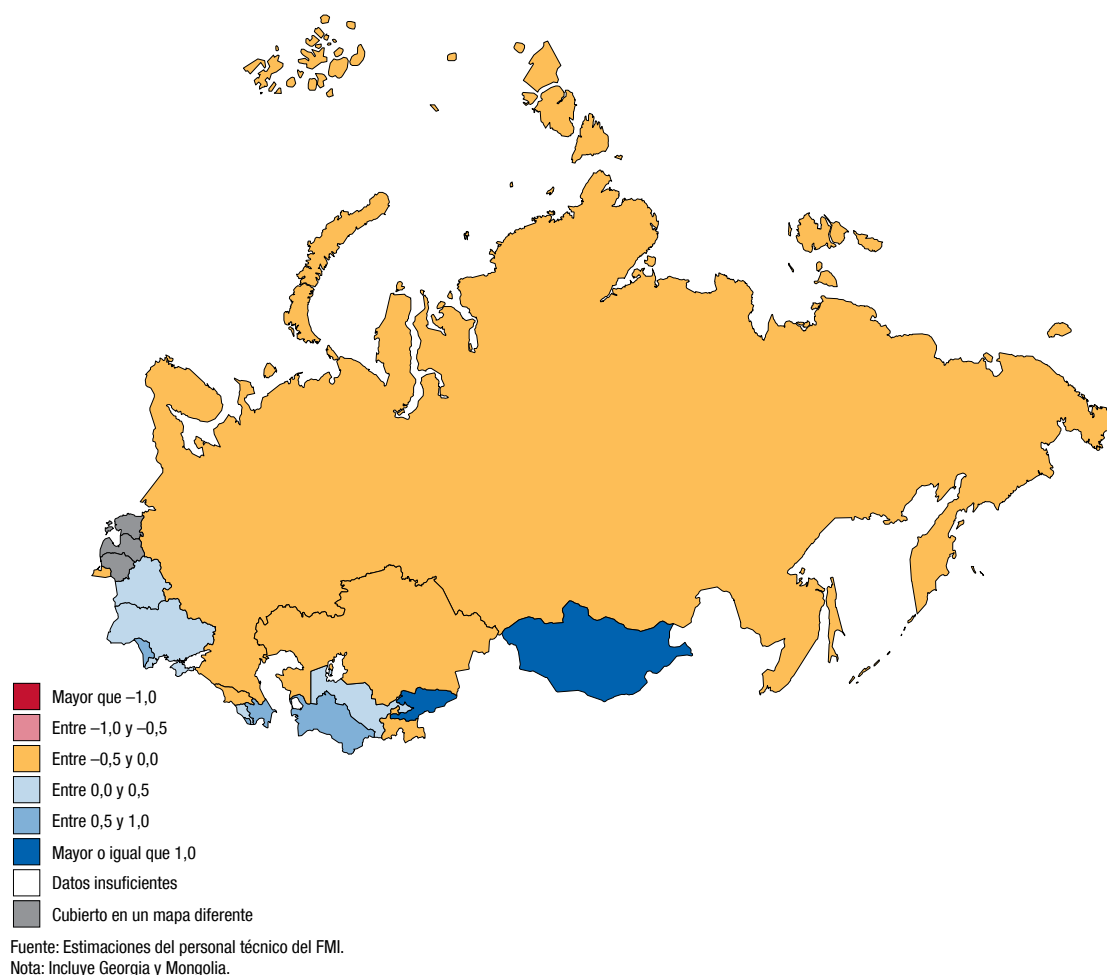
de intercambio causado por la ligera caída de los precios de las materias primas (cuadro 2.5; gráficos 2.12 y 2.13).

- Las proyecciones apuntan a que Rusia crecerá alrededor de 3¾% en 2012–13, principalmente gracias a la demanda interna, que está apuntalada por una política fiscal de expansión y un repunte del crecimiento del crédito. El crecimiento se moderaría en otras economías de la región exportadoras de energía, principalmente como consecuencia de una menor expansión del sector de la energía; por otra parte, el elevado gasto público seguramente contribuirá a sustentar la actividad en otros sectores.
- Se proyecta que el enfriamiento del crecimiento mundial tendrá un impacto más profundo en algunas de las economías de la región que son

importadoras de energía. El crecimiento de Ucrania disminuirá de más de 5% en 2011 a 3% en 2012 como resultado de la contracción de la exportación y de una menor demanda interna. En Belarús, la fragilidad de la demanda interna tras la crisis cambiaría de 2011 actuará como un lastre para el crecimiento. En la República Kirguisa y Tayikistán, la actividad está apuntalada por la solidez de las remesas y la demanda rusa de importaciones (el aplazamiento de la expansión de la producción de oro programada para 2012 reducirá temporalmente el crecimiento de la República Kirguisa).

Se prevé que la inflación se modere en 2012–13, en comparación con 2011, gracias a las buenas cosechas de muchas economías de la región, el endurecimiento de la política monetaria en algunas y un ligero descenso de los precios de las materias primas. Sin

Gráfico 2.12. Comunidad de Estados Independientes: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013
(Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones del informe WEO de abril de 2012)



embargo, la reciente escalada de los precios mundiales de los alimentos podría ocasionar una ligera alza de los precios, y las presiones de la demanda continúan siendo intensas en los países exportadores de energía.

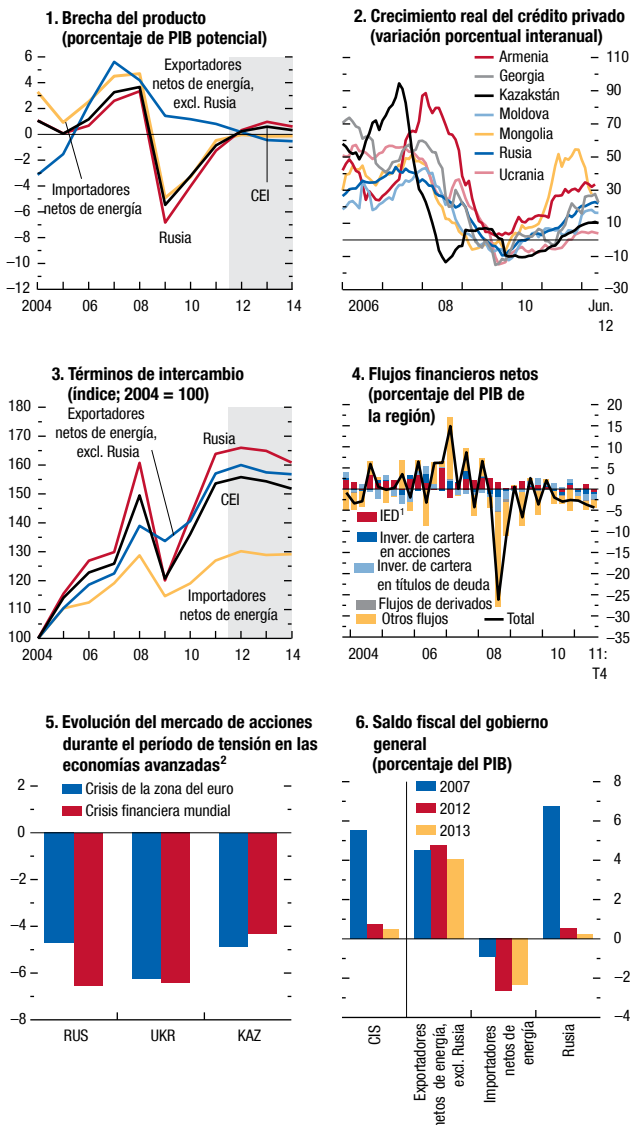
Al igual que en otras regiones, los riesgos para las perspectivas a corto plazo se inclinan a la baja. Como la región es tan dependiente de las exportaciones de materias primas, la mayor parte de los riesgos graves para el crecimiento mundial analizados en el capítulo 1 afectarían a la región de la CEI porque implicarían fuertes reducciones de los precios de las materias primas. Para los países de la región importadores de energía, los efectos de contagio directos que produciría en el comercio el recrudecimiento de la crisis de la zona del euro también serían conside-

rables, dado que Europa es el socio comercial más importante fuera de la región.

Si los riesgos a la baja se hacen realidad, los saldos externos empeorarían y eso tendería a exacerbar las salidas de capital y sometería las monedas a presión, especialmente en el caso de los países importadores de energía con grandes necesidades de financiamiento externo (Ucrania). La flexibilización de los regímenes cambiarios y la reducción de los descalces de los balances (Kazajstán, Rusia) contribuirían a suavizar el impacto en el crecimiento, en comparación con lo ocurrido durante la desaceleración de 2009. En caso de que los riesgos a la baja se materialicen, el impacto en Rusia sería crítico para la región en su conjunto, en vista de los estrechos lazos

Gráfico 2.13. Comunidad de Estados Independientes: Vulnerable a las repercusiones negativas

En la CEI se ha mantenido un crecimiento robusto, respaldado por el alto nivel de precios de las materias primas clave y por las buenas cosechas de 2011, si bien los indicadores muestran una cierta moderación de la actividad en meses recientes. En las tres principales economías de la CEI (Kazakstán, Rusia, Ucrania), las condiciones financieras se han deteriorado ante la agudización de la tensión financiera en la periferia de la zona del euro y una mayor aversión mundial al riesgo. Dados los riesgos a la baja, la prioridad es reforzar las políticas mejorando los saldos fiscales, acelerando la reforma del sistema financiero y adoptando una orientación monetaria más restrictiva en los casos en que los riesgos de inflación son altos



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de Balance of Payment Statistics; FMI, base de datos de Direction of Trade Statistics; Thomson Reuters Datastream, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Países exportadores netos de energía: Azerbaiyán, Kazakstán (KAZ), Rusia (RUS), Turkmenistán, Uzbekistán. Importadores netos de energía: Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, Mongolia, la República Kirguisa, Tayikistán, Ucrania (UKR).

¹IED = inversión extranjera directa.

²Variación porcentual del nivel promedio del índice cinco días después y cinco días antes del periodo de tensión en las economías avanzadas. Los periodos de la crisis de la zona del euro y la crisis financiera mundial son, respectivamente: enero de 2010–junio de 2012 y enero de 2007–diciembre de 2009. Véanse más detalles en la sección especial.

entre Rusia y otras economías de la CEI a través del comercio, la inversión extranjera directa (IED) y las remesas.

Contra este telón de fondo, las grandes economías de la CEI deberían aprovechar el actual vigor de las condiciones económicas para reconstituir las defensas de política fiscal. En Rusia, el déficit fiscal no petrolero es más de tres veces superior al registrado antes de la Gran Recesión. En los países importadores de energía, el ajuste fiscal debería estar orientado a imprimir a la deuda pública una trayectoria descendente (República Kirguisa, Tayikistán), lo cual disiparía también las vulnerabilidades externas al reducir los profundos déficits en cuenta corriente (Armenia, Georgia).

La consolidación debería ir acompañada de reformas estructurales, el afianzamiento de los marcos fiscales y la mejora de la calidad y la eficiencia del gasto público.

En algunas economías será necesario endurecer más la política monetaria para controlar las expectativas inflacionarias (Belarús, Mongolia, Uzbekistán). Sin embargo, si los riesgos a la baja se hacen realidad, posiblemente sea necesario distender las políticas monetaria y fiscal, manteniendo un equilibrio entre las necesidades inmediatas de estabilización y los objetivos a mediano plazo.

Los riesgos mundiales también requieren acelerar el saneamiento del sistema financiero y afianzar la resiliencia de la región ante los efectos de contagio externos negativos generados por las tensiones financieras (véase la sección especial sobre los efectos de contagio). Aunque el fortalecimiento del sector bancario ha avanzado, los balances del sector aún están dañados en una serie de economías que tienen un porcentaje considerable de préstamos en mora (Ucrania) o una capitalización insuficiente (Kazakstán, República Kirguisa, Tayikistán).

Oriente Medio y Norte de África: Una región a dos velocidades

Las diferencias entre el desempeño económico de los países exportadores de petróleo y los importadores de petróleo son hoy más marcadas. El aumento del gasto público en la mayoría de los exportadores de petróleo ha respaldado un crecimiento robusto. En otros países

Cuadro 2.6. 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		
	2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones	
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Oriente Medio y Norte de África	3,3	5,3	3,6	9,7	10,4	9,1	14,2	12,2	10,6	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	3,9	6,6	3,8	10,1	11,1	9,4	18,7	16,4	14,2	...	...	...
Irán	2,0	-0,9	0,8	21,5	25,2	21,8	12,5	3,4	1,3	12,3	14,1	15,6
Arabia Saudita	7,1	6,0	4,2	5,0	4,9	4,6	26,5	26,1	22,7	...	...	...
Argelia	2,4	2,6	3,4	4,5	8,4	5,0	10,0	6,2	6,1	10,0	9,7	9,3
Emiratos Árabes Unidos	5,2	4,0	2,6	0,9	0,7	1,6	9,7	9,3	10,1	...	...	...
Qatar	14,1	6,3	4,9	1,9	2,0	3,0	30,2	29,6	26,8	...	...	...
Kuwait	8,2	6,3	1,9	4,7	4,3	4,1	44,0	44,1	39,2	2,1	2,1	2,1
Iraq	8,9	10,2	14,7	5,6	6,0	5,5	8,3	0,3	6,1	...	...	...
Importadores de petróleo⁵	1,4	1,2	3,3	8,5	8,3	8,3	-5,2	-6,9	-5,8	...	...	...
Egipto	1,8	2,0	3,0	11,1	8,6	10,7	-2,6	-3,4	-3,3	12,1	12,7	13,5
Marruecos	4,9	2,9	5,5	0,9	2,2	2,5	-8,0	-7,9	-5,4	8,9	8,8	8,7
Túnez	-1,8	2,7	3,3	3,5	5,0	4,0	-7,3	-7,9	-7,7	18,9	17,0	16,0
Sudán ⁶	-4,5	-11,2	0,0	18,3	28,6	17,0	-0,5	-7,8	-6,6	12,0	10,8	9,6
Líbano	1,5	2,0	2,5	5,0	6,5	5,7	-14,0	-16,2	-15,6	...	...	...
Jordania	2,6	3,0	3,5	4,4	4,5	3,9	-12,0	-14,1	-9,9	12,9	12,9	12,9
<i>Partidas informativas</i>												
Israel	4,6	2,9	3,2	3,4	1,7	2,1	0,8	-2,1	-1,3	7,1	7,0	7,0
Magreb ⁷	-1,9	19,0	6,0	4,0	6,4	3,6	2,2	4,4	2,9	...	...	...
Mashreq ⁸	1,8	2,0	3,0	10,0	8,2	9,8	-4,9	-6,0	-5,4	...	...	...

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 también Bahrein, Libia, Omán y Yemen.

⁵Incluye también Djibouti, Mauritania y Siria. Excluye Siria desde 2011 en adelante.

⁶Los datos correspondientes a 2011 excluyen Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.

⁷El Magreb comprende Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez.

⁸El Mashreq comprende Egipto, Jordania, Libano y Siria. Excluye Siria desde 2011 en adelante.

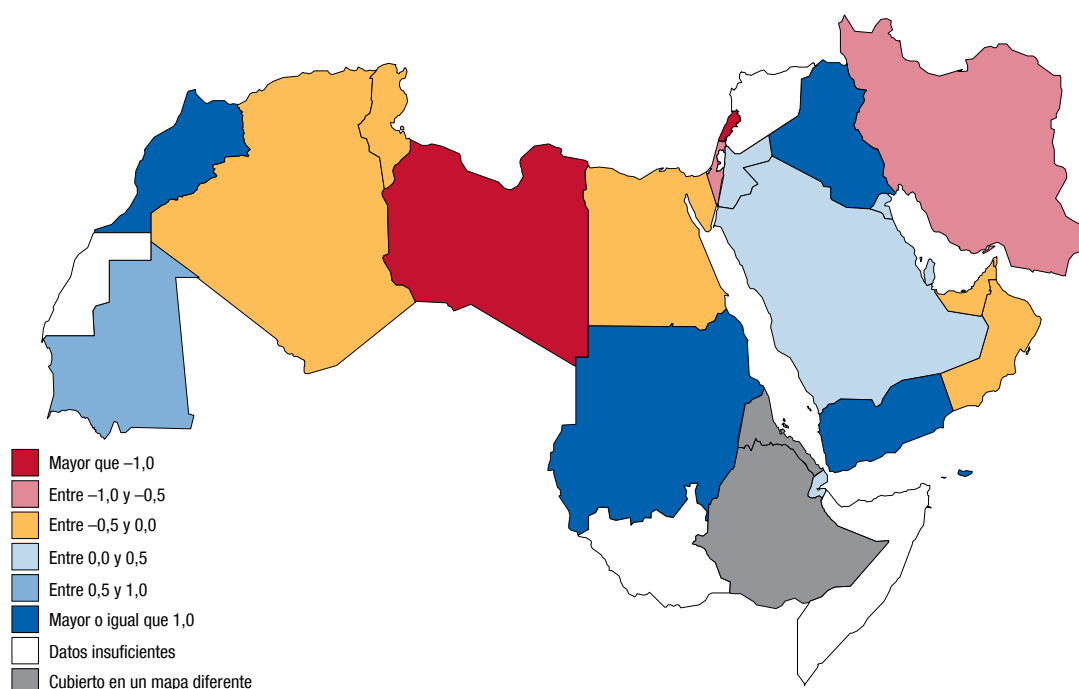
de la región, la incertidumbre generada por los cambios políticos y económicos ocurridos después de la Primavera Árabe, la desaceleración del crecimiento de los grandes socios comerciales y, en algunos casos, los conflictos internos han debilitado sensiblemente la actividad. En el caso de los importadores de petróleo, la prioridad será mantener o recomponer la estabilidad macroeconómica y, al mismo tiempo, definir y poner en práctica un plan de reformas para acelerar el crecimiento. Para los exportadores de petróleo, la prioridad es aprovechar el elevado nivel actual de los precios del petróleo para diversificar la economía.

El crecimiento de la región de Oriente Medio y Norte de África (OMNA) fue relativamente moderado —3¼% en 2011—, pero alcanzaría 5¼% en

2012 gracias a los países exportadores de petróleo (cuadro 2.6)⁹. Se prevé que el crecimiento de los exportadores de petróleo se acelerará de alrededor de 4% en 2011 a 6½% en 2012, en gran medida debido al fuerte repunte de la actividad de Libia desde fines de 2011. En la mayoría de los demás exportadores de petróleo, el crecimiento del PIB no petrolero conservaría el vigor en 2012, apuntalado por un aumento del gasto público que ha sido posible gracias al nivel persistente e históricamente

⁹Siria fue excluida de los agregados regionales y las proyecciones debido a la guerra civil en curso. Los agregados regionales sí incluyen a Libia, cuya actividad se ha visto sumamente afectada por la guerra civil; el producto experimentó un colapso en 2011 y un marcado repunte en 2012.

Gráfico 2.14. Oriente Medio y Norte de África: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013
(Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones del informe WEO de abril de 2012)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

elevado de los precios del petróleo, en tanto que el crecimiento del sector petrolero se moderaría ligeramente tras la sólida expansión de 2011 (gráfico 2.14). El impulso de Libia se moderará en 2013, cuando el crecimiento de los países de la región exportadores de petróleo será de 3¾%, de acuerdo con las proyecciones.

El crecimiento de los países importadores de petróleo, por el contrario, ha rondado 1¼% en 2011–12, como consecuencia de los efectos de los trastornos sociales y la incertidumbre política, la debilidad de la demanda externa y los altos precios del petróleo. La incertidumbre y los trastornos han producido un alejamiento de la región, reflejado con particular viveza en la fuerte caída del turismo y la IED (gráfico 2.15). Al mismo tiempo, la contracción de la actividad de las economías avanzadas de Europa —uno de los principales socios comerciales de la mayoría de las economías del grupo— ha sido un lastre para el crecimiento. De cara al futuro, la incertidumbre se disiparía a medida que se establezca la transición política y repunte la demanda externa;

asimismo, se proyecta que el crecimiento de los países importadores de petróleo se recuperará hasta llegar a 3¼% en 2013.

Los riesgos para las perspectivas a corto plazo de los países exportadores de petróleo giran principalmente en torno a los precios del petróleo y al crecimiento mundial, ya que todos los riesgos graves para el crecimiento mundial analizados en el capítulo 1 implican un abaratamiento del petróleo. En el caso de los exportadores de petróleo, el gasto público ha aumentado tanto que una disminución sustancial del precio del petróleo podría hacer peligrar la situación fiscal. Pese a que se han acumulado defensas financieras significativas, esa disminución podría amenazar la inversión en infraestructura y el crecimiento actual. Por otra parte, los riesgos relacionados con Irán y otros riesgos geopolíticos podrían hacer subir los precios del petróleo.

Los países importadores de petróleo enfrentan riesgos tanto externos como internos. En el ámbito externo, son vulnerables a los efectos de contagio comerciales si se hacen realidad los riesgos a la baja

para el crecimiento de las grandes economías¹⁰. Otra inquietud la suscitan los riesgos para los saldos internos y externos generados por el posible encarecimiento de los alimentos y los combustibles (véase la sección especial del capítulo 1). Como la mayoría de las economías ofrecen generosos subsidios para los alimentos y los combustibles, la inquietud inmediata que despierta una escalada de los precios de las materias primas no es el efecto en la inflación y el ingreso disponible, sino las tensiones que generaría en los presupuestos y las reservas de divisas. A nivel más general, la atención de las necesidades sociales en un momento de menos crecimiento y más incertidumbre política ha agravado los déficits presupuestarios y reducido las reservas en divisas de las economías que no son importadoras de petróleo.

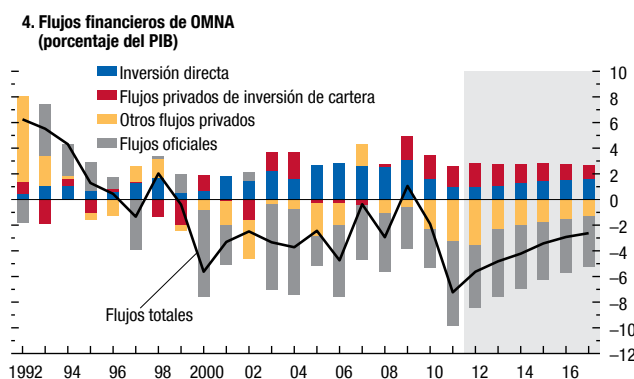
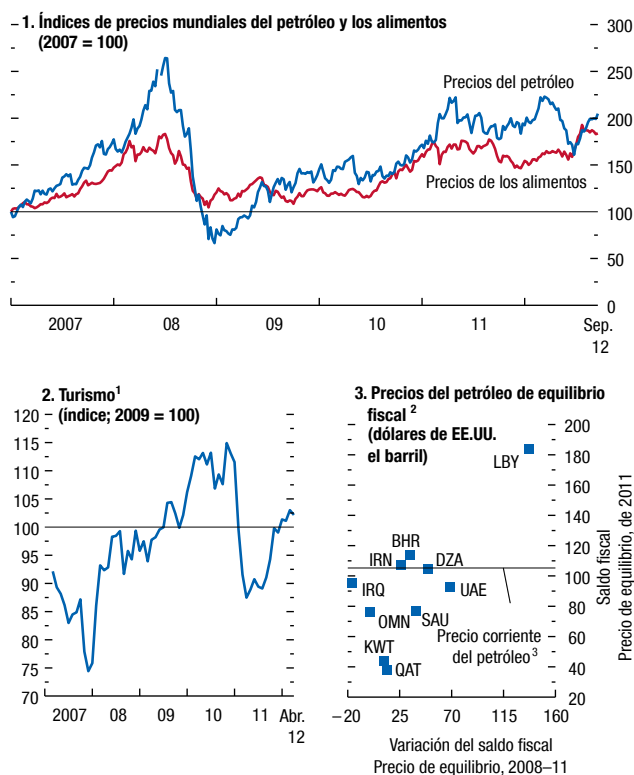
La prioridad para la política general de la región de OMNA es lograr la estabilidad socioeconómica a través de un crecimiento a mediano plazo más incluyente. Para alcanzar esa meta se requerirá una reforma institucional y regulatoria que estimule la actividad del sector privado y garantice un acceso más amplio e igualitario a las oportunidades económicas, así como medidas que permitan abordar un desempleo crónicamente elevado, especialmente entre la juventud.

Mantener la estabilidad macroeconómica y respaldar al mismo tiempo un crecimiento a mediano plazo vigoroso e incluyente será un reto importante para las políticas. El aumento del gasto en subsidios para alimentos y combustibles, sumado a las presiones para incrementar los sueldos y las pensiones de los empleados públicos, podría someter las finanzas públicas a una tensión excesiva. En el caso de los exportadores de petróleo, será crítico contener el aumento del gasto en prestaciones sociales que son difíciles de eliminar. Más bien, la atención debería estar centrada en un gasto que fomente la productividad del capital humano y la inversión en infraestructura, lo cual podría asimismo promover la diversificación de la economía. En los países

¹⁰La edición de noviembre de 2012 del informe *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia* analiza en detalle los efectos de contagio con origen en las economías del Consejo para la Cooperación en el Golfo que afectan a otras economías de OMNA.

Gráfico 2.15. Oriente Medio y Norte de África: Una recuperación dispar

La persistencia de un alto nivel de precios del petróleo, el aumento de la producción petrolera y un incremento del gasto público han respaldado una robusta actividad en los países exportadores de petróleo. Los conflictos internos y sus secuelas siguen siendo una fuente de incertidumbre, y el turismo aún no se ha recuperado. El aumento del gasto público en los países de la región exportadores de petróleo ha elevado el precio de equilibrio del petróleo (el precio al cual los ingresos petroleros cubren el déficit presupuestario no petrolero), lo cual implica que un descenso significativo de los precios del petróleo podría socavar los saldos fiscales.



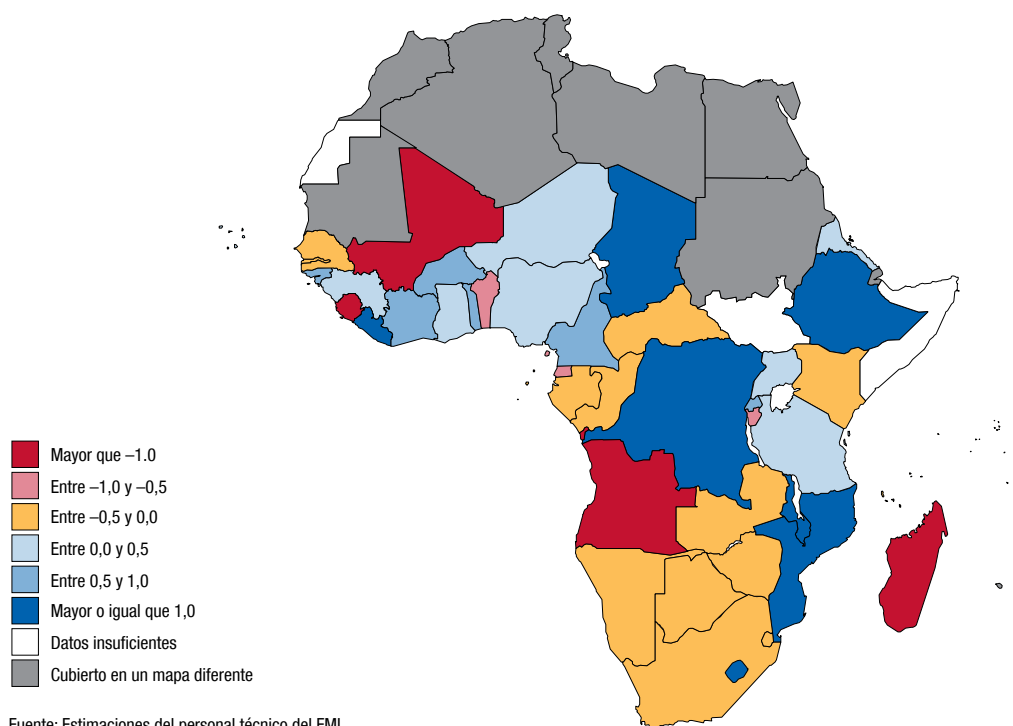
Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; FMI, Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia, noviembre de 2012, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹El índice de turismo se calcula en base al promedio simple de los ingresos por turismo de Egipto, Jordania, Líbano, Marruecos y Túnez. Las cifras para Marruecos se basan en el ingreso de no residentes y no en la llegada de turistas debido a la falta de datos.

²DZA = Argelia; BHR = Bahrein; IRN = Irán; IRQ = Iraq; KWT = Kuwait, LBY = Libia; OMN = Omán; QAT = Qatar; SAU = Arabia Saudita; UAE = Emiratos Árabes Unidos.

³Precio corriente del petróleo en agosto de 2012.

Gráfico 2.16. África subsahariana: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013
(Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones del informe WEO de abril de 2012)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

importadores de petróleo, las defensas que ofrece la política económica se han erosionado, y eso crea presiones para la consolidación fiscal. Para mejorar las perspectivas presupuestarias será crucial emprender reformas fiscales estructurales encaminadas a reorientar el gasto público hacia la reducción de la pobreza y la promoción de una inversión productiva. En este sentido, será importante mejorar la focalización de los subsidios, especialmente a través de la reforma de los subsidios a los combustibles.

África subsahariana: Continúan las perspectivas favorables

Se prevé que África subsahariana continuará creciendo con vigor a corto plazo. Las diferencias de las perspectivas dentro de la región reflejan en parte el diverso grado de exposición de las economías a los shocks externos (gráfico 2.16). Al igual que en las demás regiones, los riesgos externos siguen siendo agudos. Las autoridades deberían aprovechar la oportunidad que

ofrece el pujante crecimiento para recuperar el margen de acción en el ámbito presupuestario y normalizar las condiciones monetarias a fin de estar más preparadas para afrontar los riesgos a la baja.

La actividad económica de África subsahariana (AS) se ha expandido más de 5% en cada uno de los tres años pasados y continúa la sólida trayectoria de una década, que se vio interrumpida solo brevemente durante la desaceleración mundial de 2009 (gráfico 2.17, paneles 1 y 2). La mayor parte de las economías de AS participaron en esta vigorosa expansión, con las notables excepciones de Sudáfrica —que sufrió a causa de sus estrechos vínculos con Europa— y algunos países de África occidental afectados por sequías y conflictos civiles. Posteriormente, algunos países de la región importadores de alimentos se vieron golpeados también por el drástico aumento de los precios mundiales de algunos cultivos importantes —que hizo subir el nivel general de inflación y exacerbó los desequilibrios comerciales—, aunque hasta el momento los efectos no han sido tan

graves como los shocks de precios de los alimentos de 2007–08 (véase el capítulo 1, recuadro 1.5).

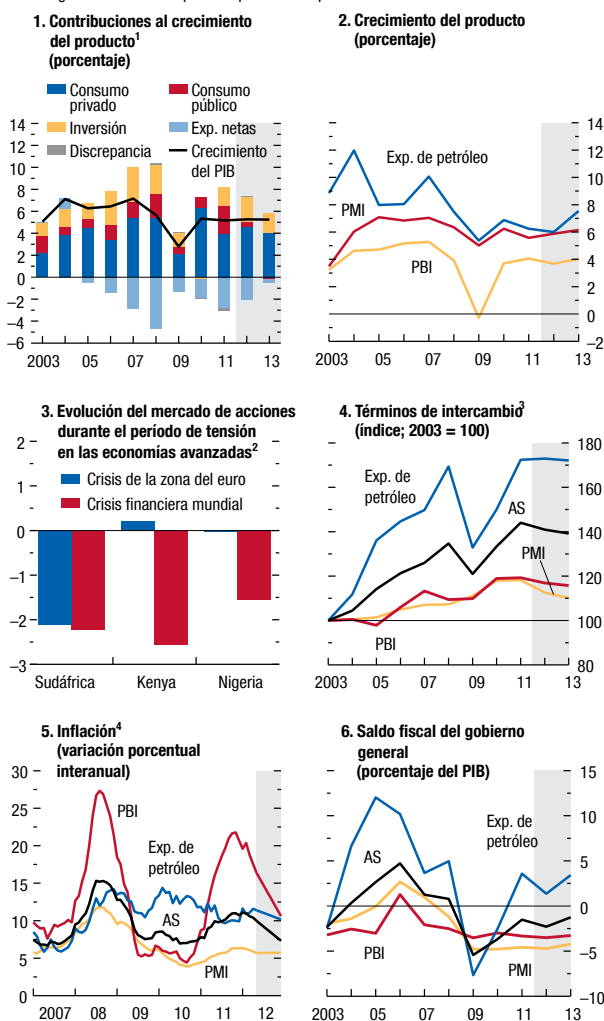
El crecimiento reciente de la región se ha producido en el contexto de difíciles condiciones externas; entre ellas, la intensificación de la crisis de la zona del euro. Pero salvo en el caso de Sudáfrica, los efectos de contagio financiero de Europa a la región han sido suaves (gráfico 2.17, panel 3). La diversificación de las exportaciones ha reducido la exposición a la débil demanda de las economías avanzadas, y los elevados precios de las materias primas han dado sustento a las economías de la región que las exportan y promovido la inversión en la extracción de recursos materiales. Sin embargo, como lo documenta el capítulo 4, el afianzamiento de los marcos de política económica y el uso prudente del margen de acción que ofrece para contrarrestar los shocks adversos han sido componentes importantes de la mejora del desempeño de estas economías durante la última década.

Según el escenario base —en el cual las tensiones de la zona del euro se mantienen contenidas y la economía mundial se expande entre 3¼% y 3½% este año y el próximo—, el crecimiento de AS continuará por encima de 5% en 2012–13 (cuadro 2.7).

- El crecimiento de las economías exportadoras de petróleo conservará el vigor, de acuerdo con las proyecciones, y se acercará a 6% en 2012; el aumento de la producción petrolera de Angola expandirá el PIB nacional cerca de 6¾% este año. En Nigeria, el crecimiento del PIB no petrolero se moderará debido al debilitamiento de las condiciones externas y el endurecimiento de las políticas macroeconómicas, pero un ligero repunte de la producción petrolera mantendrá el crecimiento global del PIB en 7%.
- Entre los países de ingreso mediano, el crecimiento de Sudáfrica está proyectado en 2½% en 2012 —por debajo de la mayoría de las estimaciones del crecimiento potencial—, en gran medida como consecuencia de los estrechos lazos con Europa. Se prevé que el crecimiento repuntará a 3% el año próximo gracias a las condiciones externas relativamente favorables contempladas en el escenario base del informe WEO. En Camerún, el crecimiento del producto se intensificará este año y el próximo, y el sector no petrolero estaría respaldado por extensos proyectos de inversión

Gráfico 2.17. África subsahariana: Una fuerte expansión

Durante la última década, la actividad económica en África subsahariana ha registrado una expansión anual de 5% o más, salvo durante la desaceleración mundial de 2008–09. El elevado nivel de precios de las materias primas ha favorecido a los países de la región exportadores de materias primas y ha promovido la inversión en la extracción de recursos naturales. También contribuyeron a estos favorables resultados la aplicación de marcos de política de mejor calidad y un uso cauteloso del margen de maniobra para la aplicación de políticas para responder a los shocks adversos. Pero dado que en gran parte de la región se siguen aplicando políticas macroeconómicas acomodaticias, una prioridad es recomponer los márgenes de maniobra para la aplicación de políticas.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: PBI = país de bajo ingreso (AS); PMI = país de mediano ingreso (AS); AS = África subsahariana.

¹Excluye Liberia, Sudán del Sur y Zimbabue debido a limitaciones de los datos.

²Variación porcentual del nivel promedio del índice cinco días después y cinco días antes del período de tensión en las economías avanzadas. Los períodos de la crisis de la zona del euro y la crisis financiera mundial son, respectivamente: enero de 2010–junio de 2012 y enero de 2007–diciembre de 2009. Véanse más detalles en la sección especial.

³Excluye Sudán del Sur debido a limitaciones de los datos.

⁴Debido a limitaciones de los datos, se excluyen los siguientes países: Chad y Guinea Ecuatorial de los exportadores de petróleo; Camerún y Swazilandia de los países de ingreso mediano; Burkina Faso, Comoras, Eritrea, Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, Mozambique, la República Centroafricana, la República Democrática del Congo, Santo Tomé y Príncipe y Zimbabue de los países de bajo ingreso.

Cuadro 2.7. 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		
	2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
África subsahariana	5,1	5,0	5,7	9,7	9,1	7,1	-1,7	-3,2	-3,3	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	6,2	6,0	7,5	11,2	10,8	8,9	5,5	3,8	3,4	...	...	...
Nigeria	7,4	7,1	6,7	10,8	11,4	9,5	3,6	3,5	3,1	23,9	...	...
Angola	3,9	6,8	5,5	13,5	10,8	8,6	9,6	8,5	6,6	...	...	...
Guinea Ecuatorial	7,8	5,7	6,1	6,3	5,4	7,0	-6,0	-7,7	-7,7	...	...	...
Gabón	6,6	6,1	2,0	1,3	2,3	2,6	10,6	9,1	4,1	...	...	...
Congo, República del	3,4	4,9	5,3	1,8	5,1	4,5	0,8	-0,6	-0,4	...	...	...
Economías de ingreso mediano⁵	4,1	3,7	4,0	5,4	5,7	5,5	-3,4	-5,3	-5,3	...	...	...
Sudáfrica	3,1	2,6	3,0	5,0	5,6	5,2	-3,3	-5,5	-5,8	23,9	24,4	24,7
Ghana	14,4	8,2	7,8	8,7	9,8	10,9	-9,2	-9,1	-7,0	...	...	...
Camerún	4,2	4,7	5,0	2,9	3,0	3,0	-4,1	-4,1	-3,8	...	...	...
Côte d'Ivoire	-4,7	8,1	7,0	4,9	2,0	2,5	6,7	-3,1	-1,6	...	...	...
Botswana	5,1	3,8	4,1	8,5	7,5	6,2	1,6	3,9	3,4	...	...	...
Senegal	2,6	3,7	4,3	3,4	2,3	2,1	-6,4	-8,5	-6,9	...	...	...
Economías de bajo ingreso⁶	5,6	5,9	6,1	15,1	12,5	7,6	-10,9	-11,1	-11,2	...	...	...
Etiopía	7,5	7,0	6,5	33,1	22,9	10,2	0,6	-6,1	-7,7	...	...	...
Kenya	4,4	5,1	5,6	14,0	10,0	5,8	-10,6	-8,5	-8,6	...	...	...
Tanzania	6,4	6,5	6,8	12,7	15,6	9,8	-13,7	-15,4	-13,4	...	...	...
Uganda	5,1	4,2	5,7	18,7	14,6	6,1	-11,4	-11,0	-11,7	...	...	...
Congo, República Democrática del	6,9	7,1	8,2	15,5	10,4	9,5	-11,5	-12,5	-14,3	...	...	...
Mozambique	7,3	7,5	8,4	10,4	3,0	8,6	-12,8	-11,6	-12,4	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
África subsahariana excluido												
Sudán del Sur	5,2	5,3	5,3	9,3	8,9	7,0	-2,0	-3,1	-3,5	...	...	...

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴También incluye Chad y Sudán del Sur.

⁵Incluye también Cabo Verde, Lesotho, Mauricio, Namibia, Seychelles, Swazilandia y Zambia.

⁶Incluye también Benin, Burkina Faso, Burundi, Comoras, Eritrea, Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, Madagascar, Malawi, Malí, Níger, la República Centroafricana, Rwanda, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona, Togo y Zimbabue.

pública y medidas destinadas a mejorar la productividad agrícola.

- Para las economías de bajo ingreso de la región, las perspectivas son diversas. En Etiopía, el crecimiento experimentará una pequeña desaceleración este año y el próximo, según las proyecciones, como consecuencia de la disminución de la demanda externa y las crecientes limitaciones para la actividad del sector privado. En Kenya, el consumo ha caído como consecuencia de una política monetaria restrictiva, pero el sector de la construcción y la inversión empresarial siguen siendo pujantes y contribuirán a que el crecimiento se acelere a 5% este año y 5½% en 2013.

Los riesgos para las perspectivas siguen siendo elevados, debido esencialmente a la incertidumbre

mundial. Si la crisis de la zona del euro se recrudece más y el crecimiento mundial vuelve a enfriarse, las perspectivas serán menos favorables para AS. El principal canal de transmisión de los efectos de contagio es el comercio. Sudáfrica, que tiene fuertes vínculos con Europa, se vería particularmente afectada; también podría haber repercusiones para algunas economías del sur del continente, y la caída de los precios de las materias primas perjudicaría a los países de la región exportadores de recursos naturales¹¹. Otro riesgo crítico tiene que ver con la posibilidad

¹¹Véase en el capítulo 2 de la edición de octubre de 2012 de *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa* un análisis minucioso de los canales a través de los cuales se transmiten los efectos de contagio de las dos economías más grandes de la región —Sudáfrica y Nigeria— a las demás.

de que vuelvan a subir los precios mundiales de los alimentos, lo cual dañaría los saldos externos y fiscales de los países de la región importadores de alimentos. A mediano plazo, una drástica desaceleración de la economía china también afectaría negativamente a la región, no solo porque los vínculos comerciales entre ambas se han intensificado en los últimos años (véase el gráfico 2.SE.7) y por el efecto en los precios mundiales de las materias primas (véase FMI, 2012b), sino también porque China contribuye cada vez más a la IED y al financiamiento oficial de la región¹².

En gran parte de la región, es prioritario continuar afianzando las defensas de la política económica y preparar planes para contingencias en caso de que se hagan realidad los riesgos a la baja. En general, las políticas macroeconómicas han sido acomodaticias, aunque una escalada de la inflación en 2011 llevó

¹²Véase el capítulo 3 de la edición de octubre de 2011 de *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*.

a varias economías de África oriental a endurecer drásticamente la política monetaria. Varios países también han puesto en marcha cierto grado de consolidación fiscal. Si se materializan los riesgos a la baja para la economía mundial, las economías sin restricciones significativas de financiamiento deben estar preparadas para responder con políticas más expansivas. Pero los países que están reduciendo un nivel elevado de inflación tendrán que mantener políticas monetarias restrictivas. La situación es diferente en Sudáfrica, donde cuatro años de estímulo macroeconómico han reducido considerablemente el margen de maniobra de la política económica para hacer frente a shocks adversos. Esta limitación es particularmente severa para la política fiscal, cuyo margen de maniobra será aun menor si se produce una desaceleración mundial; en ese caso, las autoridades quizá deban apoyarse más en una política monetaria anticíclica para amortiguar los efectos de contagio negativos.

Sección especial sobre los efectos de contagio: La transmisión financiera de las tensiones en la economía mundial

Cuatro años después de la crisis financiera internacional, la economía mundial, rodeada de graves riesgos a la baja, aún está luchando por lograr una expansión sostenida. Esta sección esclarece una serie de inquietudes relativas a la debilidad de la recuperación: ¿podría producir efectos de contagio una fuerte intensificación de la crisis de la zona del euro o un recrudecimiento de las tensiones financieras en Estados Unidos? ¿Se han agudizado esos efectos de contagio con el correr del tiempo? ¿Podría afectar a las condiciones financieras de las demás regiones una desaceleración profunda de la economía china?

Los mercados financieros reaccionan de distinta manera a las tensiones, según la intensidad de los factores que las contrarrestan. Los capitales pueden escapar de economías sometidas a tensiones hacia regiones que aparentan ofrecer perspectivas económicas y rentabilidades financieras superiores. Sin embargo, si los bancos de las economías bajo presión se ven obligados a reducir el apalancamiento deshaciendo posiciones transfronterizas, las salidas de capital se extenderían al mundo entero¹. A nivel más general, las tensiones también podrían atenuar el apetito de riesgo y precipitar una venta generalizada de todo tipo de activo riesgoso para encontrar refugio en otros más seguros, deprimiendo los precios de los activos y las condiciones de financiamiento a nivel más general.

Evaluamos la naturaleza del contagio mundial durante episodios de tensión financiera en Estados Unidos y la zona del euro, así como el contagio de shocks de la actividad real específicos de China. Para ello, seguimos la evolución de flujos semanales de inversión en bonos y acciones de economías avanzadas y de mercados emergentes y los precios diarios de las acciones y las rentabilidades de títulos soberanos inmediatamente después de estos episodios de ten-

sión. Sin embargo, los efectos de contagio observados a través de este análisis deben interpretarse como factores que están asociados a las tensiones y no que las impulsan, ya que no identificamos los factores subyacentes de las tensiones ni controlamos por los factores comunes que pueden estar afectando en ese momento a los mercados financieros internacionales².

Nuestras conclusiones confirman que las condiciones financieras internacionales son vulnerables a las tensiones que experimentan las grandes economías. Los flujos de capitales y los precios de los activos internacionales suelen debilitarse tras un episodio de tensión, en comparación con el período que lo precedió. Sin embargo, la magnitud de los efectos de contagio es en general más pequeña hoy que durante la crisis financiera internacional. La tensión relacionada con desaceleraciones profundas de la economía china también origina efectos de contagio financieros, si bien las economías de mercados emergentes y en desarrollo los sienten más que las economías avanzadas. En muchas regiones de economías de mercados emergentes y en desarrollo, la tensión se ha transmitido con mayor rapidez a los flujos de inversión en acciones que a los flujos de inversión en bonos durante la crisis de la zona del euro, mientras que inmediatamente después de la crisis financiera mundial la tensión afectó por igual a ambos flujos. El hecho de que los flujos de inversión en bonos sean más persistentes quizá sea indicativo de que los inversionistas tienen más confianza en estas economías, pero también podría deberse a la búsqueda de mayor rentabilidad, habida cuenta del bajo nivel mundial de las tasas de interés.

Las consecuencias de las tensiones varían según la región, probablemente como consecuencia de diferencias en las vulnerabilidades subyacentes y en las exposiciones a los distintos tipos de estrés. En la Comunidad de Estados Independientes (CEI) y las economías emergentes de Europa —que tienen

La autora principal de esta sección es Rupa Duttagupta, quien contó con la colaboración de Gavin Asdorian, Sinem Kilik Celik, Nadia Lepeshko y Bennet Voorhees.

¹Las posibles consecuencias internacionales del desapalancamiento bancario en la zona del euro, estimadas en base a observaciones de fines de 2011, se analizan en la sección especial del capítulo 2 del informe WEO de abril de 2012.

²Por ejemplo, FMI (2012b) concluye que los efectos de contagio generados por el recrudecimiento de la volatilidad en los mercados de bonos soberanos de la zona del euro dependen del nivel de la revaloración del riesgo mundial.

vínculos económicos y financieros más estrechos con la zona del euro—, las fluctuaciones de las condiciones financieras durante la crisis de la zona del euro fueron algo más pronunciadas. En otras regiones, los efectos de contagio fueron relativamente más suaves. Las tensiones originadas en China coinciden con empeoramientos más pronunciados de las condiciones financieras en América Latina y el Caribe (ALC), África subsahariana y Oriente Medio y Norte de África (OMNA) que en las demás regiones, posiblemente porque estas tres están vinculadas a China a través de la exportación de petróleo y otras materias primas. Estas conclusiones hacen eco de estudios recientes que ponen de relieve el papel de los efectos de contagio³.

Definición de las tensiones

Para comparar las consecuencias de las tensiones de los últimos años con las experimentadas durante la crisis financiera internacional, hacemos una distinción entre dos períodos: 1) desde enero de 2007 hasta fines de 2009, período durante el cual se derrumbó el mercado hipotecario estadounidense y que culminó en la crisis financiera internacional, y 2) desde enero de 2010 hasta mediados de 2012, período de crisis de la zona del euro.

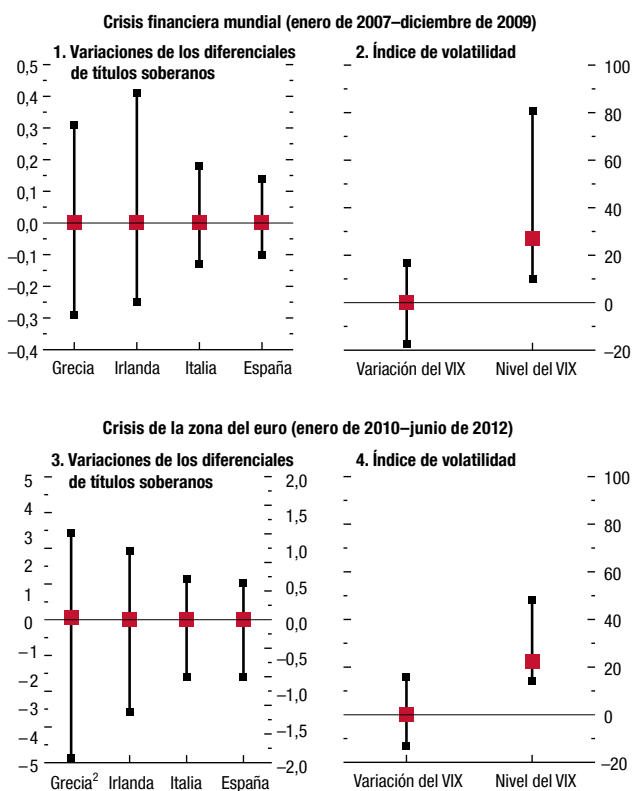
Las condiciones de financiamiento de las entidades soberanas de la periferia de la zona del euro empeoraron drásticamente recién cuando recrudeció su crisis de deuda⁴. También ha aumentado la volatilidad de las condiciones de financiamiento, medida en función de la amplitud de las variaciones de los diferenciales diarios aplicados a los títulos soberanos a 10 años respecto de los bonos públicos alemanes (gráfico 2.SE.1, paneles 1 y 3). Por el contrario, la volatilidad del mercado financiero estadounidense,

³Fratzcher, Lo Duca y Straub (2012) analizan las consecuencias —en términos de los efectos de contagio— de las medidas de política monetaria no convencionales anunciadas por la Reserva Federal. Bayoumi y Bui (2011) documentan las consecuencias de las políticas fiscales, financieras y monetarias de Estados Unidos para los precios de los activos de una serie de economías de importancia sistémica. FMI (2011a y 2012b) analiza en otros escenarios los efectos mundiales que podría tener una nueva intensificación de la crisis de la zona del euro. Véase también el capítulo 4 del informe WEO de octubre de 2009.

⁴Las economías de la periferia de la zona del euro analizadas aquí son España, Grecia, Irlanda e Italia.

Gráfico 2.SE.1. Condiciones de financiamiento en las economías de la periferia de la zona del euro y Estados Unidos; 2007–12
(Puntos porcentuales en la variación del diferencial diario y puntos en el índice VIX)¹

Las condiciones de financiamiento para las economías de la periferia de la zona del euro empeoraron drásticamente durante la crisis de la zona del euro. En el mercado financiero estadounidense, por el contrario, las tensiones son un poco menos agudas que durante la crisis financiera internacional.



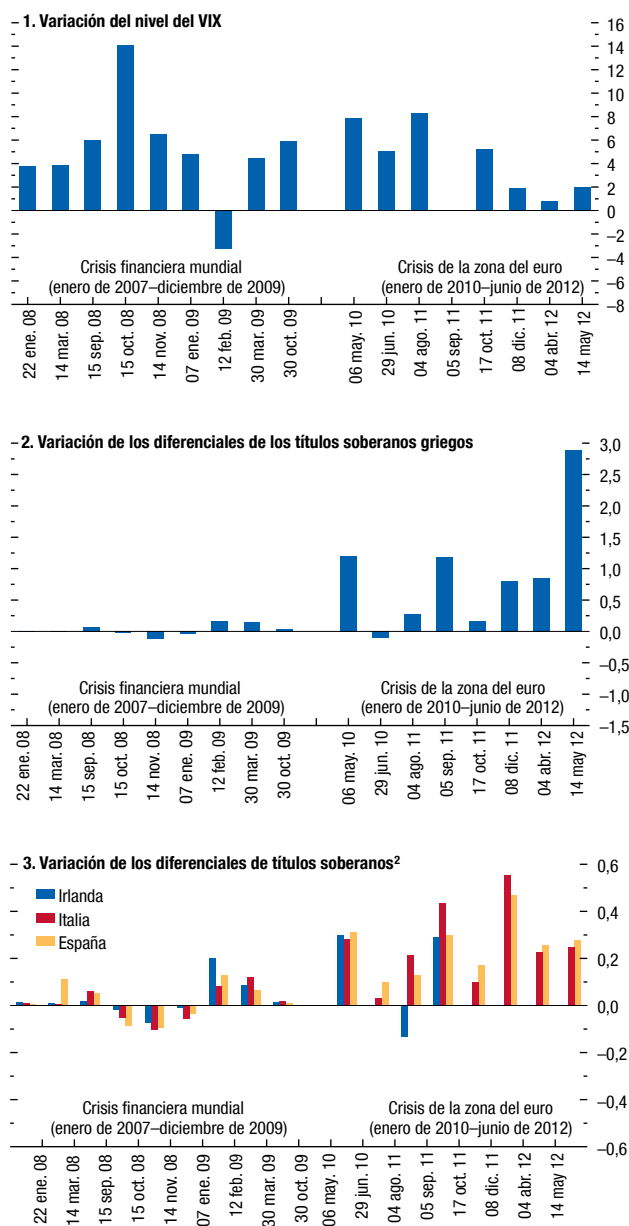
Fuentes: Bloomberg Financial Markets y cálculos del personal técnico del FMI.

¹VIX: índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago.

²Las variaciones de los diferenciales de los títulos soberanos griegos están representadas en el eje de la izquierda.

Gráfico 2.SE.2. Variaciones de los indicadores de tensión; 2007–12
(Puntos porcentuales en los diferenciales diarios de títulos soberanos y puntos en el índice VIX)¹

Las tensiones financieras están representadas por pronunciados aumentos de los diferenciales de títulos soberanos en las economías de la periferia de la zona del euro, y del índice VIX en el caso de Estados Unidos.



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

¹VIX: índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago.

²Los datos sobre las rentabilidades de los bonos irlandeses a 10 años se interrumpen el 11 de octubre de 2011. Después de esa fecha, las tensiones de la zona del euro reflejan datos sobre España, Grecia e Italia.

medida según el índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago (VIX), hoy es relativamente más baja (gráfico 2.SE.1, paneles 2 y 4). Sin embargo, el VIX ha experimentado ocasionalmente volatilidad en los últimos años: en mayo de 2010, posiblemente en relación con el contagio provocado por el estallido de la crisis griega, y a fines de 2011, durante el enconado debate sobre el tope de la deuda estadounidense y la agudización de la presión del financiamiento soberano en Italia.

¿Cómo seleccionamos los episodios de tensión financiera en las economías avanzadas? Inspirados en Romer (2012), definimos los episodios de tensión elevada en una economía de la periferia de la zona del euro como aquellos días en los cuales la variación del diferencial diario de un título soberano a 10 años se ubicó en el percentil 95 de su distribución en el período de la muestra (véase el gráfico 2.SE.1). Consideramos que la periferia de la zona del euro se encuentra sometida a tensiones como un todo cuando todas las economías que la componen sufrieron tensiones según la definición precedente. En el caso de Estados Unidos, las tensiones se definen en función de aquellos días en los cuales el nivel del VIX fue superior a 30 y los aumentos diarios del VIX se ubicaron en el percentil 95 de la distribución⁵. Eliminamos días consecutivos de tensión en una región especificando que cada episodio debe ocurrir como mínimo un mes después del episodio precedente. La cantidad final de episodios de tensión se determina según los días en los cuales la periferia de la zona del euro, Estados Unidos o ambos se encontraron sometidos a tensiones.

Centrándonos en el período de crisis de la zona del euro, identificamos los episodios de tensión para la actividad real originados en China como aquellos períodos en los cuales la actividad manu-

⁵Aunque la rentabilidad del título soberano estadounidense a 10 años podría servir como variable representativa para seguir la evolución de las tensiones en Estados Unidos, ha disminuido durante épocas de tensión en parte porque el dólar constituye un refugio seguro y también como consecuencia de las medidas poco convencionales que adoptó la Reserva Federal para reducir las tasas (FMI, 2012b, aborda los efectos de estas medidas en las rentabilidades de los títulos soberanos estadounidenses). Por lo tanto, el VIX es un mejor indicador de las tensiones financieras del país.

Cuadro 2.SF.1. Comportamiento de los indicadores de tensión; 2007–12

Fechas de los episodios de tensión	Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VIX)		Variaciones diarias de los diferenciales de títulos soberanos a 10 años								Tensión experimentada por
	Nivel del VIX	Variación del nivel del VIX	Grecia		Irlanda		Italia		España		
			Nivel del diferencial ¹	Variación del diferencial ²	Nivel del diferencial ¹	Variación del diferencial ²	Nivel del diferencial ¹	Variación del diferencial ²	Nivel del diferencial ¹	Variación del diferencial ²	
Episodios de tensión durante la crisis financiera mundial (enero de 2007–diciembre de 2009)											
22 ene. 2008	31,01	3,83	0,37	0,01	0,22	0,01	0,38	0,01	0,19	0,01	Estados Unidos
14 mar. 2008	31,16	3,87	0,68	−0,00	0,41	0,01	0,63	0,01	0,41	0,11	Estados Unidos
15 sep. 2008	31,70	6,04	0,80	0,07	0,42	0,02	0,72	0,06	0,47	0,06	Estados Unidos
15 oct. 2008	69,25	14,12	0,84	−0,03	0,60	−0,02	0,69	−0,05	0,47	−0,09	Estados Unidos
14 nov. 2008	66,31	6,48	1,39	−0,13	0,78	−0,07	0,95	−0,10	0,46	−0,10	Estados Unidos
7 ene. 2009	43,39	4,83	2,11	−0,04	1,38	−0,01	1,25	−0,06	0,80	−0,04	Estados Unidos
12 feb. 2009	41,25	−3,28	2,64	0,17	2,23	0,20	1,41	0,08	1,17	0,13	Periferia de la zona del euro
30 mar. 2009	45,54	4,50	2,72	0,15	2,38	0,09	1,40	0,12	1,03	0,07	Ambos
30 oct. 2009	30,69	5,93	1,42	0,04	1,47	0,02	0,84	0,02	0,56	0,01	Estados Unidos
Episodios de tensión durante la crisis de la zona del euro (enero de 2010–junio de 2012) ³											
6 may. 2010	32,80	7,89	8,52	1,21	3,00	0,30	1,49	0,28	1,63	0,31	Ambos
29 jun. 2010	34,13	5,13	7,89	−0,11	2,95	−0,00	1,57	0,03	2,05	0,10	Estados Unidos
4 ago. 2011	31,66	8,28	12,87	0,28	8,10	−0,13	3,90	0,21	3,98	0,13	Estados Unidos
5 sep. 2011	33,92	0,00	17,47	1,19	6,91	0,29	3,71	0,43	3,41	0,30	Ambos
17 oct. 2011	33,39	5,15	21,90	0,17	...	...	3,70	0,10	3,22	0,17	Estados Unidos
8 dic. 2011	30,59	1,92	32,70	0,80	...	...	4,44	0,55	3,80	0,47	Periferia de la zona del euro
4 abr. 2012	16,44	0,78	20,34	0,86	...	...	3,58	0,23	3,90	0,26	Periferia de la zona del euro
14 may. 2012	21,87	1,98	26,13	2,89	...	...	4,24	0,25	4,77	0,28	Periferia de la zona del euro
China, tensión en la actividad real											
	PMI ⁴		Variación respecto del mes anterior		PMI no explicado ⁵						
1 feb. 2011	51,7		−2,8		−2,0						
1 jun. 2011	52,5		−1,5		−2,4						

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI. Véanse las fuentes de datos en el cuadro 2.SE.2.

¹Diferencial diario respecto de los bonos públicos alemanes a 10 años.

²Variación del diferencial diario.

³Los datos sobre las rentabilidades de los bonos irlandeses a 10 años se interrumpen el 11 de octubre de 2011 (la tensión en la zona del euro está basada únicamente en España, Grecia e Italia).

⁴Índice de gerentes de compras.

⁵Valores residuales del cuartil inferior tomados de una regresión en períodos móviles de 12 meses del índice de gerentes de compras (PMI, por sus siglas en inglés) de China con relación a los PMI manufactureros de Estados Unidos y la zona del euro (se eliminan los valores residuales para los meses que coincidieron con meses de tensión en las economías avanzadas).

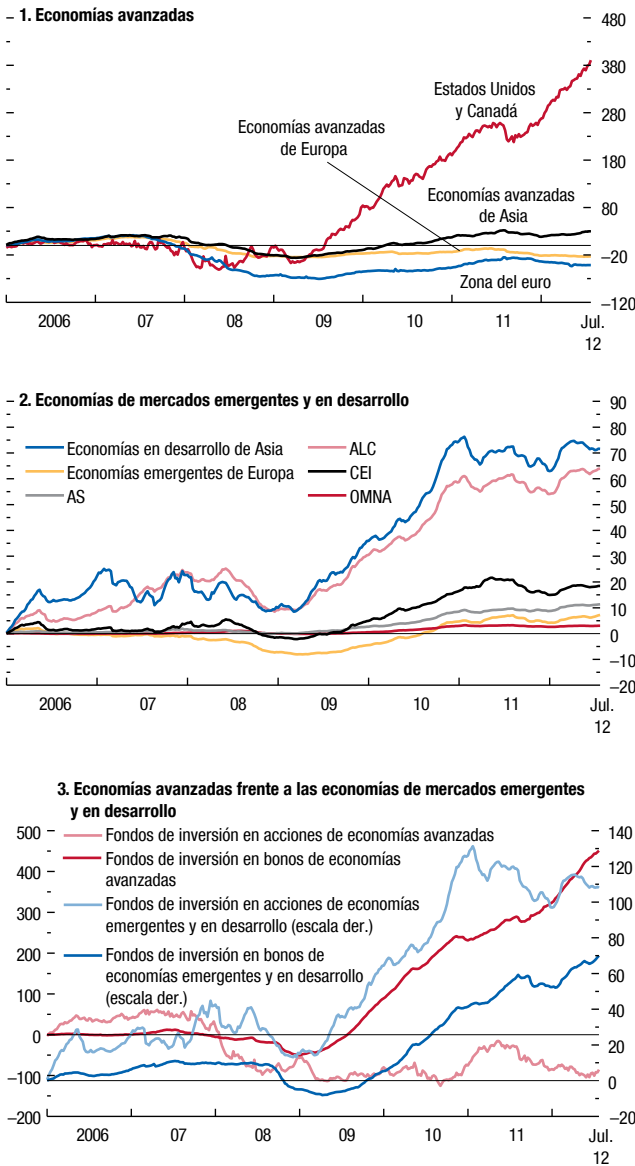
facturera de ese país fue más débil de lo que justificarían sus vínculos de comercio exterior. Concretamente, comenzamos aislando los valores residuales de una regresión en períodos móviles de 12 meses del índice de gerentes de compras (PMI, por sus siglas en inglés) de China respecto de los PMI de Estados Unidos y la zona del euro, únicamente cuando se ubican en el cuartil inferior de la distribución. Entre estos, los episodios ocurridos desde 2011 que no coinciden con los episodios de

tensión en las economías avanzadas se consideran episodios de tensión generados por China⁶.

⁶Como los PMI del sector manufacturero se publican el primer día hábil del mes, la fecha de los episodios de tensión generados por China es el primer día hábil del mes identificado como un episodio de tensión. Aun así, dado que los datos sobre los PMI tienen una frecuencia menor, la identificación correcta de un shock originado en China no es tan sólida como en el caso de las economías avanzadas, cuyos episodios de tensión se fecharon en base a datos diarios. Por lo tanto, los resultados sobre las tensiones con origen específico en China deben tomarse con cierta cautela.

Gráfico 2.SE.3. Flujos de capitales mundiales semanales
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)¹

Tras una pronunciada disminución durante la crisis financiera internacional, los flujos de capitales han aumentado de manera sostenida en la mayoría de las regiones. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo han visto crecer las entradas de flujos de inversión tanto en bonos como en acciones; por el contrario, los flujos de inversión en acciones han sido mayormente negativos en las economías avanzadas.



Fuentes: Emerging Portfolio Fund Research y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: ALC: América Latina y el Caribe; CEI: Comunidad de Estados Independientes; AS: África subsahariana; OMNA: Oriente Medio y Norte de África.
¹Flujos de inversión en fondos de acciones y de bonos, acumulados desde enero de 2006.

De acuerdo con estos criterios, se observaron 15 episodios de tensión en las economías avanzadas y 2 en China (gráfico 2.SE.2, cuadro 2.SE.1). Como era lógico esperar, durante la crisis financiera internacional las tensiones se hicieron sentir principalmente en Estados Unidos; entre tanto, en el período transcurrido entre 2010 y mediados de 2012, las tensiones se hicieron sentir tanto en Estados Unidos como en la periferia de la zona del euro, aunque desde fines de 2011 se concentran cada vez más en esta última.

Transmisión de las tensiones

Efectos de contagio a través de flujos de capitales transfronterizos

Empleamos datos sobre los flujos de inversión de cartera compilados por Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) para hacer un seguimiento de los movimientos de los flujos de capitales con frecuencia semanal. Estos datos sugieren que al estallar la crisis financiera mundial disminuyeron las salidas de capital en la mayoría de las regiones (gráfico 2.SE.3, paneles 1 y 2)⁷. Sin embargo, la volatilidad de los flujos de capitales aumentó aun antes de la crisis: ya en enero de 2007 en las economías en desarrollo de Asia y a fines de 2007 en las economías de ALC. En la mayoría de las regiones, los flujos repuntaron a partir del segundo semestre de 2009, aunque la volatilidad ha vuelto a aumentar desde comienzos de 2011. Desde fines de 2009, se ha observado también un cambio de la composición de los flujos de inversión de cartera, que se orientaron más hacia los bonos tanto de economías avanzadas como de economías de mercados emergentes y en desarrollo (gráfico 2.SE.3, panel 3). En este último grupo, el aumento de los flujos de inversión en bonos marca un cambio con respecto a la disminución sostenida de la proporción de flujos creadores de deuda observada mientras se gestaba la crisis financiera internacional⁸.

⁷En la mayoría de las regiones, estos datos no se publican con frecuencia diaria. Aunque los fondos de EPFR no abarcan todos los flujos de inversión de cartera, según estudios recientes registran un nivel similar al de los flujos brutos de inversión de cartera identificados en la balanza de pagos (Fratzscher, 2011, Miao y Pant, 2012).

⁸Véase el capítulo 4 del informe WEO de abril de 2011.

Los estudios de eventos basados en los episodios de tensión identificados confirman que las tensiones en las grandes economías tienden a estar asociadas a una disminución de los flujos de capitales internacionales. El análisis compara el nivel de los flujos de capitales hacia distintas regiones en la semana en que se registraron las tensiones y en las semanas anteriores y siguientes, y luego realiza un promedio de todos los episodios de tensión ocurridos dentro de cada uno de los períodos que abarca la muestra. La disminución de los flujos en las semanas en que se observaron las tensiones y las semanas siguientes, respecto de la semana anterior, lleva a pensar que los inversionistas pierden apetito por las oportunidades transfronterizas durante períodos de tensión (gráfico 2.SE.4). La reducción de los flujos no fue tan pronunciada durante la crisis de la zona del euro como durante la crisis financiera internacional, aunque la heterogeneidad regional es considerable:

- Las economías avanzadas tienden a experimentar disminuciones más marcadas de los flujos de capitales cuando están sometidas a tensiones propias que cuando las tensiones son producidas por China (gráfico 2.SE.4, paneles 1–4). Con la excepción de las economías avanzadas de Asia, los flujos hacia las economías avanzadas no se reducen inmediatamente después de un episodio de tensión vinculado a China, y de hecho aumentan en algunos casos.
- Aunque los flujos de capitales hacia las economías de mercados emergentes y en desarrollo también se interrumpen después de episodios de tensión, la escala varía según la región (gráfico 2.SE.4, paneles 5–10). En la CEI, las salidas de capital después de los episodios de tensión de la crisis de la zona del euro son superiores a las registradas en otras economías de mercados emergentes y en desarrollo, y casi tan marcadas como las salidas observadas durante la crisis financiera internacional; en las economías emergentes de Europa, por su parte, los flujos continúan siendo más bajos incluso durante la semana siguiente a los episodios de tensión. Esto quizá sea en parte consecuencia de los lazos de estas regiones con la zona del euro y de los efectos del mayor grado de desapalancamiento de los bancos de la zona del euro, muchos de los cuales

tienen una activa presencia en la CEI y en las economías emergentes de Europa.

- El contagio originado en China es más evidente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en especial ALC, OMNA y África subsahariana, probablemente como resultado del comercio de materias primas, pero también en las economías emergentes de Europa⁹.

Las tensiones han afectado de diferente manera a los flujos de inversión en bonos y acciones a lo largo del tiempo, y eso lleva a pensar que los inversionistas diferencian cada vez más entre clases de activos y menos entre economías (gráfico 2.SE.5)¹⁰. Durante la crisis de la zona del euro, los flujos de inversión en bonos —incluidos los destinados a economías de mercados emergentes y en desarrollo— resistieron mejor que los flujos de inversión en acciones después de un episodio de tensión, ya que disminuyeron en nivel pero no se revirtieron de inmediato. En general, los flujos de inversión en acciones sufrieron caídas más pronunciadas. Durante la crisis financiera internacional, por el contrario, los flujos de inversión en bonos generalmente fueron negativos y se redujeron aún más después de un episodio de tensión; los de inversión en acciones, por su parte, tuvieron un comportamiento parecido. Es posible que los inversionistas consideren cada vez más que estas economías emiten activos de mejor calidad en vista de la resiliencia de sus expansiones. Sin embargo, la situación también podría ser reflejo de un mayor apetito de rentabilidad, habida cuenta de que las tasas de interés se encuentran a niveles sumamente bajos.

Contagio a través de los precios de los activos

Complementamos estos resultados obtenidos en base a flujos de capitales semanales con un estudio

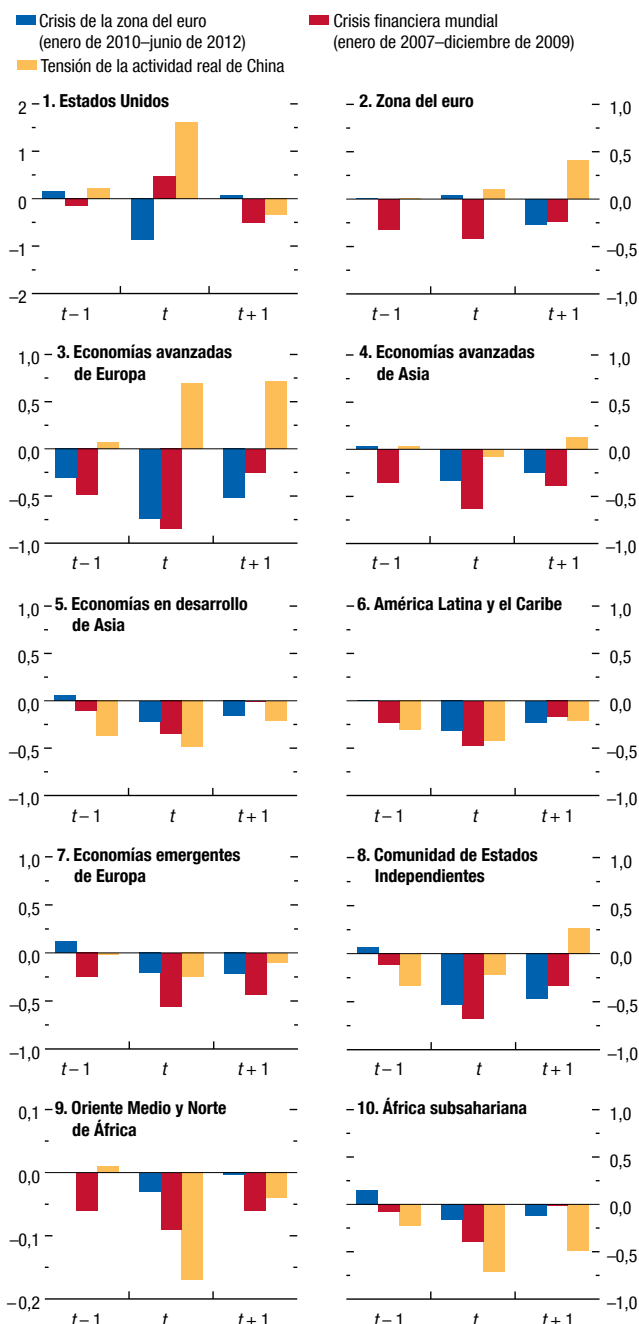
⁹FMI (2012b) analiza las consecuencias que podría acarrear una desaceleración de la expansión de la inversión en China para el crecimiento de los exportadores de materias primas a través de los vínculos comerciales directos y los precios mundiales de las materias primas.

¹⁰La base de datos de EPFR no contiene mucha información sobre los flujos de fondos de inversión en bonos y acciones desglosados por país. Por lo tanto, el total de flujos de un país se incluye en los agregados regionales únicamente si existe información sobre la inversión tanto en bonos como en acciones. Véanse en el cuadro 2.SE.2 los detalles de la cobertura de los datos por país.

Gráfico 2.SE.4. Flujos de inversión en fondos mundiales durante episodios de tensión

(Porcentaje del PIB semanal de 2011)

Los flujos de capitales mundiales suelen ser más débiles durante la semana del episodio de tensión en las economías avanzadas y la semana siguiente que durante la semana precedente. En la mayoría de las regiones, las fluctuaciones de los flujos en épocas de tensión aún son algo más suaves que las registradas durante la crisis financiera internacional. La tensión originada en China también tiende a coincidir con una disminución de los flujos, pero ese efecto es particularmente marcado en las economías de mercados emergentes y en desarrollo que tienen fuertes vínculos comerciales con el país.

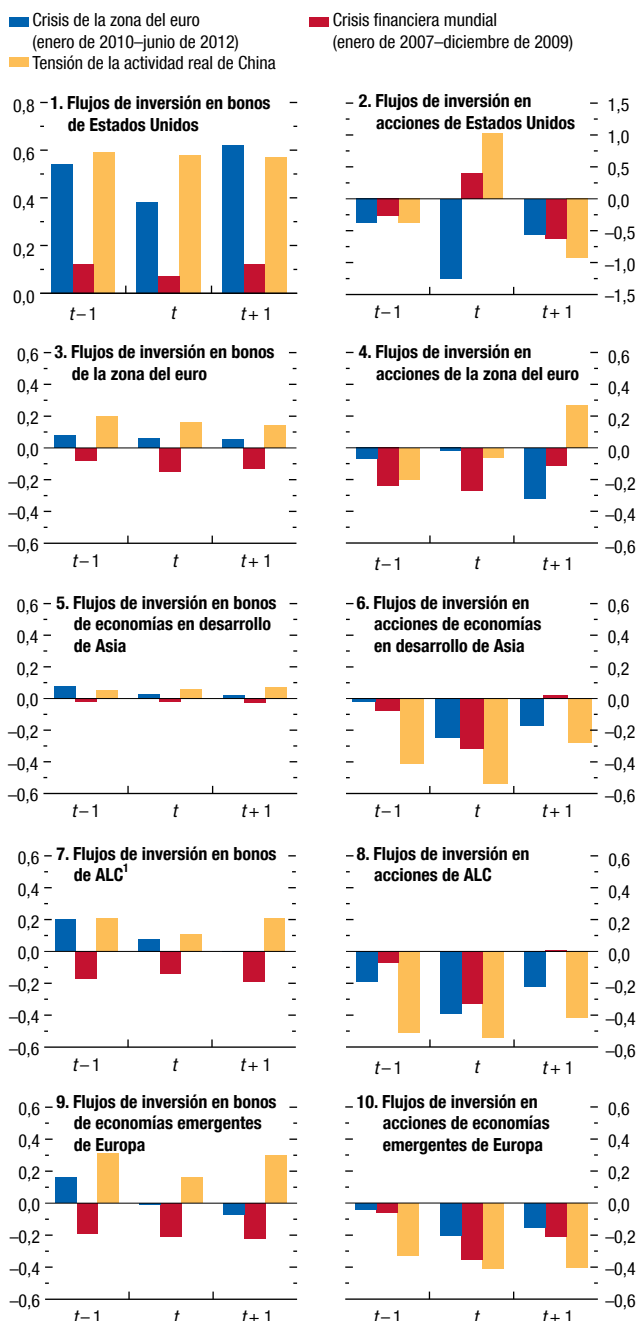


Fuentes: Emerging Portfolio Fund Global y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: *t* denota la semana del episodio de tensión, y *t* - 1 y *t* + 1, la semana anterior y la siguiente, respectivamente. Véanse los países que componen cada grupo en el cuadro 2.SE.2.

Gráfico 2.SE.5. Composición de los flujos de capitales durante episodios de tensión

(Porcentaje del PIB semanal de 2011)

Los flujos de inversión en bonos tienden a resistir la tensión relativamente mejor que los flujos de inversión en acciones durante la crisis de la zona del euro.



Fuentes: Emerging Portfolio Fund Global y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: *t* denota la semana del episodio de tensión, y *t* - 1 y *t* + 1, la semana anterior y la siguiente, respectivamente.
¹ALC: América Latina y el Caribe.

Cuadro 2.SE.2. Cobertura de los datos utilizados en la sección especial sobre efectos de contagio

Variable	Definición/descripción/fuente
Diferenciales de títulos soberanos Grecia Irlanda Italia España	Índice de bonos del gobierno general a 10 años. El diferencial se calcula como la rentabilidad indexada de un país respecto de los bonos alemanes a 10 años. Fuente: Bloomberg Financial Markets.
Índice VIX	Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago. Fuente: Bloomberg Financial Markets.
Total de flujos de inversión en fondos de bonos y acciones	Total semanal de flujos de inversión en fondos de bonos y acciones a 10 regiones. Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.
Países que componen cada región:	
Total de flujos	
Zona del euro	Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal, República Eslovaca
Economías avanzadas de Europa	Dinamarca, Islandia, Israel, Noruega, Reino Unido, República Checa, Suecia, Suiza
Economías avanzadas de Asia	Australia, Corea, Japón, Nueva Zelanda, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur
Economías en desarrollo de Asia	China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Sri Lanka, Tailandia, Vietnam
América Latina y el Caribe	Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Panamá, Perú, República Dominicana, Venezuela
Economías emergentes de Europa	Bulgaria, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania, Serbia, Turquía
Comunidad de Estados Independientes	Georgia, Kazajistán, Mongolia, Rusia, Ucrania
África subsahariana	Botswana, Côte d'Ivoire, Ghana, Kenya, Mauricio, Namibia, Nigeria, Sudáfrica, Zambia
Oriente Medio y Norte de África	Arabia Saudita, Bahrein, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Marruecos, Omán, Qatar, Túnez
Estados Unidos y Canadá	Canadá, Estados Unidos
Estados Unidos	Estados Unidos
Flujos de inversión en bonos: Todas las regiones tienen la misma composición que en el total de flujos, más los países enumerados a continuación.	
Economías en desarrollo de Asia	Camboya
América Latina y el Caribe	Costa Rica, Jamaica, Nicaragua, Trinidad y Tabago, Uruguay
Economías emergentes de Europa	Albania, Bosnia y Herzegovina, ex República Yugoslava de Macedonia
Comunidad de Estados Independientes	Azerbaiyán, Belarús, Moldova
África subsahariana	Angola, Gabón, Liberia, República Democrática del Congo, Uganda
Oriente Medio y Norte de África	Argelia, Irán, Iraq, Libia
Economías avanzadas	Todos los países listados bajo la zona del euro, economías avanzadas de Europa, economías avanzadas de Asia y Estados Unidos y Canadá
Economías emergentes y de mercados en desarrollo	Todos los países listados bajo economías en desarrollo de Asia, América Latina y el Caribe, economías emergentes de Europa, Comunidad de Estados Independientes, África subsahariana y Oriente Medio y Norte de África

Cuadro 2.SF.2 (continuación)

Variable	Definición/descripción/fuente
Flujos de inversión en acciones: <i>Todas las regiones tienen la misma composición que en el total de flujos, más los países enumerados a continuación.</i>	
Economías en desarrollo de Asia	Bangladesh, Camboya, Papua Nueva Guinea
Comunidad de Estados Independientes	Turkmenistán
África subsahariana	Malawi, Rwanda, Swazilandia, Tanzania, Uganda, Zimbabwe
Oriente Medio y Norte de África	Irán, Yemen
Economías avanzadas	Todos los países listados bajo la zona del euro, economías avanzadas de Europa, economías avanzadas de Asia y Estados Unidos y Canadá
Economías emergentes y de mercados en desarrollo	Todos los países listados bajo economías en desarrollo de Asia, América Latina y el Caribe, economías emergentes de Europa, Comunidad de Estados Independientes, África subsahariana y Oriente Medio y Norte de África
PIB semanal de 2011	PIB anual de 2011 expresado en dólares de EE.UU. dividido por 52. Fuente: Base de datos de Perspectivas de la economía mundial (serie NGDPD).
Rentabilidades de títulos soberanos¹	Rentabilidades de los bonos públicos a 10 años en la mayoría de las economías avanzadas; rentabilidades de títulos soberanos según el índice EMBIG de JPMorgan en las economías de mercados emergentes. Fuente: Bloomberg Financial Markets.
Países que componen cada región	
Zona del euro (núcleo)	Alemania, Bélgica, Finlandia, Francia, Países Bajos, República Eslovaca
Economías avanzadas de Europa	Dinamarca, Noruega, Reino Unido, República Checa, Suecia, Suiza
Economías avanzadas de Asia	Australia, Corea, Japón, Nueva Zelanda, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur
Economías en desarrollo de Asia	China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Sri Lanka, Tailandia, Vietnam
América Latina y el Caribe	Argentina, Belice, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, Jamaica, México, Panamá, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tabago, Uruguay, Venezuela
Economías emergentes de Europa	Bulgaria, Croacia, Hungría, Lituania, Polonia, Serbia, Turquía
Comunidad de Estados Independientes	Belarús, Georgia, Kazakstán, Rusia, Ucrania
África subsahariana	Côte d'Ivoire, Gabón, Ghana, Nigeria, Senegal, Sudáfrica
Oriente Medio y Norte de África	Egipto, Iraq, Jordania, Líbano, Marruecos, Túnez
Precios de acciones¹	Índice MSCI de acciones. Fuente: Bloomberg Financial Markets.
Países que componen cada región	
Zona del euro	Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal
Economías avanzadas de Europa	Dinamarca, Noruega, Reino Unido, República Checa, Suecia, Suiza
Economías avanzadas de Asia	Australia, Corea, Japón, Nueva Zelanda, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur
Economías en desarrollo de Asia	China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Sri Lanka, Tailandia
América Latina y el Caribe	Argentina, Brasil, Chile, México, Perú, Venezuela
Economías emergentes de Europa	Hungría, Polonia, Turquía

Cuadro 2.SF.2 (continuación)

Variable	Definición/descripción/fuente
Comunidad de Estados Independientes	Kazakstán, Rusia, Ucrania
África subsahariana	Kenya, Nigeria, Sudáfrica
Oriente Medio y Norte de África	Egipto, Israel, Jordania, Marruecos
Precios de acciones del sector financiero¹	Índice MSCI de acciones del sector financiero. Fuente: Bloomberg Financial Markets.
Países que componen cada región	
Zona del euro	Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal
Economías avanzadas de Europa	Dinamarca, Noruega, Reino Unido, República Checa, Suecia, Suiza
Economías avanzadas de Asia	Australia, Corea, Japón, Nueva Zelanda, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur
Economías en desarrollo de Asia	China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Sri Lanka, Tailandia
América Latina y el Caribe	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú
Economías emergentes de Europa	Hungría, Polonia, Turquía
Comunidad de Estados Independientes	Rusia
África subsahariana	Sudáfrica
Oriente Medio y Norte de África	Egipto, Israel, Jordania, Marruecos
Índice de gerentes de compras (manufactura) (PMI)	Encuesta de los gerentes de compras del sector manufacturero (datos mensuales) realizado por Markit Economics. Fuente: Haver Analytics.
China	
Zona del euro	
Estados Unidos	

¹Los agregados regionales se calculan como un promedio ponderado de los países de cada región; las ponderaciones están basadas en las ponderaciones del PIB expresado en dólares de EE.UU. de 2012 tomadas del informe WEO de abril de 2012.

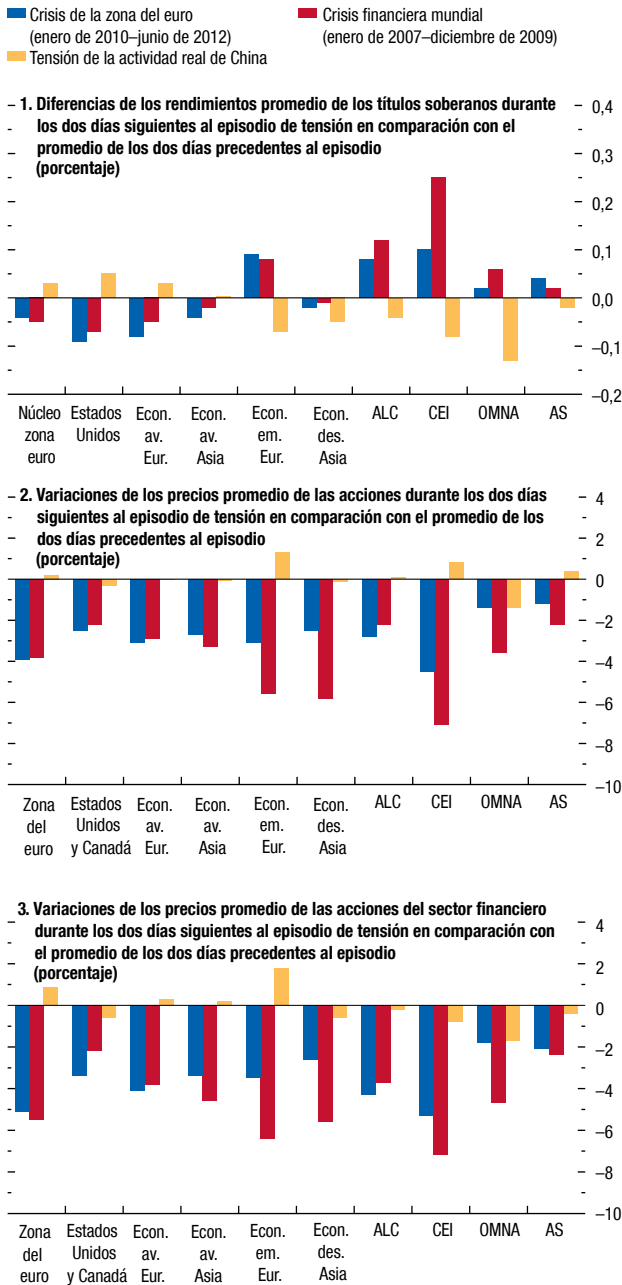
del comportamiento de los precios de las acciones y la rentabilidad de los títulos soberanos a escala mundial después de episodios de tensión, sobre el que se publican datos diarios. Los precios mundiales de los activos tienden a subir en los períodos de tensión —el rendimiento de los títulos soberanos sube y los precios de las acciones bajan (gráfico 2.SE.6)—, aunque en general los efectos de contagio han variado en magnitud según la región:

- Durante la crisis de la zona del euro, en las economías emergentes de Europa, la CEI y ALC, el rendimiento promedio de los títulos soberanos durante los dos días siguientes al episodio

de tensión se colocó 8–10 puntos básicos por encima del promedio de los dos días precedentes al episodio. Durante la crisis financiera internacional, el aumento de las rentabilidades tras el episodio de tensión fue en general mayor, particularmente en la CEI. En las economías en desarrollo de Asia, los episodios de tensión han estado asociados a la disminución de los rendimientos de títulos soberanos en ambos períodos de crisis, pero más durante la crisis de la zona del euro. Esta observación coincide con la mayor persistencia observada con el correr del tiempo en los flujos de inversión en bonos destinados a

Gráfico 2.SE.6. Desempeño de los precios de los activos a escala internacional durante episodios de tensión

A escala mundial, los rendimientos de los títulos soberanos tienden a subir y los precios de las acciones tienden a bajar durante episodios de tensión originados en las economías avanzadas.



Fuente: Véase el cuadro 2.SE.2.
 Nota: Econ. av. Eur.: economías avanzadas de Europa; Econ. av. Asia: economías avanzadas de Asia; Econ. em. Eur.: economías emergentes de Europa; Econ. des. Asia: economías en desarrollo de Asia; ALC: América Latina y el Caribe; CEI: Comunidad de Estados Independientes; OMNA: Oriente Medio y Norte de África; AS: África subsahariana.

economías de mercados emergentes y en desarrollo. En la mayoría de las economías avanzadas, las rentabilidades también tienden a retroceder tras un episodio de tensión, especialmente durante el período de crisis de la zona del euro, en parte porque los inversionistas se vuelcan masivamente a activos de calidad.

- Los precios de las acciones emitidas tanto por el sector financiero como por los demás disminuyen después de un episodio de tensión, pero los precios de las acciones emitidas por el sector financiero caen ligeramente más que los precios de las acciones generales para la mayoría de las regiones. Durante la crisis de la zona del euro, los precios de las acciones bajaron 1–3 puntos porcentuales en la mayoría de las regiones los dos días siguientes a un episodio de tensión (en comparación con el promedio de los dos días previos al episodio de tensión), mientras que la disminución rondó 4 puntos porcentuales en la CEI y las economías de la zona del euro. La caída fue más pronunciada durante la crisis financiera internacional.
- Los rendimientos de títulos soberanos no siguen un patrón específico durante episodios de tensión originados en China. Los precios de las acciones generales y las emitidas por el sector financiero suelen retroceder tras estos episodios, particularmente en las regiones exportadoras de materias primas (ALC, OMNA).

Conclusiones

El análisis confirma que los episodios de tensión en el sector real o financiero de las grandes economías pueden afectar a las condiciones financieras internacionales, ya sea porque ocurren simultáneamente en todas las regiones o a través de los efectos de contagio. Los flujos de capitales internacionales disminuyen, los precios de las acciones retroceden y los rendimientos de los títulos soberanos aumentan en general tras uno de estos episodios. Aunque en los últimos años los efectos de contagio han sido más suaves que durante la crisis financiera internacional, las economías más vinculadas a las economías avanzadas —las economías emergentes de Europa y la región de la CEI— siguen siendo vulnerables. Cuando ocurren episodios de tensión

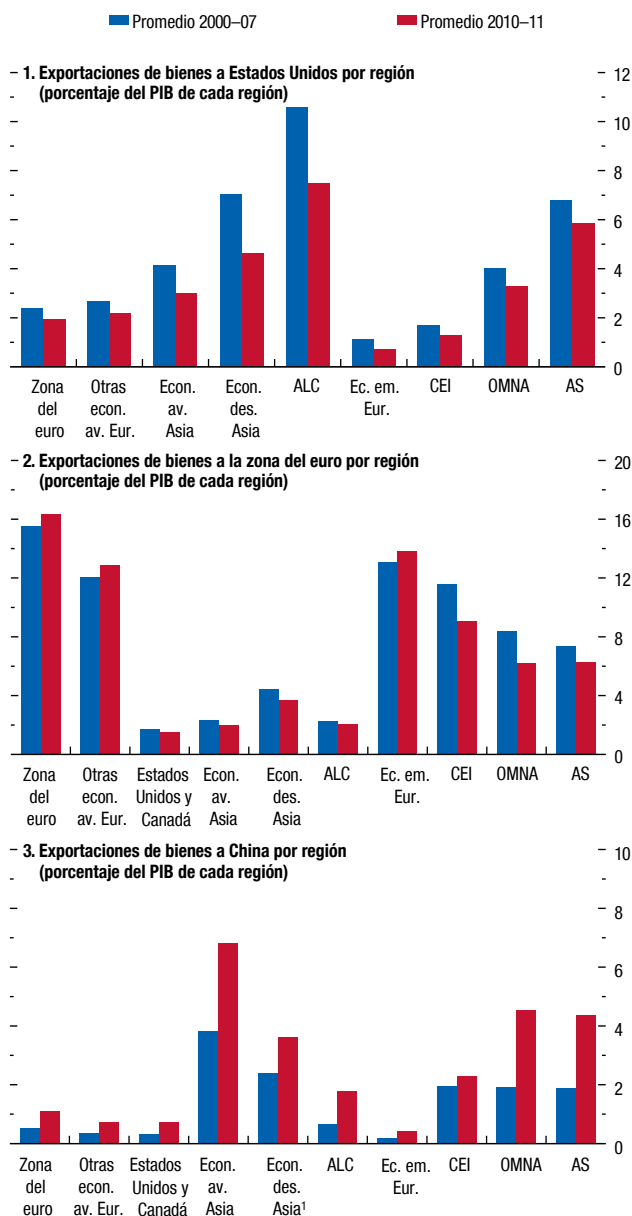
derivados de la desaceleración de la actividad real de la economía china, las condiciones financieras también fluctúan, sobre todo en el caso de los exportadores de materias primas. El hecho de que en los últimos tiempos los mercados financieros se hayan inclinado más hacia los bonos que hacia las acciones de economías de mercados emergentes y en desarrollo podría sugerir que, en la estimación de los inversionistas, estos bonos ofrecen más seguridad que antes. Sin embargo, la causa podría ser también la búsqueda de mayores rendimientos en un ambiente mundial de bajas tasas de interés, y eso plantea inquietudes en torno a un aumento potencial de la exposición de estas economías a flujos creadores de deuda.

Las implicaciones de un episodio de tensión para la economía real pueden ser graves en un contexto de estrechos enlaces macrofinancieros entre las economías de importancia sistémica¹¹. Estas economías pueden generar fuertes efectos de contagio en el crecimiento porque están unidas a la mayoría de las regiones por vínculos comerciales sustanciales (gráfico 2.SE.7). En términos más generales, un aumento drástico de la aversión mundial al riesgo —que en este análisis sirve de variable representativa de la tensión financiera en Estados Unidos— también está asociado a un aumento de la probabilidad de que las expansiones económicas de las economías de mercados emergentes y en desarrollo lleguen a su fin (véase el capítulo 4).

Las autoridades deben centrarse antes que nada en limitar la posibilidad de que ocurran episodios de tensión de esta naturaleza, para lo cual necesitan recurrir a una variedad de políticas, como se señala en el capítulo 1. Para las economías que sufren dichos episodios, es crucial mantener políticas macroeconómicas y prudenciales sólidas que apuntalen la confianza de los mercados y afiancen la resiliencia ante un contagio potencial.

Gráfico 2.SE.7. Vínculos comerciales mundiales con economías avanzadas y China

Los vínculos comerciales mundiales con economías avanzadas se mantienen a un nivel sustancial, y los vínculos con China han aumentado en los últimos años.



Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Econ. av. Asia: economías avanzadas de Asia; Econ. des. Asia: economías en desarrollo de Asia; ALC: América Latina y el Caribe; Econ. em. Eur.: economías emergentes de Europa; CEI: Comunidad de Estados Independientes; OMNA: Oriente Medio y Norte de África; AS: África subsahariana. Véanse los países que componen cada región en el apéndice estadístico, excepto otras economías avanzadas de Europa (Otras econ. Av. Eur.): Dinamarca, Islandia, Noruega, el Reino Unido, la República Checa, Suecia y Suiza.
¹Excluido China.

¹¹Véanse Claessens, Kose y Terrones (2011); Igan *et al.* (2009), Reinhart y Rogoff (2009) y FMI (2012b).

Referencias

- Anderson, Derek, Benjamin Hunt, Mika Kortelainen, Dirk Muir y Stephen Snudden, de próxima publicación, “Getting to Know the GIMF: The Simulation Properties of the Global Integrated Monetary and Fiscal Model”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bayoumi, Tamim, y Trung Bui, 2011, “Unforeseen Events Wait Lurking: Estimating Policy Spillovers from U.S. to Foreign Asset Prices”, IMF Working Paper No. 11/183 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Claessens, Stijn, Ayhan M. Kose y Marco Terrones, 2011, “How Do Business and Financial Cycles Interact?”, IMF Working Paper No. 11/88 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2011a, *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/185 (Washington). www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11185.pdf.
- _____, 2011b, “Recent Experiences in Managing Capital Flows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework” (Washington). www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf.
- _____, 2012a, *Pilot External Sector Report* (Washington). <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070212.pdf>.
- _____, 2012b, 2012 *Spillover Report* (Washington). www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070912.pdf.
- _____, 2012c, *The United Kingdom: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 12/190 (Washington).
- Fratzscher, Marcel, 2011, “Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis”, ECB Working Paper No. 1364 (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- _____, Marco Lo Duca y Roland Straub, 2012, “Quantitative Easing, Portfolio Choice and International Capital Flows” (inédito; Fráncfort: Banco Central Europeo).
- Hyndman, Rob, Anne B. Koehler, J. Keith Ord y Ralph D. Snyder, 2008, *Forecasting with Exponential Smoothing: The State Space Approach* (Berlín: Springer-Verlag).
- Igan, Deniz, Alain N. Kabundi, Francisco Nadal-De Simone, Marcelo Pinheiro y Natalia T. Tamirisa, 2009, “Three Cycles: Housing, Credit, and Real Activity”, IMF Working Paper No. 09/231 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kamenik, Ondrej, 2011, OG research paper (unpublished; Prague: OGREsearch). <http://www.ogresearch.com/products>.
- Kumhof, Michael, Douglas Laxton, Dirk Muir y Susanna Mursula, 2010, “The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF)—Theoretical Structure”, IMF Working Paper No. 10/34 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Miao, Yanliang, y Malika Pant, 2012, “Coincident Indicators of Capital Flows”, IMF Working Paper No. 12/55 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, 2009, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- Romer, Christina, D., 2012, “Fiscal Policy in the Crisis: Lessons and Policy Implications” (inédito; Berkeley: Universidad de California).

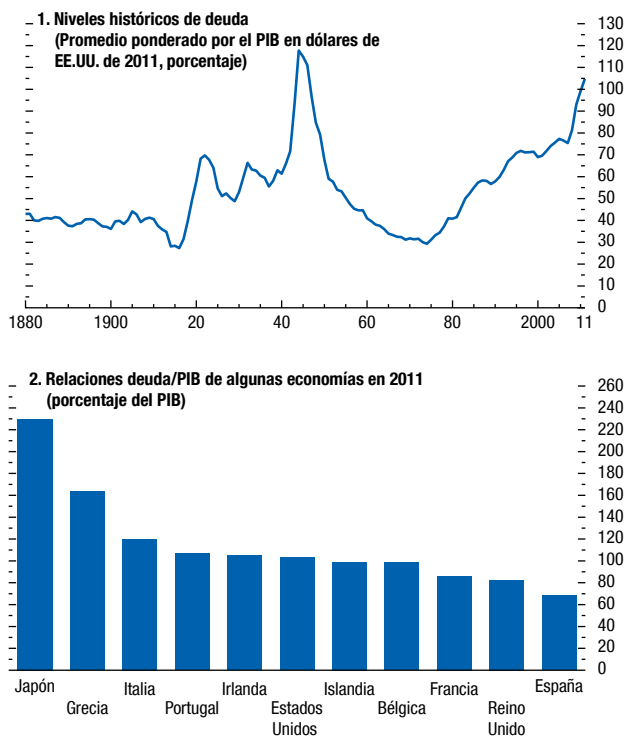
A lo largo del siglo pasado, la carga de la deuda pública de numerosas economías avanzadas fue tan pesada, o incluso más pesada, que la prevaleciente en la actualidad. Estas economías respondieron a la situación utilizando una amplia variedad de enfoques de política. Analizamos estas experiencias para extraer enseñanzas que sean útiles en el momento actual y llegamos a tres conclusiones principales. Primera, para reducir eficazmente la deuda es necesario avanzar en el proceso de consolidación fiscal y aplicar una combinación de políticas que respalde el crecimiento. Los elementos clave de esta combinación de políticas son la aplicación de medidas que aborden las deficiencias estructurales de la economía y una política monetaria de apoyo. Segunda, la consolidación fiscal debe hacer más hincapié en la implementación de reformas estructurales y persistentes de las finanzas públicas que en medidas fiscales temporales o de corto plazo. A este respecto, las instituciones fiscales pueden ayudar a preservar los avances logrados. Tercera, reducir la deuda pública lleva tiempo, especialmente en un contexto de condiciones externas débiles.

La deuda pública de las economías avanzadas ha alcanzado su nivel más alto desde la Segunda Guerra Mundial. En Japón, Estados Unidos y varios países europeos, esta supera ahora el 100% del PIB (gráfico 3.1). Las bajas tasas de crecimiento, los persistentes déficits presupuestarios, el alto nivel de pasivos futuros y contingentes derivados de la presión sobre el gasto relacionada con el envejecimiento de la población y el debilitamiento del sector financiero han intensificado considerablemente la preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esta preocupación se ha visto reflejada en la rebaja de las calificaciones y el aumento de los costos del crédito a las entidades soberanas, especialmente para algunos países europeos. Por lo tanto, la corrección de los

Los autores de este capítulo son John Simon (jefe del equipo), Andrea Pescatori y Damiano Sandri con el apoyo de Gavin Asdorian y Murad Omoev. Paolo Mauro, Cemile Sanack y Ali Abbas aportaron útiles comentarios.

Gráfico 3.1. Deuda pública en las economías avanzadas

La deuda pública bruta como porcentaje del PIB en las economías avanzadas ha alcanzado máximos históricos: Japón, Estados Unidos y muchos países europeos registran actualmente relaciones deuda/PIB cercanas o superiores al 100%.



Fuentes: Abbas *et al.* (2010) y cálculos del personal técnico del FMI.

desequilibrios fiscales y la reducción de la deuda pública se han convertido en objetivos prioritarios.

Sin embargo, continúa el amplio debate sobre cuál es la combinación de políticas más adecuada para lograr un ajuste eficaz. Algunos consideran que la austeridad fiscal es esencial para resolver la crisis actual. Otros sostienen que la austeridad fiscal es contraproducente dado su efecto contractivo sobre el producto, y que es más importante reactivar el crecimiento a través del estímulo fiscal¹. Otros aún recuerdan la experiencia de la represión financiera después de la Segunda Guerra Mundial y recomiendan esta experiencia como modelo para resolver el sobreendeudamiento actual².

Este capítulo aporta al debate actual otro enfoque basado en el análisis de las experiencias históricas de las economías avanzadas que han registrado relaciones entre la deuda y el PIB tan altas como las actuales. Las respuestas de política económica han variado mucho y también los resultados. La riqueza de esta experiencia histórica nos permite comprender mejor el amplio panorama de opciones de política económica que están siendo consideradas actualmente. En particular, el capítulo aborda las siguientes preguntas:

- ¿En qué medida lograron los países reducir los elevados coeficientes de endeudamiento público en épocas anteriores?
- ¿Qué combinación de políticas resultó ser la más eficaz? ¿Cuáles fueron las contribuciones de las políticas fiscales, monetarias y del sector financiero?
- ¿Cuáles fueron las consecuencias macroeconómicas de las políticas adoptadas?
- ¿Qué recomienda la experiencia histórica a los países que hoy se enfrentan a un elevado nivel de deuda?

Para abordar estas cuestiones, no nos centramos solamente en las grandes reducciones de deuda, como se ha hecho en estudios anteriores, sino que examinamos, de manera más general, lo que ocurre después de que la deuda supera el 100% del PIB.

¹Véase, por ejemplo, Krugman (2012).

²La represión financiera ocurre “cuando se implementan políticas que canalizan al gobierno fondos que en un mercado desregulado habrían tomado otra dirección” (Reinhart, Kirkegaard y Sbrancia, 2011). Comúnmente implica la aplicación de topes explícitos o implícitos a las tasas de interés de la deuda pública, combinada con otras regulaciones para garantizar un mercado para esta deuda. Véase también Reinhart y Sbrancia (2011).

Esto nos permite tener en cuenta la gama completa de resultados posibles, y no solo los éxitos, que pueden pintar un panorama distorsionado de la dinámica de la deuda. De hecho, algunos de los episodios más instructivos son aquellos en que aumentó la deuda pública³.

Nos centramos en seis estudios de casos que abarcan casi 100 años, desde el Reino Unido inmediatamente después de la Primera Guerra Mundial, pasando por Estados Unidos después de la Segunda Guerra Mundial, hasta Bélgica, Canadá, Italia y Japón en los años ochenta y noventa. Estos episodios cubren una gama completa de enfoques de política y de resultados económicos. El análisis detallado de estos episodios nos permite identificar más claramente la combinación de políticas aplicada por cada país y evaluar su eficacia *relativa*. Cabe destacar que no solo nos centramos en las políticas fiscales, sino que también consideramos el entorno macroeconómico más general que incluye la orientación monetaria y las políticas del sector financiero de cada país, así como las condiciones externas. No obstante, las experiencias anteriores de los distintos países no son necesariamente prescripciones para el futuro, dado que las estructuras económicas y los marcos regulatorios y de política económica cambian a lo largo del tiempo. Además, analizamos las estrategias de política aplicadas y no consideramos si otras políticas habrían producido mejores resultados. Es necesario tener en cuenta estas cuestiones para extraer implicaciones que sean útiles en el momento actual. Por último, dado que el punto de partida es elevado, incluso después de que los países hayan logrado reducir la deuda de manera relativamente eficaz, su nivel de deuda puede seguir siendo alto y, por lo tanto, pueden seguir siendo vulnerables a nuevos reveses. Por ejemplo, en Bélgica, país que logró reducir sustancialmente la deuda entre 1993 y 1997, los niveles de deuda vuelven a aproximarse al 100% debido a los reveses sufridos como consecuencia de la Gran Recesión.

³Al seleccionar la muestra de episodios sobre la base de criterios *ex ante* en lugar del éxito *ex post*, el enfoque de este capítulo es similar en espíritu, aunque diferente y complementario, al de Mauro (2011), que examina las grandes consolidaciones fiscales planeadas y compara estos planes con los resultados obtenidos por los países del G-7 y los Estados miembros de la UE en las últimas décadas.

En la sección siguiente se examina la experiencia histórica completa, centrandó la atención en aquellos episodios que comienzan cuando la deuda pública superó el 100% del PIB y analizando el entorno macroeconómico y los resultados obtenidos. Posteriormente, se examina cómo se seleccionaron los seis casos antes de analizar con detalle los distintos estudios de casos. En la siguiente sección se sintetizan los resultados de los estudios de casos y, por último, se extraen enseñanzas que sean útiles hoy.

Panorama histórico

Recientemente, el Departamento de Finanzas Públicas del FMI compiló una base de datos exhaustiva sobre las relaciones entre la deuda pública bruta y el PIB de casi todos los países miembros del FMI desde 1875⁴. Utilizamos estos datos para identificar todos los episodios en las economías avanzadas que comienzan cuando la deuda pública bruta supera el 100% del PIB⁵. Nuestro análisis no incluye los episodios de alto nivel de deuda en las economías de mercados emergentes y en los países en desarrollo. Y no porque sus experiencias no sean útiles desde el punto de vista analítico, sino porque estas suelen diferir en dos aspectos importantes. Primero, la deuda de estos países ha sido principalmente

⁴Véase una descripción detallada de la base de datos que está disponible en línea en www.imf.ernaldatamapper/index.php?db=DEBT en Abbas *et al.* (2010). Se utilizan los datos sobre la deuda bruta porque es difícil compilar datos sobre la deuda neta de manera coherente entre los países y a lo largo del tiempo. No obstante, es posible que incluso los datos sobre la deuda bruta no sean inmunes a problemas de medición (véase Dippelsman, Dziobek y Gutiérrez Mangas, 2012). También utilizamos datos suplementarios sobre los pagos de intereses y los déficits primarios de 19 economías avanzadas provenientes de Abbas *et al.* (2011) y datos sobre el PIB real provenientes de Maddison (2003) y otros datos de Reinhart y Rogoff (2010).

⁵La fecha de inicio de un episodio es el primer año en que la relación deuda/PIB supera el 100%, siempre que la relación se haya situado por debajo del 100% el año anterior. En algunos casos, los datos que faltan nos impiden identificar el año exacto en que la relación deuda/PIB superó el umbral del 100%. En estos casos, interpolamos linealmente los datos y establecemos la fecha en que comienza el episodio a partir del momento en que los datos interpolados muestran que se superó el umbral del 100%. Además, dado que nos centramos en los 15 años después de que se haya superado el umbral del 100%, solo consideramos los episodios que comienzan en 1997 y, por lo tanto, terminan en 2012. Hemos experimentado con varios períodos (por ejemplo, 10 años y 20 años) y los resultados son fundamentalmente los mismos.

externa y denominada en moneda extranjera, lo que presenta desafíos distintos a los que se enfrentan las economías avanzadas en la actualidad⁶. Segundo, las estructuras e instituciones económicas de estos países pueden diferir considerablemente de las de las economías avanzadas, sobre todo en épocas pasadas⁷. Por último, limitar nuestro análisis a las economías avanzadas constituye un criterio simple y transparente para seleccionar la muestra.

Se utiliza el umbral del 100% por varias razones. Primera, es el más relevante actualmente dado el número de países que se encuentran cerca o por encima de este umbral. Segundo, 100% es un nivel elevado en comparación con la experiencia histórica: solo 15% de las observaciones en nuestra base de datos de economías avanzadas superan el 100%. Tercero, nuestro análisis parece indicar que en promedio las fuerzas políticas y económicas no tienden a ejercer presión a la baja sobre la deuda hasta que la deuda pública alcanza este nivel.

En el gráfico 3.2 se presentan los 26 episodios identificados y también se muestra la evolución de la relación deuda/PIB a lo largo de 15 años después de que se supera el umbral del 100%. Del gráfico se desprenden tres enseñanzas clave.

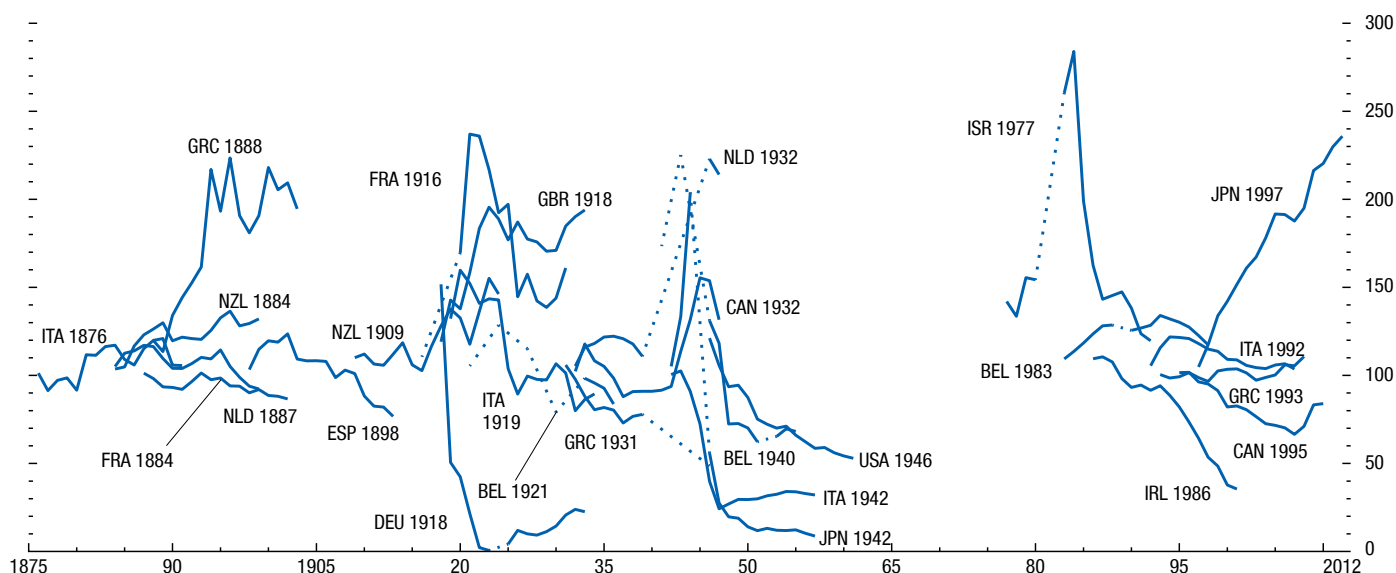
- No es infrecuente que los niveles de deuda pública superen el 100% del PIB. De las 22 economías avanzadas sobre las cuales se dispone de una buena cobertura de datos, más de la mitad experimentaron al menos un episodio de alto nivel de deuda entre 1875 y 1997. Además, varios países

⁶En los estudios económicos la imposibilidad de los mercados emergentes de endeudarse en su propia moneda se ha denominado el “pecado original” (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2005). En particular, una deuda denominada en moneda extranjera, especialmente si se emite con vencimientos a corto plazo, introduce un canal del tipo de cambio a través del cual una fuerte depreciación de la moneda, al aumentar la carga de la deuda, puede provocar depreciaciones cambiarias adicionales y desencadenar un círculo vicioso. Por lo tanto, la presencia de este canal tiene varias implicaciones ex ante, como por ejemplo, la de establecer un límite más estricto sobre el monto de deuda que pueda ser emitida y restringir el conjunto de opciones de política monetaria.

⁷Algunos de los primeros episodios de nuestra muestra corresponden a economías que tienen características similares a las de las economías de mercados emergentes (por ejemplo, Grecia en 1888 o Grecia en 1931). En aras de la exhaustividad, mantenemos estos episodios en el panorama histórico, pero no los hemos incluido en nuestros estudios de casos ni extraemos conclusiones importantes de los mismos.

Gráfico 3.2. Dinámica de la relación deuda/PIB después de que la deuda pública alcanza el 100% del PIB (Porcentaje del PIB, economías avanzadas)

Un aumento de la deuda pública bruta por encima del 100% es razonablemente frecuente, y la dinámica de la relación deuda/PIB es muy diversa. Estos episodios se agrupan alrededor de cuatro períodos principales: el último trimestre del siglo XIX, los períodos posteriores a las dos guerras mundiales y el último trimestre del siglo XX



Fuentes: Abbas *et al.* (2010) y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: BEL = Bélgica; CAN = Canadá; DEU = Alemania; ESP = España; FRA = Francia; GBR = Reino Unido; GRC = Grecia; IRL = Irlanda; ISR = Israel; ITA = Italia; JPN = Japón; NLD = Países Bajos; NZL = Nueva Zelanda; USA = Estados Unidos. Consideramos todos los episodios históricos en que la deuda pública bruta superó el 100% del PIB y examinamos la evolución de la relación deuda/PIB a lo largo de los 15 años siguientes. Cuando no hay datos disponibles, las líneas punteadas representan las interpolaciones lineales entre las observaciones disponibles.

registraron múltiples episodios: tres en el caso de Bélgica e Italia, y dos en el de Canadá, Francia, Grecia, Nueva Zelanda y los Países Bajos.

- La dinámica de la relación deuda/PIB varía mucho de un país a otro. Algunos países experimentan grandes aumentos adicionales y otros registran fuertes reducciones.
- Los episodios se agrupan en cuatro épocas principales: el último trimestre del siglo XIX, los períodos posteriores a las dos guerras mundiales y el último trimestre del siglo XX. El aumento de la deuda en el siglo XIX está relacionado principalmente con la construcción nacional y el auge del ferrocarril. Los episodios posteriores a la Segunda Guerra Mundial están vinculados con el enorme y amplio esfuerzo militar y la reconstrucción poste-

rior, aunque algunos comienzan antes, durante la Gran Depresión. Los episodios del último grupo ocurridos en los años ochenta y noventa tienen su origen en la ruptura del sistema de Bretton Woods cuando la política pública tuvo que hacer frente a cuestiones sociales y a la transición a los actuales sistemas económicos.

El panel 1 del gráfico 3.3 combina el conjunto completo de episodios para mostrar la distribución de la relación deuda/PIB a lo largo de 15 años después de que la deuda supera el umbral del 100%. La gama de experiencias es amplia: los percentiles 10 y 90 están asociados a una reducción de 60 puntos porcentuales y un aumento de 90 puntos porcentuales de la deuda, respectivamente. Si nos centramos en la mediana, el coeficiente de ende-

damiento tiende a reducirse, pero solo a un ritmo moderado. Tras 15 años, la mediana de la relación deuda/PIB solo es alrededor de 10 puntos porcentuales menor que en el primer año después de que la deuda supera el 100%.

Esta tendencia descendente de los coeficientes de endeudamiento medianos solo aparece cuando los coeficientes originales son elevados. El panel 2 del gráfico 3.3 repite el mismo ejercicio indicado en el panel 1 pero se utiliza un umbral del 60%. La diferencia interesante es que 15 años después de que la deuda supera el umbral del 60%, el nivel de deuda mediano no muestra una tendencia descendente y, de hecho, el nivel promedio es más elevado (lo que puede inferirse de la distribución sesgada positivamente).

Para establecer un marco que permita analizar la evolución de la relación deuda/PIB durante estos episodios, podemos pensar en cuatro variables clave que afectan al saldo de la deuda, b_t ; la tasa de interés pagada por el saldo de la deuda, i_t ; la tasa de inflación del deflactor del PIB, π_t ; la tasa de crecimiento del PIB real, g_t , y la relación déficit primario/PIB, d_t . Las relaciones entre estas variables se describen mediante la siguiente fórmula:

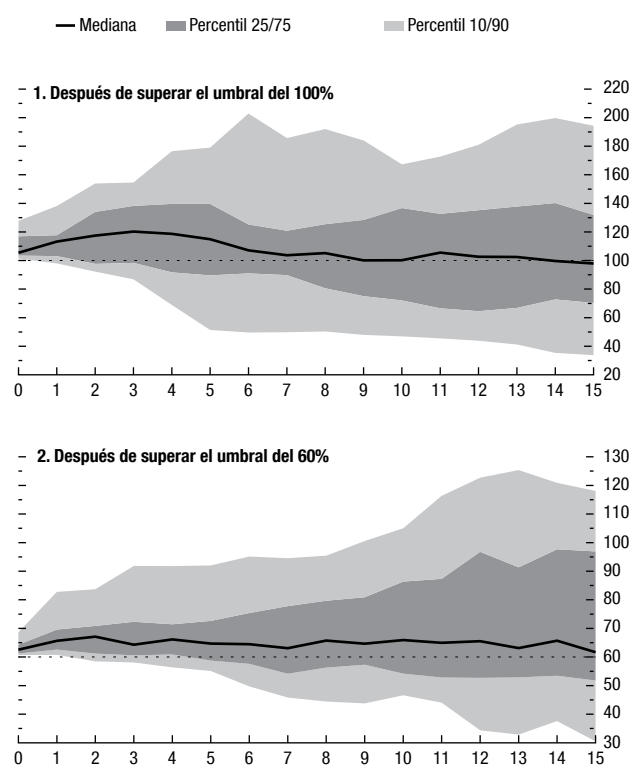
$$b_t = \frac{1 + i_t}{(1 + \pi_t)(1 + g_t)} b_{t-1} + d_t + e_t \quad (3.1)$$

donde e_t es un residual que tiene en cuenta los efectos de valuación y otros ajustes contables que no se reflejan plenamente en las variaciones del déficit primario⁸. Como resultado de la acumulación durante períodos largos, la diferencia entre la tasa de interés real y el crecimiento del PIB real cumple un papel crucial para determinar la estabilidad de la deuda pública. Si bien una diferencia elevada puede poner la deuda en una trayectoria inestable, normalmente la diferencia se mantiene cercana a cero. En particular, en el caso de las 22 economías avanzadas de nuestra base de datos, la diferencia promedio es

⁸El residual puede ser significativo y puede variar entre los distintos países dependiendo, entre otras cosas, de las reglas contables adoptadas por los gobiernos (véanse más detalles en el apéndice 4 de la edición de septiembre de 2011 de *Monitor Fiscal*). Este residual es particularmente pronunciado en los períodos anteriores a la Segunda Guerra Mundial cuando las normas contables no eran particularmente fiables ni uniformes.

Gráfico 3.3. Dinámica de la relación deuda/PIB
(Porcentaje del PIB, economías avanzadas)

Después de alcanzar el 100%, la relación deuda/PIB tiende a disminuir, aunque a un ritmo muy moderado. Esta reversión de la tendencia no está presente en niveles inferiores de deuda, por ejemplo, cuando la deuda supera el 60% del PIB.

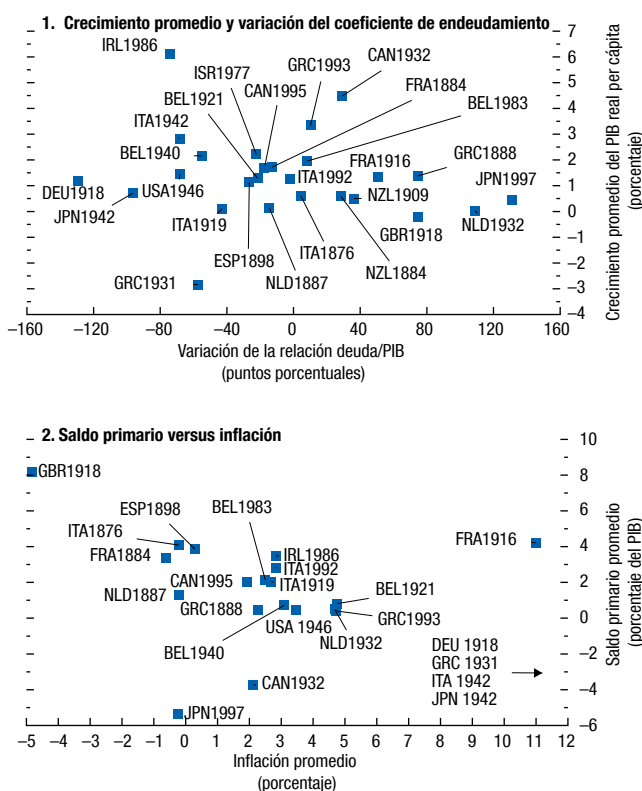


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: El eje horizontal muestra el número de años después de que la relación deuda/PIB supera el umbral.

-0,7%⁹. Además, los déficits primarios responden lentamente a las variaciones de la deuda; Ostry *et al.* (2010) estiman que la elasticidad del saldo primario con respecto a la deuda es bastante baja, alrededor de 0,05. Por lo tanto, la evolución del saldo de la deuda tiende a ser bastante persistente y está sujeta a fluctuaciones importantes y prolongadas, como se aprecia en los gráficos 3.2 y 3.3.

Gráfico 3.4. Alto nivel de deuda, crecimiento e inflación

Después de que la relación deuda/PIB supera el 100%, el crecimiento, el coeficiente de endeudamiento, el saldo fiscal primario y la tasa de inflación varían considerablemente de una economía a otra.



Este marco nos ayuda a analizar otros aspectos de las experiencias de estos países. El panel 1 del gráfico 3.4 muestra la tasa media de crecimiento del PIB real per cápita y la variación de la relación deuda/PIB para cada episodio de deuda elevada. Con la excepción de Grecia (1931)¹⁰, el Reino Unido (1918) experimentó el peor desempeño económico, registrando tasas de crecimiento negativas y un aumento considerable de la carga de la deuda. En el extremo opuesto se encuentra Irlanda (1986) que experimentó la tasa media de crecimiento más rápida (más del 6%) y una sustancial reducción de la deuda. Las mayores reducciones de la deuda ocurrieron después de las guerras mundiales, normalmente como resultado de la hiperinflación. Estados Unidos (1946) es la excepción, como señalamos a continuación; no obstante, la inflación fue un factor que contribuyó de manera importante a la reducción de la deuda durante este episodio. Por último, no existe una correlación clara entre el crecimiento y la reducción de la deuda en este grupo de episodios de niveles elevados de deuda.

Puede obtenerse otra perspectiva sobre estos episodios de niveles elevados de deuda analizando la evolución del saldo fiscal primario promedio y la tasa de inflación promedio a lo largo de un período de 15 años a partir del momento en

Fuentes: Abbas *et al.* (2010); Maddison (2003); Reinhart y Rogoff (2010), y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: La variación del coeficiente de endeudamiento, las tasas promedio de crecimiento, la inflación y el saldo primario se calculan a lo largo de los 15 años después de que la deuda alcanza el 100% del PIB. BEL = Bélgica; CAN = Canadá; DEU = Alemania; ESP = España; FRA = Francia; GBR = Reino Unido; GRC = Grecia; IRL = Irlanda; ISR = Israel; ITA = Italia; JPN = Japón; NLD = Países Bajos; NZL = Nueva Zelandia; USA = Estados Unidos.

⁹Un diferencial de -0,7% implica que el término delante de b_{t-1} en la ecuación sobre la dinámica de la deuda es aproximadamente igual a 0,99. O, dicho de otro modo, la vida media de la deuda pública, haciendo abstracción de las variaciones del saldo primario u otros ajustes relacionados con el saldo de la deuda, sería de casi 100 años. Véanse detalles adicionales sobre el diferencial negativo entre la tasa de interés y el crecimiento en Escolano, Shabunina y Woo (2011).

¹⁰El deficiente desempeño económico de Grecia se explica principalmente por la profunda inestabilidad interna después de la guerra con Turquía en 1919-22 y la ocupación extranjera durante la Segunda Guerra Mundial.

Cuadro 3.1. Episodios diferenciados por la variación de la relación deuda/PIB**1. Episodios con una reducción global de la relación deuda/PIB a lo largo de 15 años**

Episodios		Variación de la relación deuda/PIB (porcentaje)	Crecimiento del PIB (porcentaje)	Inflación (porcentaje)	Saldo primario (porcentaje del PIB)
País	Año inicial				
Alemania	1918	-129	1,2	1,4×10 ¹⁰	3,8
Japón	1942	-96	0,7	91,4	3,5
Irlanda	1986	-74	6,1	2,8	1,7
Italia	1942	-68	2,8	41,5	3,5
Estados Unidos	1946	-68	1,4	3,0	0,7
Grecia	1931	-57	-2,8	90,0	2,0
Bélgica	1940	-55	2,2	3,1	3,9
Italia	1919	-43	0,1	2,7	0,8
España	1898	-27	1,1	0,3	2,0
Israel	1977	-22	2,2	4,8	1,3
Bélgica	1921	-22	1,3	1,9	3,3
Canadá	1995	-18	1,7	-0,2	2,8
Países Bajos	1887	-15	0,1	-0,6	...
Francia	1884	-13	1,7	2,8	...
Italia	1992	-2	1,3	...	...
Promedio		-47	1,4	1,0×10 ⁹	2,4
Promedio excluidas las hiperinflaciones >40%		-33	1,8	2,1	2,2

2. Episodios con un aumento global de la relación deuda/PIB a lo largo de 15 años

Episodios		Variación de la relación deuda/PIB (porcentaje)	Crecimiento del PIB (porcentaje)	Inflación (porcentaje)	Saldo primario (porcentaje del PIB)
País	Año inicial				
Italia	1876	4	0,6	-0,2	4,1
Bélgica	1983	8	2,0	2,5	2,1
Grecia	1993	10	3,3	4,7	0,4
Nueva Zelandia	1884	28	0,6	-1,6	-3,7
Canadá	1932	29	4,5	2,1	4,2
Nueva Zelandia	1909	36	0,5	3,8	0,5
Francia	1916	50	1,4	11,0	8,2
Grecia	1888	75	1,4	2,3	0,5
Reino Unido	1918	75	-0,2	-4,8	-5,4
Países Bajos	1932	109	0,0	4,7	...
Japón	1997	131	0,5	-0,3	...
Promedio		51	1,3	2,2	1,2

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

que la deuda alcanza el 100% del PIB. Dado que estos son los principales objetivos de política fiscal y monetaria, nos ofrecen una base para examinar los distintos enfoques de política de los estudios de casos. El panel 2 del gráfico 3.4 muestra que cuando estos países alcanzaron altos niveles de deuda, los saldos fiscales y la inflación variaron considerablemente de un país a otro. Vemos algunos episodios atípicos evidentes en el Reino Unido (1918) y Japón (1997) junto con una serie de episodios de hiperinflación o de inflación elevada relacionada con la guerra en otros

países como Alemania, Francia, Grecia, Italia y Japón. Sin embargo, en general, los episodios más modernos están mucho más estrechamente agrupados y se caracterizan por una inflación y unos superávits primarios modestos. No obstante, como se pone de manifiesto en los estudios de casos presentados a continuación, los episodios modernos difieren en aspectos que no son fácilmente evidentes en el análisis agregado.

En el cuadro 3.1 se presenta una última perspectiva sobre estos episodios, que se dividen en dos grandes grupos: aquellos en que los niveles de deuda

pública aumentaron y aquellos en que disminuyeron. El superávit fiscal primario es, en promedio, de alrededor de 2,4% del PIB en aquellos episodios en que disminuye la relación deuda/PIB, pero solo llega al 1,2% en aquellos en que aumenta el coeficiente de endeudamiento. Esto apunta a una conclusión derivada de nuestros estudios de casos: para reducir la deuda se requieren, en definitiva, superávits primarios. La relación entre la inflación y la reducción de la deuda es más ambigua. Aunque la hiperinflación está claramente asociada a una fuerte reducción de la deuda, si se excluyen los episodios de hiperinflación, no existe una asociación clara entre la tasa de inflación promedio y la variación de la deuda. Por último, un desempeño relativamente más sólido está asociado a una reducción de la deuda cuando se excluyen los episodios de hiperinflación.

Solo 3 de nuestros 26 episodios incluyen un incumplimiento de la deuda: Alemania en 1918, que suspendió las reparaciones de guerra en 1932, y Grecia en 1888 y 1931, que incumplió los pagos de la deuda en 1894 y 1932, respectivamente. Estos episodios tienen poca relevancia para los desafíos a los que hoy se enfrentan las economías avanzadas, al menos por dos razones. Primera, tienen características muy peculiares que los diferencian de otros: la inestabilidad política después de la Primera Guerra Mundial en Alemania; el esfuerzo de construcción nacional de Grecia a finales del siglo XIX y la posterior guerra de 1897 entre Grecia y Turquía, y un período de profunda inestabilidad política interna en Grecia después de la guerra de 1919–22 con Turquía. Segunda, en estos incumplimientos una proporción importante de la deuda pública estaba denominada en moneda extranjera (u oro), lo que hizo que el reembolso de la deuda estuviera sujeto a las fluctuaciones del tipo de cambio. Por ejemplo, los episodios de Grecia son más parecidos a las crisis de deuda soberana experimentadas comúnmente por los mercados emergentes, durante las cuales una fuerte caída del tipo de cambio da lugar a un drástico aumento del valor de los pasivos denominados en moneda extranjera.

Deuda pública y crecimiento económico

Una preocupación principal que plantean los altos coeficientes de endeudamiento público es que pueden

reducir el crecimiento económico. En varios trabajos empíricos se documenta la correlación negativa entre la deuda pública y el crecimiento del PIB, y algunos apuntan a que una relación deuda/PIB de 90% o más puede frenar el crecimiento (Kumar y Woo 2010; Reinhart y Rogoff 2010; Cecchetti, Mohanty y Zampolli 2011)¹¹. Sin embargo, un elevado nivel de deuda podría ser el resultado de un crecimiento lento o podría reflejar un tercer factor que aumenta la deuda y reduce el crecimiento al mismo tiempo (por ejemplo, una guerra o una crisis financiera). De hecho, Panizza y Presbitero (2012), que utilizan el enfoque de la variable instrumental para controlar por la causalidad invertida, rechazan la hipótesis de que un elevado nivel de deuda reduzca el crecimiento. En este capítulo no abordamos la difícil cuestión de la causalidad. En cambio, al centrarnos en el desempeño después de que se haya superado una determinada relación deuda/PIB, hacemos hincapié en algunos hechos estilizados importantes adicionales sobre la deuda y el crecimiento.

En el panel 1 del gráfico 3.5 se analiza si después de entrar en una fase de niveles elevados de deuda la tasa de crecimiento económico se mantiene relativamente baja en los 15 años siguientes. Las tasas de crecimiento durante cada uno de nuestros episodios se comparan con las de un grupo de control que incluye a todas las demás economías avanzadas durante los mismos períodos. Si las tasas de crecimiento no están relacionadas con los niveles de deuda, el crecimiento de los países que registran niveles elevados de deuda debería ser, en promedio, aproximadamente el mismo que el de los otros países, es decir, los puntos representados en el panel 1 del gráfico 3.5 deberían agruparse en forma dispersa en torno a cero. Sin embargo, el diagrama de dispersión muestra que los países que superaron el umbral del 100% experimentaron, en general, un menor crecimiento del PIB que el promedio de las

¹¹Reinhart, Reinhart y Rogoff (2012) observan que cuando la deuda supera el umbral del 90% el crecimiento se reduce en 1%. Kumar y Woo (2010) observan que cuando la deuda está en el umbral del 90% un aumento adicional del 10% del coeficiente de endeudamiento reduce el crecimiento futuro en las economías avanzadas en alrededor de 1% y que este no es el caso en algunos niveles más bajos de deuda. Cecchetti, Mohanty y Zampolli (2011) obtienen resultados similares cuando la deuda se sitúa en un rango del 85% del PIB.

economías avanzadas. A este respecto al menos, estos resultados son compatibles con los obtenidos por Reinhart y Rogoff (2010).

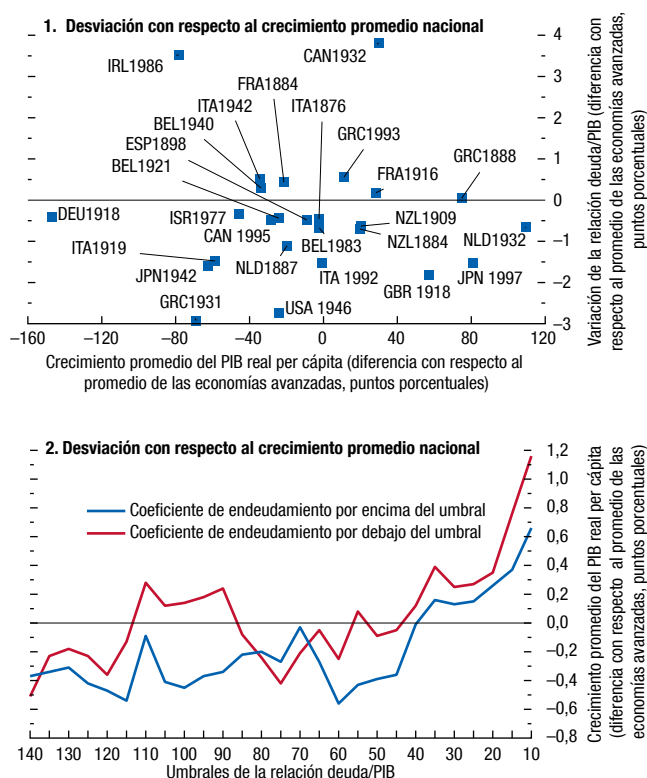
En el panel 2 del gráfico 3.5 se examina con más detalle la evolución de los niveles de deuda y del crecimiento. Este gráfico también se basa en la diferencia entre la tasa media de crecimiento en un conjunto de episodios de niveles elevados de deuda y la tasa media de crecimiento de todas las economías avanzadas durante períodos idénticos. Pero el umbral para seleccionar episodios varía entre el 10% del PIB y el 140% del PIB, aumentando el umbral en incrementos de 5 puntos porcentuales. Para cada umbral, se presenta la tasa media de crecimiento durante los episodios seleccionados en relación con la de las economías avanzadas. Además de los episodios en que la deuda aumenta cuando se supera el umbral, el gráfico también muestra el crecimiento relativo en los episodios en que la deuda disminuye cuando se supera el umbral. De estos resultados se desprenden dos observaciones interesantes. Primera, es importante observar si el nivel de deuda de un país aumenta o disminuye. Entre los países con los mismos niveles de deuda, la tasa de crecimiento a lo largo de los 15 años siguientes es más alta en aquellos donde la deuda disminuye (cuando se supera el umbral) que la de aquellos donde la deuda aumenta. Esta diferencia es estadísticamente significativa en toda la muestra. Es particularmente sorprendente en los niveles de deuda entre el 90% y el 115% del PIB (donde la tasa media de crecimiento es 0,5 puntos porcentuales más alta)¹². Segunda, no existe un umbral específico que anteceda sistemáticamente a un desempeño económico deficiente. De hecho, el panel 2 del gráfico 3.5 muestra que los países con un nivel de deuda entre el 90% y el 110% tienen un mejor desempeño económico que el grupo de control cuando la deuda se encuentra en una trayectoria descendente.

Nuestro análisis no pretende cuestionar la idea de que un nivel más alto de deuda pueda dar lugar, *ceteris paribus*, a una tasa de interés real más alta. En

¹²Los países con niveles de deuda muy bajos (por ejemplo, por debajo del 25% del PIB) tienden a registrar niveles de deuda más elevados después de 15 años. En estos casos, el hecho de que la deuda aumente o disminuya en el momento de superar el umbral tiene un efecto mucho menor sobre el nivel de deuda al final del episodio.

Gráfico 3.5. Evolución del crecimiento y la deuda

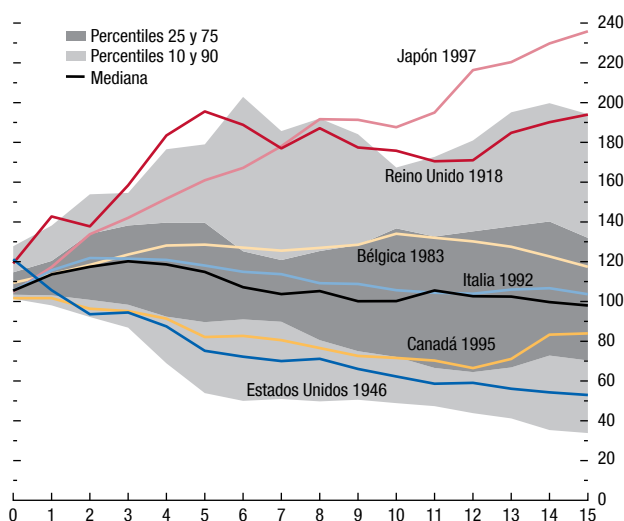
Los países cuya relación deuda/PIB supera el 100% tienden a experimentar un menor crecimiento del PIB que otras economías avanzadas. Sin embargo, los países con niveles de deuda entre el 90% y el 110% pueden crecer a un ritmo más rápido que otras economías avanzadas si la deuda mantiene una trayectoria descendente. De hecho, el desempeño del crecimiento en los países cuya deuda desciende cuando superan un determinado umbral es mejor que el de los países en que esta aumenta.



Fuentes: Abbas *et al.* (2010); Maddison (2003) y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: La variación del coeficiente de endeudamiento y el crecimiento promedio se calcula a lo largo de un período de 15 años después de que este coeficiente supere un umbral específico. La línea azul del panel 2 muestra la diferencia del crecimiento promedio de las economías cuyo coeficiente de endeudamiento supera el umbral especificado en el eje de abscisas con respecto al crecimiento promedio de todas las economías avanzadas durante los mismos períodos. La línea roja denota el diferencial de la tasa de crecimiento cuando el coeficiente de endeudamiento se reduce por debajo de cada umbral determinado. BEL = Bélgica; CAN = Canadá; DEU = Alemania; ESP = España; FRA = Francia; GBR = Reino Unido; GRC = Grecia; IRL = Irlanda; ISR = Israel; ITA = Italia; JPN = Japón; NLD = Países Bajos; NZL = Nueva Zelandia; USA = Estados Unidos.

Gráfico 3.6. Dinámica de la relación deuda/PIB después de que la deuda pública supera el umbral del 100%
(Porcentaje del PIB, economías avanzadas)

Los estudios de casos seleccionados abarcan la amplia gama de dinámicas de la relación deuda/PIB experimentadas históricamente por las economías avanzadas.



Fuentes: Abbas *et al.* (2010) y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: El eje de la abscisa muestra al número de años después de que la relación deuda/PIB supera el 100%.

cambio, pone de relieve que no existe una relación sencilla entre la deuda y el crecimiento. De hecho, nuestro análisis subsiguiente subraya que hay muchos factores que determinan la evolución del crecimiento y de la deuda de un país. Además, no existe un umbral único para el coeficiente de endeudamiento que pueda delimitar el “bueno” del “malo”. Por ello, examinamos la dinámica de la deuda pública, el entorno macroeconómico y las políticas en una serie de estudios de casos.

Estudio de casos

Tras el análisis agregado de los 26 episodios de niveles elevados de deuda, examinamos con más detalle seis casos individuales: el Reino Unido (1918), Estados Unidos (1946), Bélgica (1983), Italia (1992), Canadá (1995) y Japón (1997) (gráfico 3.6). Los casos seleccionados reúnen tres criterios: los episodios cubren los principales períodos de niveles elevados de deuda, reflejan la gama completa de resultados y abarcan toda la variedad de enfoques de política macroeconómica.

Los estudios de casos abarcan los dos períodos de posguerra y el período más reciente de aumento de la deuda en época de paz. Excluimos los episodios de elevados niveles de deuda ocurridos antes de la Primera Guerra Mundial por falta de datos detallados y porque la estructura de las economías era sustancialmente diferente durante ese período, de manera que la comparación con las estructuras actuales no sería tan útil. Con respecto al período de entreguerras, consideramos el Reino Unido (1918) porque aporta importantes enseñanzas sobre la austeridad fiscal y las dificultades generadas por la deflación¹³. Entre los episodios posteriores a la Segunda Guerra Mundial, analizamos Estados Unidos (1946) porque es un país representativo de las políticas de represión financiera adoptadas después de la guerra que se han propuesto como posible solución a los problemas de deuda actuales (Reinhart y Sbrancia, 2011). Los casos más recientes de Bélgica

¹³No incluimos la experiencia de Alemania porque fue muy extrema y ya es relativamente muy conocida: la imposibilidad de subir los impuestos combinada con los importantes gastos y las reparaciones de guerra causaron graves desequilibrios fiscales que llevaron a la República de Weimar a monetizar los déficits fiscales, generando brotes de hiperinflación.

(1983), Canadá (1995), Italia (1992) y Japón (1997) reflejan una amplia gama de dinámicas de la deuda/ PIB y de enfoques de política¹⁴. Conjuntamente, estos estudios de casos muestran una gama completa de resultados sobre la evolución de la deuda en aquellos países con un nivel de deuda pública superior al 100% del PIB. Los casos también son representativos de la gama de políticas adoptadas para abordar los altos niveles de deuda pública (véase el gráfico 3.4, panel 2). El Reino Unido (1918) es un caso extremo de grandes superávits fiscales y una fuerte deflación. Japón (1997) también sufrió deflación, pero adoptó la orientación fiscal contraria registrando déficits fiscales considerables y persistentes. Por último, Estados Unidos (1946), Bélgica (1983), Italia (1992) y Canadá (1995) son representativos de la combinación de políticas orientadas a mantener un superávit fiscal primario y una inflación positiva aplicadas por la mayoría de los países desde la Segunda Guerra Mundial¹⁵.

En primer lugar, examinamos el caso del Reino Unido después de la Primera Guerra Mundial, cuya experiencia sentó una base clara para todos los análisis posteriores sobre la deuda pública y la política económica. Seguimos con el caso de Estados Unidos después de la Segunda Guerra Mundial, cuyas circunstancias iniciales son muy similares, pero cuyos resultados son muy distintos. Pasamos después a ejemplos más modernos y no hacemos hincapié en los extremos, sino en las experiencias más generales de Bélgica, Canadá e Italia. Sin embargo, para reforzar el mensaje de que la experiencia de deflación del Reino Unido después de la Primera Guerra Mundial

¹⁴Entre los recientes episodios de sustancial reducción de la deuda, se destaca Irlanda (1986). Sin embargo, partiendo de un nivel relativamente bajo del PIB per cápita, esta notable caída fue impulsada principalmente por la tasa muy elevada de crecimiento como resultado del proceso de convergencia con las demás economías europeas. A finales de los años ochenta, Irlanda experimentó un proceso de transformación estructural de una economía basada en la agricultura, que ya habían experimentado muchas otras economías avanzadas (véase Honohan y Walsh 2002, y Perotti 2012). Por lo tanto, no hemos incluido este episodio en nuestros estudios de casos porque parece irreplicable en aquellos países que hoy deben hacer frente a elevados niveles de deuda pública.

¹⁵Varios países experimentaron déficits primarios y una inflación (por lo general, hiperinflación) positiva, pero todos estos casos estuvieron relacionados con la guerra, siendo Alemania (1918) el ejemplo más extremo. No examinamos más a fondo estos casos debido a su relevancia limitada en el momento actual.

no ha sido relegada al baúl de la historia, examinamos el caso de Japón desde los años noventa.

El Reino Unido en 1918: Deflación

Después de la Primera Guerra Mundial, el saldo de deuda del Reino Unido creció vertiginosamente a alrededor del 140% del PIB y los precios aumentaron a más del doble del nivel registrado antes de la guerra. Las autoridades se centraron en dos objetivos principales. Primero, volver al patrón oro a la paridad existente antes de la guerra a fin de restablecer el comercio exterior, la prosperidad y el prestigio de Gran Bretaña (Pollard, 1992, pág. 106). Segundo, reembolsar la deuda a fin de preservar la proverbial solvencia del país. De hecho, volviendo a la paridad existente antes de la guerra, el Reino Unido quería demostrar que se comprometía a reembolsar su deuda en términos reales, y no en una moneda devaluada¹⁶.

Para lograr sus objetivos el gobierno del Reino Unido implementó una combinación de políticas orientadas a mantener una fuerte austeridad fiscal y una política monetaria restrictiva. El superávit primario se mantuvo cerca del 7% del PIB durante los años veinte¹⁷. Esto se logró a través de fuertes reducciones del gasto, facilitadas por el “hacha de Geddes”, y el mantenimiento de los niveles impositivos más altos adoptados durante la guerra¹⁸. En el ámbito monetario, el Banco de Inglaterra aumentó las tasas de interés al 7% en 1920 para respaldar la vuelta a la paridad anterior a la guerra, lo que —combinada con la consiguiente deflación— generó tasas de interés reales extraordinariamente elevadas.

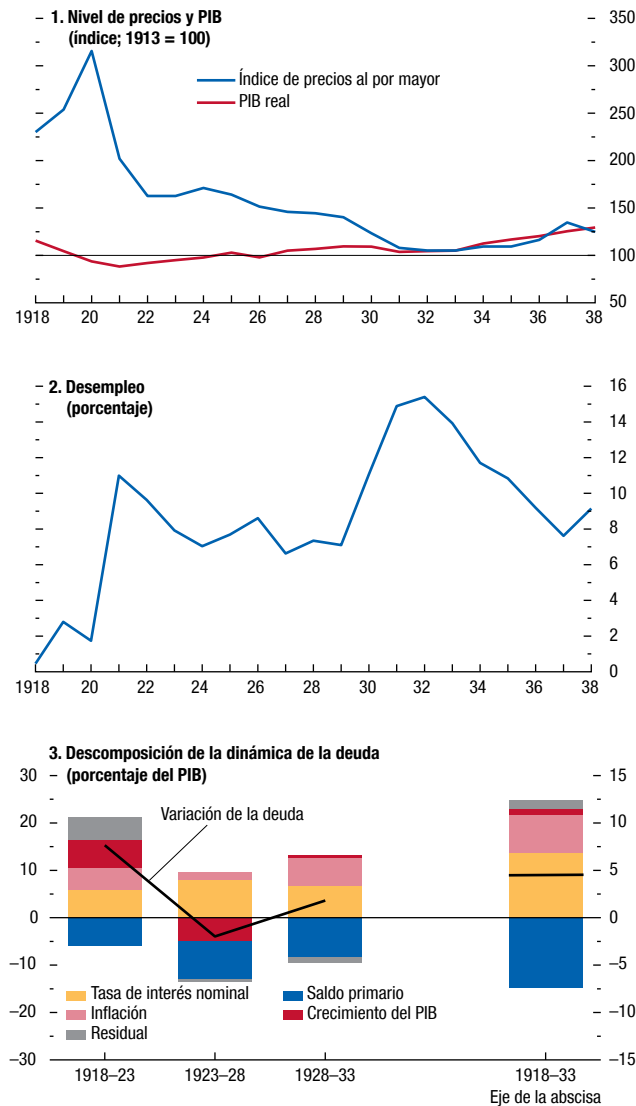
¹⁶David Lloyd George, Primer Ministro entre 1916 y 1922, manifestó lo siguiente sobre su deseo de reembolsar la deuda y volver al patrón oro: “No fue la política la que determinó las medidas adoptadas por el gobierno británico: fue precisamente por la costumbre inextirpable de los británicos de pagar lo que deben, y nunca se les ocurrió abandonar esa costumbre por el hecho de que hubieran ganado la guerra. Gran Bretaña consideró que era su deber preservar el crédito, aun al más alto costo”, Lloyd George (1928).

¹⁷El saldo general siguió siendo ligeramente negativo dado el tamaño de la deuda y la tasa de interés sobre la misma.

¹⁸Sir Eric Geddes fue nombrado presidente del comité encargado de reducir el gasto en agosto de 1921. La política aplicada dio, a su manera, muy buenos resultados. Pero, como señaló Pollard (1992), “El hacha de Geddes se convirtió en un sinónimo de mezquindad despiadada” (pág. 106).

Gráfico 3.7. Reino Unido: Deflación tras la Primera Guerra Mundial

Tras la Primera Guerra Mundial, el Reino Unido experimentó una fuerte deflación, un crecimiento anémico y altos niveles de desempleo. A pesar de los grandes superávits primarios, el coeficiente de endeudamiento siguió aumentando debido a las elevadas tasas nominales de interés y a la deflación.



Fuentes: Abbas *et al.* (2010); Feinstein (1972); Mitchell (1998) y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: La descomposición de la dinámica de la deuda se basa en una versión linealizada de la ecuación (3.1).

Los resultados económicos del Reino Unido fueron muy deficientes. El crecimiento económico se mantuvo débil y considerablemente por debajo del promedio de las economías avanzadas; se registraron altos niveles de desempleo, y la deflación estaba a la orden del día (gráfico 3.7). En 1938 el producto real alcanzaba apenas el nivel registrado en 1918, y el crecimiento medio anual fue de alrededor de ½%. Esto no solo obedeció a la Gran Depresión: el producto real en 1928 también se situaba por debajo del de 1918. El desempeño del sector exportador fue particularmente débil debido a la revaluación de la moneda: el tipo de cambio real subió inicialmente dado que los precios y los salarios no disminuían al ritmo de la apreciación nominal. El desempleo llegó al 11% en 1921. De hecho, la debilidad del mercado laboral formó parte integral de la política aplicada para inducir fuertes reducciones de los precios y, forzosamente, de los salarios. Al comparar este caso con los de otras potencias continentales, particularmente Francia e incluso Alemania, se observa que los costos de esta combinación de políticas fiscales y monetarias restrictivas fueron altos. Estos resultados llevaron a Keynes (1928, pág. 218) a comentar con cinismo: “no cabe duda de que no compensa ser bueno”.

Si las políticas aplicadas hubieran logrado reducir la deuda y restablecer el crecimiento y la prosperidad de Gran Bretaña, los costos a corto plazo tal vez habrían sido aceptables. Lamentablemente, no lo lograron. De hecho, las políticas tuvieron el efecto opuesto: la prosperidad británica se vio afectada por el doble objetivo de mantener la paridad existente antes de la guerra y la austeridad fiscal. La mayoría de los países europeos reforzaron su competitividad a través de la devaluación del tipo de cambio y las industrias de exportación británicas sufrieron en consecuencia. Además, la gestión del tipo de cambio obligó al Banco de Inglaterra a mantener tasas de interés elevadas, lo que incrementó la carga de la deuda nacional y, en general, restringió la actividad económica, minando aún más los ingresos tributarios.

La política de austeridad fiscal, aplicada para pagar la deuda, frenó aún más el crecimiento. La deuda siguió aumentando, y ascendía a alrededor del 170% del PIB en 1930 y a más del 190% del

PIB en 1933. Hasta 1990 la deuda no se acercó al nivel registrado antes de la Primera Guerra Mundial. Lloyd George (1928) señaló sobre Gran Bretaña que “su actividad y su capacidad de generar ganancias habían sido sacrificadas en gran medida en aras del mantenimiento de la integridad y la buena fe ante todos sus acreedores locales y extranjeros”.

En el panel 3 del gráfico 3.7 se pueden observar los efectos de la deflación, el crecimiento económico, las tasas de interés y la austeridad fiscal en la deuda pública. En el gráfico se calcula la contribución anual promedio a la variación de la relación deuda/PIB a lo largo de varios períodos de cinco años entre 1919 y 1933 y para el período en su conjunto. El cálculo se basa en la fórmula de la dinámica de la deuda descrita en la ecuación (3.1). Los superávits primarios contribuyeron, en promedio, alrededor de 7 puntos porcentuales al año, pero se vieron fácilmente superados por la deflación y las elevadas tasas de interés que agregaron 12 puntos porcentuales al año al saldo de la deuda. Además, la contribución positiva del crecimiento económico fue poco significativa o nula. De hecho, el nivel de deuda no disminuyó hasta que el Reino Unido experimentó un modesto crecimiento en 1924–28.

El episodio de entreguerras en el Reino Unido nos recuerda de manera importante los desafíos que plantea la aplicación de una combinación de políticas fiscales y monetarias restrictivas, especialmente cuando el sector externo se ve limitado por un tipo de cambio elevado.

Estados Unidos en 1946: Represión financiera e inflación sorpresa

A finales de la Segunda Guerra Mundial, el saldo de deuda de Estados Unidos era diez veces superior al registrado antes de la guerra, de alrededor de 120% del PIB. La economía estadounidense también se enfrentaba a un rápido aumento de la inflación asociado a la retirada de los controles de precios aplicados durante la guerra y a la liberación de la demanda reprimida. Al menos a este respecto, la situación en Estados Unidos era similar a la del Reino Unido después de la Primera Guerra Mundial. Muchos temieron que el resultado fuera

similar¹⁹. Sin embargo, el éxito de la revolución keynesiana en el pensamiento económico y el temor a repetir los errores del período de entreguerras, contribuyó a la adopción de un enfoque de política económica muy diferente y al logro de mejores resultados económicos.

Entre 1946 y 1948, las finanzas públicas de Estados Unidos pasaron rápidamente de un déficit a un superávit, como es habitual en los períodos de posguerra. El saldo primario pasó de un déficit de 5% del PIB en 1946 a un superávit de 6½% del PIB en 1948 antes de estabilizarse en alrededor de 2% durante la mayor parte de los años cincuenta. A este respecto, el desempeño de Estados Unidos fue cualitativa, si no cuantitativamente, similar al de Estados Unidos y el Reino Unido después de la Primera Guerra Mundial.

Sin embargo, la situación de la política monetaria fue muy distinta. De hecho, a diferencia de lo ocurrido después de la Primera Guerra Mundial, se eliminaron de manera parcial o lentamente las medidas extraordinarias utilizadas para respaldar los déficits durante la guerra. En particular, se mantuvo el programa de apoyo a los bonos, que estipuló un precio mínimo de los bonos del gobierno durante la guerra, y esto evitó que la Reserva Federal tuviera que subir las tasas de interés para controlar la inflación²⁰. A pesar de las propuestas planteadas para eliminar esta restricción sobre el manejo de la política monetaria, el temor a repetir los errores del pasado y causar de nuevo el ciclo de auge y caída ocurrido después de la Primera Guerra Mundial convenció a las autoridades de la necesidad de mantener el rumbo²¹.

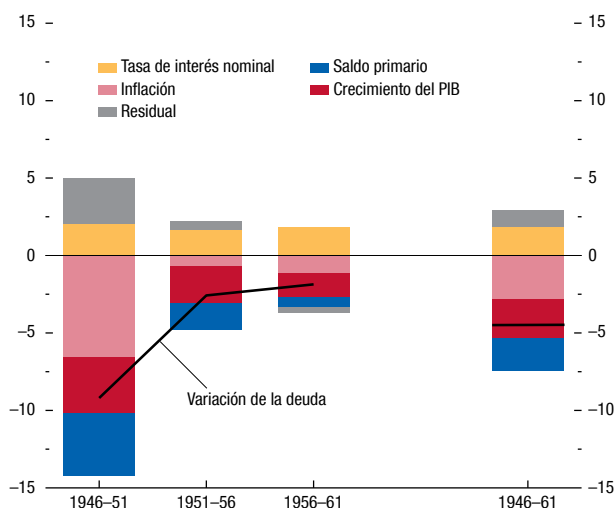
¹⁹“Al iniciarse el año 1947 América jamás ha sido tan fuerte ni tan próspera. Ni sus perspectivas jamás han sido tan brillantes. No obstante muchos de nosotros tememos que pueda ocurrir otra depresión, que perdamos nuestros trabajos, nuestras granjas, nuestros negocios... Nuestra labor hoy es asegurar que América no se vea devastada por depresiones sucesivas y largos períodos de desempleo, sino que construyamos una economía tan próspera, tan dinámica, tan progresista que cada ciudadano pueda encontrar oportunidades y seguridad para él y para su familia” (Truman, 1947).

²⁰En el marco de este programa, la Reserva Federal se encargaba de intervenir en el mercado para comprar bonos si el precio caía por debajo del valor nominal. El efecto práctico consistía en limitar las tasas de interés nominales de las letras del Tesoro a distintos vencimientos al 0,375% y la tasa del bono a largo plazo al 2½%.

²¹“El mundo financiero puede descansar tranquilo sabiendo que el mercado de inversión no estará sujeto a la desmoralización que lo arrasó en 1920 cuando el mercado de bonos públicos que

Gráfico 3.8. Estados Unidos: Dinámica de la deuda tras la Segunda Guerra Mundial
(Porcentaje del PIB)

La relación deuda/PIB se redujo fuertemente en Estados Unidos a lo largo de cinco años después de la Segunda Guerra Mundial, gracias a una combinación de altas tasas de interés reales negativas, superávits fiscales y un vigoroso crecimiento.



Fuentes: Abbas *et al.* (2010); Haver Analytics; Reinhart y Rogoff (2010) y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: La descomposición de la dinámica de la deuda se basa en una versión linealizada de la ecuación (3.1).

La eliminación de los controles de precios a mediados de 1946 provocó un brusco aumento de la inflación a finales de 1946 y 1947, al que puso fin la recesión de 1949 y la consiguiente deflación moderada. A pesar de este brusco aumento, entre 1946 y 1948 existía la creencia generalizada de que los precios caerían rápidamente, lo que, combinado con el alto superávit público y el temor a una grave recesión, significó que, de hecho, la Reserva Federal no tuvo que intervenir para apoyar los precios de los bonos públicos²². Sin embargo, se estaba generando una fuerte presión inflacionaria, y esta surgió al comienzo de la guerra de Corea en 1950. Para mitigar el aumento de la inflación, sin perturbar el mercado de bonos, se reintrodujeron los límites al crédito al consumo y se instó a la aplicación voluntaria de restricciones al crédito bancario²³. Sin embargo, entre 1950 y 1951 la inflación volvió a aumentar sustancialmente. Este segundo repunte brusco de la inflación, combinado con el de 1946-47, contribuyó en gran medida a reducir la deuda pública de Estados Unidos, que en 1951 se había reducido al 75% del PIB.

La guerra de Corea finalmente demostró que las políticas aplicadas por el gobierno convirtieron a la inflación, y no a la deflación, en el verdadero peligro. La toma de conciencia de esta situación permitió a la Reserva Federal recuperar cierta independencia en la fijación de las tasas de interés²⁴. En 1951, la Reserva

no contaba con apoyo cayó alrededor de un 20% por debajo de su valor nominal” (Truman, 1947, pág. 202).

²²Friedman y Schwartz (1963) y Meltzer (2003) presentan varios argumentos para respaldar la tesis de que “existía la voluntad entre el público de mantener cantidades relativamente grandes de dinero y de títulos públicos a tasas de interés relativamente bajas”, tal como lo refleja el aumento relativamente pequeño de la masa monetaria durante ese período. En su opinión, la “expectativa de una contracción y de una caída de los precios [...] indujo al [público] a mantener saldos de dinero real mucho mayores que los que estaba dispuesto a mantener. Esto contribuyó a que el aumento de la posguerra fuera más moderado” (Friedman y Schwartz, 1963).

²³La Ley de Defensa de la Producción, promulgada el 8 de septiembre de 1950, en respuesta al comienzo de la guerra de Corea, estaba destinada, en particular, a limitar la inflación a través del control del crédito al consumo e inmobiliario.

²⁴Como señalaron Friedman y Schwartz, “Existía la creencia generalizada de que después de la Segunda Guerra Mundial el país se vería afectado por un grave desempleo. El Sistema de la Reserva Federal se cionó a esta posibilidad y celebró la creación del programa de apoyo a los bonos, porque pensó que este sería compatible con las políticas de dinero fácil que serían necesarias

Federal quedó exonerada oficialmente de la obligación de respaldar el mercado de bonos públicos, aunque esto solo fue un primer paso en el desmantelamiento del programa de apoyo a los bonos²⁵. No obstante, la idea de imponer un tope a las tasas de interés nominales, limitando al mismo tiempo la cantidad de crédito (controles del crédito), impregnó la política económica de Estados Unidos en ese momento y persistió por lo menos hasta finales de los años ochenta.

El gráfico 3.8 muestra las contribuciones de las diversas fuerzas a las variaciones en el nivel de la deuda pública de Estados Unidos y las dos fases distintas de reducción de la deuda. En los primeros años, las altas tasas de inflación sorpresa combinadas con las bajas tasas de interés nominales redujeron la deuda en casi 35 puntos porcentuales. El resto de la reducción de la deuda es atribuible al sólido crecimiento, que contribuyó 2 puntos porcentuales cada año; los superávits primarios contribuyeron otros 2 puntos porcentuales²⁶.

En resumen, la represión financiera fue una consecuencia lógica y gradual de los altos niveles de deuda pública existentes y del temor a lo que sucedería si se elevaban las tasas de interés para evitar la inflación de la posguerra. No obstante, al sustituirse el mecanismo de precios por el control directo de las cantidades, tuvieron que establecerse controles sobre una amplia gama de actividades. Se impusieron controles del crédito y encajes legales más altos a los bancos. La competencia bancaria se vio limitada por

después de la guerra. En ese caso, la inflación, y no la deflación, planteó un mayor peligro y, en el marco del ímpetu añadido a la inflación por la guerra de Corea, la Reserva Federal logró finalmente romper las cadenas autoimpuestas que representaba el programa de apoyo a los bonos” (Friedman y Schwartz 1963, pág. 700).

²⁵En marzo de 1951 el Presidente Truman, el Tesoro y la Reserva Federal llegaron a un acuerdo (el Acuerdo de 1951) que liberó a la Reserva Federal de la responsabilidad de respaldar el mercado de títulos públicos. Sin embargo, se siguió brindando apoyo a estos títulos en virtud del principio de “letras solamente” o el de “letras preferiblemente”, lo que facilitó las operaciones de refinanciamiento del Tesoro a gran escala en épocas de condiciones del mercado monetario restrictivas (véase Young y Yager, 1960).

²⁶La tasa de crecimiento de Estados Unidos se mantuvo sólida después de la Segunda Guerra Mundial, pero fue inferior al promedio de las economías avanzadas (véase el gráfico 3.8). Esto obedeció en gran parte a las altas tasas de crecimiento en Europa, derivadas de los esfuerzos de reconstrucción.

varias normas como la Regulación Q y las restricciones a la apertura de sucursales²⁷. Eventualmente, se eludieron algunas de estas restricciones (por ejemplo, los topes obligatorios a las tasas de interés sobre los depósitos) a través de la innovación financiera (por ejemplo, los fondos del mercado monetario), lo que dio lugar a intervenciones adicionales en años posteriores (por ejemplo, la ampliación de los controles del crédito en el marco de la Ley de Protección del Crédito al Consumo de 1969). En términos más generales, estas restricciones solo lograron en parte estabilizar la inflación. De hecho, aunque la política cambiaria estadounidense de fijación del valor del oro en US\$35 la onza no desestabilizó los precios²⁸, la inflación permaneció muy volátil durante este episodio y en períodos posteriores²⁹.

Japón en 1997: Regresa la deflación

La deuda pública bruta de Japón superó el 100% del PIB en 1997, a mediados de la denominada “década perdida” de Japón. Dicha etapa se refiere al largo período de deflación moderada y de crecimiento del producto cercano a cero, un nivel considerablemente inferior al de otras economías avanzadas y al de los propios niveles históricos de Japón (véase el gráfico 3.5, panel 1)³⁰. La causa principal de este aumento de la deuda fue el estallido de las burbujas de los mercados bursátil e inmobiliario en 1989–90 y la

²⁷Entre 1933 y 1986 la Regulación Q impuso tasas máximas de interés sobre varios tipos de depósitos bancarios, como los depósitos a la vista, las cuentas de ahorro y los depósitos a plazo, que limitaron la competencia de los bancos por obtener fondos. No se permitió la apertura de sucursales interestatales hasta 1994.

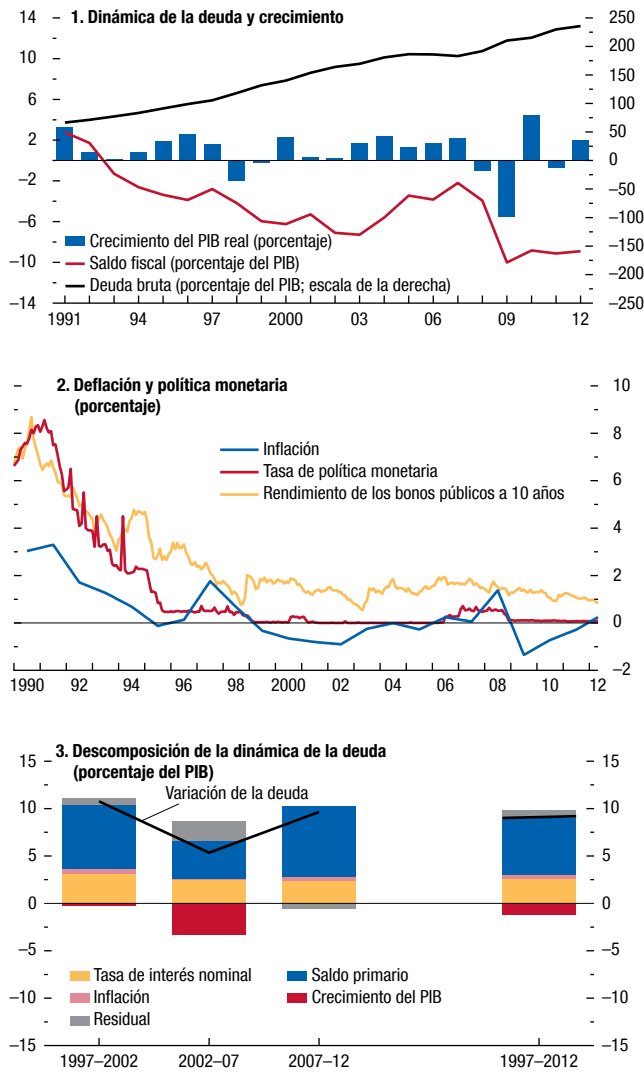
²⁸Dada la preocupación generalizada por las devaluaciones competitivas, el objetivo primordial de la política cambiaria de Estados Unidos durante la posguerra fue el mantenimiento de la paridad fija del dólar establecida en el acuerdo de Bretton Woods. Además, dado que se produjeron relativamente pocas revaluaciones o devaluaciones de las monedas extranjeras frente al oro, el sistema global garantizó el mantenimiento de tipos de cambio relativamente estables durante este episodio de deuda elevada.

²⁹Para dar una idea de la situación, la volatilidad de la inflación durante este episodio fue cuatro veces mayor que la de la inflación estadounidense entre 1997 y 2012.

³⁰En el caso de Japón la diferencia entre la deuda bruta y neta es significativa. Debido a las grandes posiciones de préstamo y endeudamiento brutos dentro del sector público, la relación deuda/PIB en 1997 solo fue del 34%. Sin embargo, las deudas bruta y neta han mantenido una tendencia similar, y la deuda neta supera actualmente el 130% del PIB.

Gráfico 3.9. Japón: La década perdida

Después del estallido de las burbujas bursátiles e inmobiliaria, el débil crecimiento de Japón y los cuantiosos déficits fiscales causaron un fuerte aumento de la relación deuda/PIB. La reducción gradual de las tasas de política monetaria al límite inferior cero no fue suficiente para prevenir la deflación.



Fuentes: Abbas *et al.* (2010); Thomson Reuters Datastream; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La descomposición de la dinámica de la deuda se basa en una versión linealizada de la ecuación (3.1).

subsiguiente debilidad de los sectores real y financiero de la economía. La respuesta inicial de política fue la aplicación de medidas de estímulo fiscal, con un fuerte deterioro del saldo fiscal y recortes de las tasas de interés (gráfico 3.9). Sin embargo, la fuerte reducción de las expectativas de inflación fue mayor que la de las tasas de interés, lo que dio lugar a una depreciación del tipo de cambio real³¹. Además, esta respuesta de política no abordó directamente las deficiencias estructurales del sector financiero de Japón. Se produjo una recuperación moderada, pero esta acabó en 1997 cuando una confluencia de eventos debilitó la economía. Aunque se adoptó una política fiscal más restrictiva a través del aumento de los impuestos al consumo y sobre la nómina debido a los crecientes niveles de deuda pública y al aumento de los gastos de la seguridad social, las causas principales de la desaceleración económica fueron las siguientes. En primer lugar, al estallar la crisis financiera de Asia, el tipo de cambio se apreció sustancialmente. Además, las deficiencias estructurales en el sector bancario se vieron exacerbadas por el débil desempeño económico, lo que causó el inicio de una grave crisis bancaria. El resultado final fue una grave recesión que obligó al gobierno a abandonar su plan de consolidación fiscal y dio lugar a continuos aumentos de los niveles de deuda pública.

La política monetaria en este período tuvo un efecto limitado como herramienta para estimular la actividad económica. Aunque las tasas de interés se mantuvieron cercanas a cero, no se implementaron políticas de crédito o de expansión cuantitativa. Además, y lo que es más grave, persistieron los problemas estructurales en el sector bancario y esto entorpeció la transmisión de la política monetaria a las condiciones del crédito. Por último, el aumento prematuro de las tasas de interés en 2000 y las repercusiones del estallido de la burbuja tecnológica en Estados Unidos exacerbaron la situación. La economía volvió a entrar en recesión en 2001.

En 2001 se inició una segunda fase de aplicación de medidas de política que fue más eficaz.

³¹El tipo de cambio real ponderado por el comercio del yen se apreció en alrededor del 60% a principios de los años noventa, alcanzando su nivel máximo en 1995; posteriormente, se depreció de manera temporal durante la recuperación económica, pero volvió a apreciarse durante la crisis asiática.

El gobierno se centró de manera más directa en resolver los problemas estructurales subyacentes en la economía. Las autoridades tomaron medidas mucho más decisivas para resolver los problemas en el sector financiero, obligando a la cancelación contable de los préstamos malos y a la recapitalización de los bancos con fondos privados y públicos. El Banco de Japón también puso en marcha un programa de expansión cuantitativa y en 2002 se comprometió públicamente a mantener las tasas de interés en niveles bajos hasta que la inflación volviera a ser positiva y estable. Las reformas estructurales del sector financiero y las condiciones de política monetaria más favorables revertieron la tendencia a la baja de la inflación y dieron lugar a una fase de recuperación relativamente fuerte que finalmente permitió una corrección moderada del desequilibrio fiscal. El debilitamiento del tipo de cambio y el entorno externo muy favorable también contribuyeron a los resultados positivos alcanzados³². Durante este período, la relación deuda/PIB se estabilizó en alrededor del 185%. Desde entonces la Gran Recesión empujó a Japón a una nueva recesión, dando lugar a otro fuerte deterioro del saldo fiscal.

Las diferentes etapas de este episodio se resumen en el panel 3 del gráfico 3.9, que muestra la descomposición de la dinámica de la deuda de Japón. El crecimiento y la inflación prácticamente no contribuyeron de manera directa a la dinámica de la deuda durante este período en su conjunto, aunque el aumento de la deuda se desaceleró entre 2002 y 2007 cuando la respuesta de política se centró en las medidas monetarias y el crecimiento se mantuvo más vigoroso. Sin embargo, la mayor contribución a la dinámica de la deuda proviene del déficit primario.

Este episodio pone de relieve la necesidad de abordar las deficiencias del sector bancario y garantizar un entorno monetario favorable para que el proceso de consolidación fiscal pueda tener éxito. También subraya las dificultades que pueden generar las condiciones externas adversas cuando las condiciones internas ya son difíciles. Cuando las deficiencias estructurales del sistema financiero impiden la transmisión normal del estímulo monetario y las tasas de

³²El tipo de cambio real se devaluó de alrededor del 20% entre 2004 y 2007, gracias, en parte, a la orientación más laxa de la política monetaria.

política monetaria se ven restringidas por el límite inferior cero, el riesgo de que el crecimiento sea anémico y frágil es alto independientemente del marco fiscal. Dicho entorno macroeconómico claramente impidió un proceso de consolidación fiscal eficaz: cada vez que se adoptaron este tipo de medidas, la economía entró en recesión.

Italia en 1992: La Unión Monetaria Europea

La relación deuda pública/PIB de Italia aumentó 70 puntos porcentuales en el cuarto de siglo transcurrido desde la Segunda Guerra Mundial, un período marcado por una inflación relativamente elevada y la subordinación de la política monetaria al deseo del gobierno de reducir los costos de financiamiento. En 1992, la relación deuda/PIB superó rápidamente el 100%, alcanzando un máximo de alrededor del 120% entre 1994 y 1996. Posteriormente, experimentó una disminución moderada, llegando a un mínimo del 104% en 2004, como resultado del fuerte deseo de Italia de convertirse en uno de los países miembros fundadores de la zona del euro.

Sin embargo, los criterios del Tratado de Maastricht de 1992, en el que se definen las condiciones necesarias para ingresar a la zona del euro, constituyeron un desafío muy importante para Italia porque exigían un esfuerzo monetario y fiscal muy fuerte de las autoridades italianas. Lamentablemente, la crisis del mecanismo europeo de tipos de cambio (MTC) ocurrida en septiembre de 1992 y la desintegración de algunos partidos políticos italianos tradicionales debido a los escándalos de corrupción generalizada parecían complicar aún más las esperanzas de Italia de participar en la zona del euro. En la práctica, sin embargo, la inestabilidad política reforzó el sentimiento proeuropeo en varios niveles de la sociedad y abrió las puertas a tres gobiernos tecnocráticos que pudieron implementar un ajuste fiscal sustancial y poner en marcha diversas reformas estructurales impopulares³³.

En el ámbito fiscal, el esfuerzo de consolidación incluyó diversas reformas estructurales que afec-

³³Los gobiernos tecnocráticos estuvieron liderados por Giuliano Amato (junio de 1992–abril de 1993), Carlo Azeglio Ciampi (abril de 1993–mayo de 1994) y Lamberto Dini (enero de 1995–mayo de 1996) tras un breve período bajo Silvio Berlusconi.

taron los pagos de las pensiones, los servicios de salud, el financiamiento de las autoridades locales, la determinación de salarios y el empleo público. Un paso importante fue la ruptura de la espiral de precios y salarios, lo que se logró con la suspensión y la posterior eliminación de la indexación salarial (*scala mobile*) en diciembre de 1991 y julio de 1993³⁴. Esto facilitó la transición hacia un régimen de política monetaria de baja inflación que fuera compatible con los criterios de Maastricht. En 1993 el gobierno recibió el mandato especial de recortar el gasto primario, rompiendo así con la práctica anterior de utilizar medidas excepcionales como principal instrumento para reducir el déficit, y se tomaron medidas para limitar el poder del parlamento de implementar nuevas iniciativas de gasto. La reforma del sistema de pensiones fue particularmente importante dado el rápido envejecimiento de la población y el generoso sistema de pensiones que dio lugar a que Italia tuviera una de las relaciones gasto en pensiones/PIB más altas del mundo, 14% en 1994. La reforma constituyó un paso en la dirección correcta, pero planteó dos problemas: primero, no fue suficiente dadas las tendencias demográficas, y segundo, la fase de transición fue particularmente larga³⁵. Por lo tanto, si bien la reforma era necesaria, sus beneficios no se dejaron sentir directamente en las finanzas públicas hasta mucho después. A pesar de esta evolución promisorio, y debido a la demora que se produjo en la obtención de resultados concretos

³⁴El nuevo acuerdo laboral de julio de 1993 trató de obtener un mayor apoyo de los empleadores y los sindicatos a los objetivos de política económica, mencionando explícitamente los objetivos de reducir la inflación, recortar el déficit presupuestario y estabilizar el tipo de cambio (véase OCDE, 1994).

³⁵La reforma de Dini de 1995 del sistema de pensiones públicas tenía por objeto garantizar la viabilidad a largo plazo de los fondos de pensiones instituyendo tasas de contribución sostenibles (el sistema pasó de vincular las pensiones a los ingresos, *sistema retributivo*, a vincularlas a las contribuciones durante toda la vida, *sistema contributivo*); vinculando las prestaciones a la esperanza de vida residual en el momento de la jubilación, y revisando las pensiones de invalidez y de supérstites, y reexaminando las pensiones mínimas garantizadas. La reforma de Dini de 1995 habría eliminado, para 2013, la posibilidad de retirarse después de 35 años de servicio independientemente de la edad (*pensioni di anzianità*), lo que constituía una de las disposiciones más generosas del antiguo sistema; a partir de 2008, las pensiones de vejez habrían requerido 40 años de servicio. Unos años después, el Acuerdo Prodi trató de reducir la fase muy larga de transición.

en algunos casos, casi la mitad de la consolidación se logró a través de aumentos de impuestos³⁶.

En el ámbito monetario, 1992 fue un año de turbulencia en los mercados, con la salida de Italia del MTC y la subsiguiente devaluación de la lira. La crisis monetaria tuvo dos implicaciones diferentes para las finanzas públicas. Por una parte, contribuyó a mejorar la competitividad, lo que era muy necesario para las industrias de exportación italianas, y, por lo tanto, respaldó el crecimiento económico. Por otra, la fuerte devaluación avivó la inflación y, especialmente, las expectativas de inflación, lo que llevó al Banco de Italia a aumentar considerablemente las tasas de interés. La carga de los pagos de intereses superó el 11% del PIB entre 1993 y 1995, y esto impidió lograr una reducción significativa del déficit global que se mantuvo estancado en un nivel superior al 7%.

En 1996, inmediatamente después de asumir sus funciones, el gobierno dirigido por Romano Prodi declaró que su objetivo prioritario era el ingreso de Italia en la zona del euro como país miembro fundador. La meta de Prodi era romper el círculo vicioso que había impedido el ingreso, es decir, el círculo de expectativas de inflación elevadas, altas tasas de interés, abultados déficits y vuelta a expectativas de inflación elevadas. Prodi obtuvo el apoyo de los sindicatos y el público para llevar a cabo una sustancial consolidación fiscal adicional, lo que dio lugar a la implementación de nuevas medidas que eventualmente redujeron el déficit global al 2,7% en 1997, alcanzando un superávit primario sin precedentes del 6,1% del PIB en 1997³⁷. Esta consolidación culminó un período de 10 años durante el cual Italia mejoró su saldo primario en algo más de 10 puntos porcentuales: un desempeño históricamente excepcional.

Además, la credibilidad del compromiso de Italia con la integración europea y la posibilidad de cumplir los criterios de Maastricht que se percibían en los mercados dieron lugar a una drástica caída de las tasas de interés a principios de 1996. Esto rompió

³⁶La consolidación fiscal representó el 13,6% del PIB entre 1992 y 1995, del cual un poco más del 40% se derivó del aumento de los impuestos; el saldo primario pasó de -4% en 1987 a 2,9% en 1995 (véase Devries *et al.*, 2011).

³⁷La convergencia se evaluó en 1998 con las cifras correspondientes a 1997.

efectivamente el círculo vicioso anterior y lo sustituyó por un círculo virtuoso. Sin embargo, dado el ajustado calendario, la reducción del déficit consistió inevitablemente en diversas medidas extraordinarias. Ejemplo de ello es el 0,6% del PIB correspondiente al “impuesto para Europa” y el hecho de que parte de la reducción de la deuda se logró gracias a los ingresos obtenidos de las privatizaciones³⁸.

El ingreso en la zona del euro redujo los costos de endeudamiento para el Tesoro italiano y permitió ampliar el plazo medio de vencimiento de su deuda (gráfico 3.10), lo que contribuyó a reducir la deuda pública en los siete años siguientes. Sin embargo, a partir de 1998, el afán de reducción disminuyó gradualmente y no se aplicaron sustanciales medidas de consolidación discrecionales adicionales³⁹. Además, dado que algunas medidas fiscales eran temporales, el superávit primario comenzó a reducirse después de alcanzar su nivel máximo en 1997. Por consiguiente, el ritmo de reducción de la deuda fue modesto y reflejó un impulso más que un esfuerzo continuo.

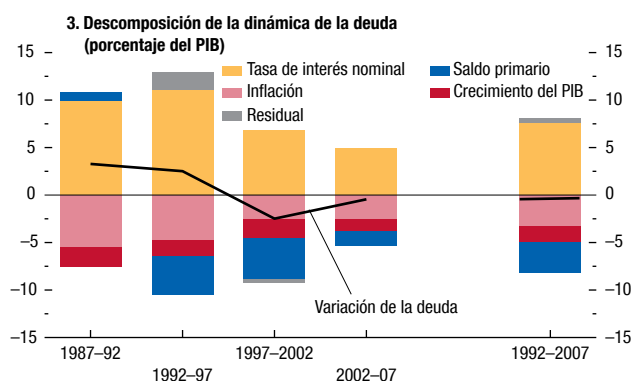
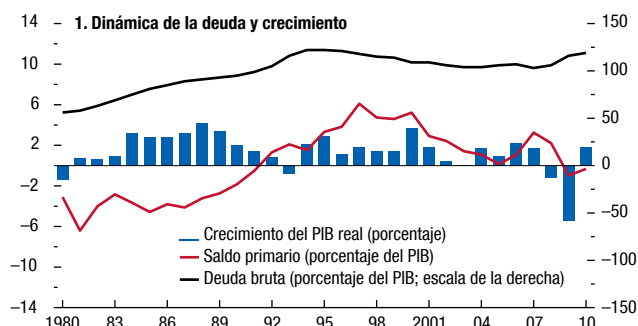
Esta evolución puede observarse en el resumen de la descomposición de la deuda incluido en el panel 3 del gráfico 3.10. El superávit primario alcanzado durante 1993–97 se vio contrarrestado por la aplicación de una política monetaria restrictiva pero al flexibilizarse las condiciones monetarias durante 1998–02, la deuda se redujo de manera más significativa, al menos hasta que los superávits primarios desaparecieron en 2003–07. También cabe señalar que el crecimiento del PIB contribuyó de manera

³⁸Según las estimaciones, entre 1990 y 2000 los ingresos de las privatizaciones obtenidos por Italia ascendieron a alrededor de US\$108.000 millones, el monto más elevado con respecto al PIB de todos los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en términos absolutos y relativos (OCDE, 2003b). Durante todo el episodio los ingresos de las privatizaciones representaron alrededor de 10 puntos porcentuales del PIB. Esto significa que más de la mitad de la reducción de la deuda del nivel máximo al mínimo puede atribuirse a los ingresos provenientes de las privatizaciones. También cabe señalar que, conforme al Tratado de Maastricht, estos ingresos se consideran financiamiento y, por lo tanto, son importantes para la reducción de la deuda pero no para la meta de déficit. Sin embargo, en nuestro análisis estos ingresos se incluyen en el déficit primario.

³⁹Durante el período 2003–05, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea se diluyó, en parte debido al deficiente desempeño económico de los países del núcleo de Europa. En cualquier caso, Italia aplicó algunas medidas adicionales de consolidación fiscal entre 2004 y 2007 después de la recesión de 2003.

Gráfico 3.10. Italia: Disminuye el afán por reducir la deuda pública

Para cumplir los criterios de Maastricht, Italia registró superávits primarios considerables a finales de los años noventa. El coeficiente de endeudamiento también comenzó a disminuir gracias a la reducción de las tasas de interés reales. Sin embargo, los esfuerzos de consolidación fiscal se debilitaron durante la década de 2000.



Fuentes: Abbas *et al.* (2010); Banco de Italia; Thomson Reuters Datastream; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: La descomposición de la dinámica de la deuda se basa en una versión linealizada de la ecuación (3.1).

muy modesta a la reducción de la deuda a lo largo de este período. De hecho, la tasa de crecimiento de la economía siguió siendo débil y se mantuvo muy por debajo del promedio de las economías avanzadas (véase el gráfico 3.5, panel 1).

Bélgica en 1983: Diez años de consolidación antes de la Unión Monetaria

La comparación de la experiencia de Italia con la de Bélgica es muy instructiva, porque Bélgica obtuvo, eventualmente, mejores resultados en circunstancias muy similares. La experiencia de Bélgica comienza aproximadamente 10 años antes, en 1983, cuando la relación deuda/PIB superaba el umbral del 100%. Como en Italia, los abultados déficits primarios, el lento crecimiento y la orientación antiinflación relativamente restrictiva adoptada por el banco central conjuntamente encauzaron la relación deuda/PIB en una trayectoria insostenible.

Entre 1982 y 1987 Bélgica inició un firme proceso de consolidación fiscal que culminó con el plan de reducción del déficit de “Sint-Anna” o “Val Duchesse” de 1987. Este plan consistió primordialmente en reformas estructurales que se tradujeron en recortes permanentes del gasto de 2,8% del PIB. El plan, combinado con los anteriores esfuerzos de consolidación fiscal (principalmente estructurales y del gasto), dio lugar a sustanciales superávits primarios e incluso a una reducción temporal de la relación deuda/PIB. Durante el período de 10 años transcurrido entre 1981 y 1991, Bélgica mejoró su saldo primario en 11 puntos porcentuales, lo que representó la mayor consolidación en un período de 10 años de todas las economías avanzadas desde la Segunda Guerra Mundial⁴⁰.

Las políticas aplicadas se centraron en reducir la proporción del empleo público, recortar el sistema excesivamente generoso de prestaciones sociales, rebajar las asignaciones familiares y las prestaciones de seguro de desempleo y aumentar la edad de retiro. En el sector empresarial, había poco margen para la privatización en comparación con otros países, como Italia, pero se redujeron considerablemente los gastos

⁴⁰Véase una lista de las principales mejoras del saldo primario en las economías avanzadas y de mercados emergentes en Abbas *et al.* (2010).

impositivos de las empresas y los subsidios, cuyo nivel era uno de los más altos de la OCDE⁴¹. Se adoptaron estas prioridades como reacción a las políticas aplicadas entre mediados de los años setenta y principios de los ochenta que aumentaron considerablemente los subsidios a las empresas, el empleo público y los pagos de transferencias a los hogares. Por último, a principios de los años noventa, en el marco del “plan global”, se redujeron aún más los gastos en pensiones y los costos de atención de la salud⁴². Sin embargo, en los últimos 30 años no se ha implementado ninguna reforma estructural importante para mejorar la flexibilidad y la eficiencia del mercado laboral, lo que ha dado lugar a que Bélgica se haya visto afectado por bajas tasas de participación de la mano de obra y altos niveles de desempleo a corto y a largo plazo durante la mayor parte del episodio de deuda elevada y en años posteriores. El principal logro en relación con el mercado laboral fue el proceso de moderación salarial que, desde mediados de los años ochenta, ha vinculado los aumentos salariales a los de los principales socios comerciales de Bélgica (Alemania, Francia, los Países Bajos)⁴³.

El ajuste fiscal realizado por Bélgica se vio afectado por las condiciones monetarias vigentes en ese momento y por la desaceleración de la actividad mundial a principio de los años noventa⁴⁴. Aunque

⁴¹Según las estimaciones, “la ayuda total a las empresas —subsidios, transferencias de capital, préstamos e inversión pública en participaciones de capital— ha representado, en promedio, 5,5% del PNB (producto nacional bruto) anual desde principios de los años setenta, llegando a 8,9% en 1982” (OCDE, 1986, pág. 25). En comparación, en Italia los subsidios correspondieron solamente a alrededor del 3% del valor agregado del sector empresarial en 1980–87 (OCDE, 1994, pág. 54).

⁴²El 17 de noviembre de 1993, el Gobierno de Bélgica aprobó un plan integral para el empleo, la competitividad y el sistema de seguridad social. En el informe de la OCDE (2003a) se señala que “se adoptará un nuevo método para calcular las pensiones (el período base para calcular las pensiones será más largo, y se armonizarán las pensiones para hombres y mujeres)”, y se mencionan otras restricciones y medidas de reducción de los costos de la atención de la salud. La edad límite para la jubilación anticipada aumentó de 55 a 58 años.

⁴³También, como Italia, Bélgica se encontraba entre los países de la OCDE con una regulación menos favorable al mercado de productos, debido principalmente a los obstáculos a las iniciativas empresariales (véase OCDE, 2003a).

⁴⁴La tasa de crecimiento real se deterioró pasando de más del 3% en 1990 a -0,7% en 1993, en forma parecida a otras economías avanzadas.

el proceso de moderación salarial ayudó a romper la espiral de precios y salarios, que contribuyó a una inflación endémica, aún transcurrió algún tiempo y un período de elevadas tasas de interés (orientadas a mantener la paridad con la unidad monetaria europea) hasta que la política monetaria logró mantener una inflación baja y estable. Por ende, la relación deuda/PIB comenzó a aumentar nuevamente en 1990 y alcanzó un nivel máximo de 134% en 1993, un año de recesión. Sin embargo, incluso durante la recesión, el Gobierno de Bélgica fue capaz de registrar un superávit primario, poniendo de manifiesto los efectos beneficiosos de las medidas estructurales adoptadas en los años ochenta para las finanzas públicas.

A principios de los años noventa se promulgó un segundo plan de convergencia plurianual para cumplir los criterios de Maastricht de reducir el déficit presupuestario a menos de 3% para 1997⁴⁵. Este plan incluyó una combinación de recortes de gastos y aumentos de impuestos adicionales, pero se construyó fundamentalmente sobre la base establecida por el fructífero proceso de consolidación llevado a cabo en los años ochenta. Además, se reforzó el marco fiscal: primero, en 1989 se confirió al Consejo Superior de Finanzas un renovado papel de asesor en materia de política presupuestaria; segundo, en 1994, se estableció el Instituto Nacional de Contabilidad con el objetivo de elaborar pronósticos macroeconómicos para la preparación del presupuesto. Ambas medidas fueron fundamentales para aumentar la rendición de cuentas del gobierno en materia de política presupuestaria⁴⁶.

En el ámbito monetario, la fructífera consolidación fiscal llevada a cabo en los años ochenta dio a los mercados la confianza de que el plan de convergencia probablemente tendría éxito. Como resultado, en 1993, las tasas de los bonos a corto plazo mantuvieron una fuerte tendencia a la baja y las de los bonos a largo plazo pronto siguieron la misma

tendencia⁴⁷. La inflación, que se había reducido a finales de los años ochenta, osciló en torno al 2%⁴⁸. Una consecuencia fue que, a diferencia del primer esfuerzo de consolidación, este plan de convergencia dio lugar a una caída sostenida de la deuda.

En resumen, las finanzas públicas de Bélgica ya se encontraban sobre una base más sólida que las de Italia a finales de los años ochenta. Las medidas estructurales permanentes adoptadas en los años ochenta, tuvieron efectos beneficiosos en los años siguientes. Por lo tanto, en comparación con Italia, Bélgica tuvo que llevar a cabo un ajuste fiscal más moderado para cumplir los criterios de Maastricht, y las modificaciones del marco fiscal adoptadas durante los años noventa ayudaron a evitar desviaciones y la aparición de la fatiga causada por el proceso de consolidación fiscal. Al mismo tiempo, dada la credibilidad asociada al plan de convergencia de 1992, Bélgica se benefició, antes que Italia, de una muy necesaria reducción de los pagos de intereses reales. Es difícil afirmar que esto fue lo que contribuyó a los resultados económicos relativamente mejores de Bélgica, pero, entre 1993 y 2007, Bélgica redujo su relación deuda/PIB en 50 puntos porcentuales, mucho más que Italia.

Canadá en 1995: Del fracaso al éxito

Como en Bélgica, el proceso de consolidación fiscal de Canadá tuvo dos fases: una fase inicial infructuosa en el segundo semestre de los años ochenta y una consolidación fructífera que comenzó en 1995. Analizamos ambas fases porque es útil comparar el proceso inicial de ajuste con la consolidación finalmente exitosa llevada a cabo a mediados de los años noventa.

A principios de los años ochenta, una combinación de elevados déficits primarios y una política monetaria restrictiva colocó la deuda del gobierno general de Canadá en una trayectoria insostenible; entre 1981 y 1986 la deuda aumentó alrededor de

⁴⁵La consolidación fiscal llevada a cabo en los años noventa incluyó la privatización y la venta de activos (como las reservas de oro del banco central). Sin embargo, el impacto de estas medidas temporales fue menor en Bélgica que en Italia.

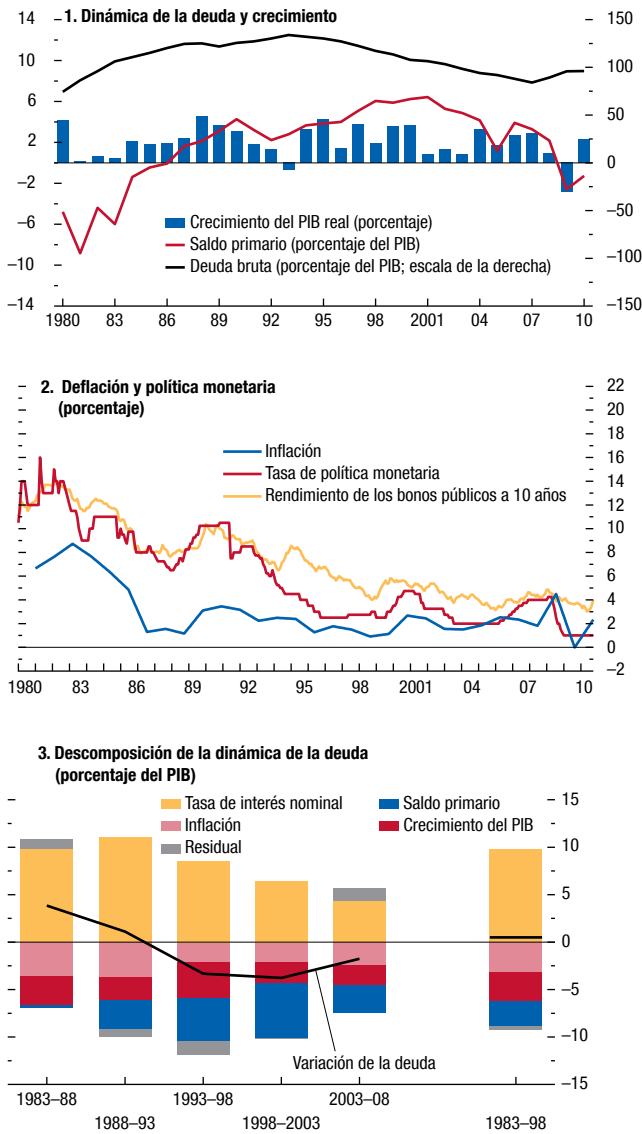
⁴⁶Véase Comisión Europea (2012).

⁴⁷La descomposición del panel 3 del gráfico 3.11 muestra que las condiciones monetarias más benignas, como lo evidencia la caída de las tasas de interés durante este episodio, contribuyeron a reducir significativamente los niveles de deuda.

⁴⁸Como en varios otros países europeos, 1994, el año después del colapso del MTC, fue una excepción.

Gráfico 3.11. Bélgica: Una maratón, no una prueba de velocidad

Bélgica registró grandes superávits primarios a finales de los años ochenta y los mantuvo a lo largo de alrededor de 15 años. El coeficiente de endeudamiento se redujo considerablemente en los años noventa gracias a la disminución de las tasas de interés reales y a un crecimiento relativamente vigoroso.



Fuentes: Abbas *et al.* (2010); Thomson Reuters Datastream; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: La descomposición de la dinámica de la deuda se basa en una versión linealizada de la ecuación (3.1).

25 puntos porcentuales (panel 1 del gráfico 3.12). Esto impulsó al nuevo gobierno de Brian Mulroney a poner en marcha, en 1985, un plan de consolidación fiscal plurianual orientado a estabilizar la relación deuda/PIB en el 65% para 1990-91.

La implementación efectiva del plan de 1985 implicó un proceso de consolidación fiscal que se repartió más o menos en partes iguales entre aumentos de impuestos y recortes de gastos (véase Guajardo, Leigh y Pescatori, 2011) y permitió alcanzar temporalmente un presupuesto primario equilibrado en 1989. La evolución global de la deuda fue menos satisfactoria. De hecho, dados los elevados pagos de intereses reales y nominales seguidos de una fuerte recesión en 1990-91, la relación deuda/PIB siguió aumentando, llegando al nivel máximo del 102% en 1995. La recesión afectó gravemente al ingreso fiscal⁴⁹, mientras que el gasto público siguió aumentando en términos reales hasta 1993, principalmente debido a los estabilizadores automáticos.

Se han aducido varias razones para explicar el fracaso del proceso de consolidación de 1985⁵⁰. Una de ellas es que el ajuste de los gastos se basó primordialmente en recortes generales que no se especificaron adecuadamente y aumentos de la eficiencia que no impusieron cambios fundamentales en la forma en que el gobierno determinaba los gastos y, por lo tanto, no duraron. Además, algunas de estas medidas también fueron temporales. Por ejemplo, el plan impuso una sobretasa temporal a las rentas más altas y a grandes empresas y originó cierto ahorro derivado de las privatizaciones. Por lo tanto, si bien el saldo primario mejoró durante los 10 años transcurridos entre 1985 y 1995, la mejora representó algo menos de 6 puntos porcentuales del PIB porque se vio interrumpida por la recesión de principios de los años noventa. Sin embargo, el proceso de consolidación introdujo varias medidas permanentes que ayudaron a los futuros gobiernos canadienses, como el cambio de una indexación completa de los tramos impositivos a otra parcial. Otro factor, que se hace

⁴⁹El ingreso se recuperó poco a poco, posiblemente debido a la evolución del mercado inmobiliario: los precios de la vivienda cayeron un 7% con respecto a su nivel máximo en 1990 y no se recuperaron rápidamente, mientras que los precios de las acciones no empezaron a aumentar hasta 1995.

⁵⁰Véase, por ejemplo, un análisis más detallado de la experiencia de Canadá en Sancak, Liu y Nakata (2011).

más evidente al examinar el proceso de consolidación de 1995, es que tanto el entorno monetario como el externo se mostraron adversos a la reducción de la deuda. Se aplicó una política monetaria particularmente restrictiva porque el Banco de Canadá intentaba reducir la inflación manteniendo tasas de interés reales elevadas durante ese período (gráfico 3.12, panel 2), y la recesión, que coincidió con la desaceleración mundial, socavó el crecimiento y las finanzas públicas (véanse los párrafos siguientes).

En 1995, después de que la relación deuda/PIB cruzara el umbral del 100% y con un sustancial apoyo público, el Gobierno de Canadá puso en marcha otro ambicioso plan de consolidación fiscal⁵¹. Dado el ya elevado nivel impositivo y la decepción causada por el proceso de consolidación anterior, este plan se basó principalmente en el gasto y abordó algunas cuestiones estructurales fundamentales que generaron los desequilibrios fiscales. En particular, el plan implementó las reformas estructurales del sistema de seguro de desempleo, del sistema de transferencias a las provincias y del sistema de pensiones⁵². La reducción de las transferencias a las provincias impuso mayor disciplina fiscal a nivel subnacional, lo que también contribuyó a mejorar sus finanzas. Además, la consolidación se vio respaldada por el hecho de que a mediados de los años noventa, la mayoría de las provincias de Canadá promulgaron reglas fiscales que impusieron explícitamente límites específicos sobre los indicadores fiscales, como los saldos presupuestarios, el gasto y los impuestos⁵³. Esto contribuyó a una mayor persistencia del esfuerzo fiscal a lo largo del tiempo. Como resultado, el saldo primario alcanzó un sólido superávit constante, y la deuda se redujo 35 puntos porcentuales en los 10 años siguientes.

⁵¹Convencer al público de la importancia de reducir la deuda pública fue un elemento importante del enfoque del gobierno con respecto a esta cuestión. Además, las comparaciones desfavorables entre Canadá y México publicadas por el *Wall Street Journal* después de la crisis del peso y la visión crediticia de la agencia de calificación Moody's sobre Canadá antes del presupuesto de 1995 subrayaron la importancia que revestía para el público la resolución del problema de la deuda.

⁵²Véanse más detalles en Sancak, Liu y Nakata (2011).

⁵³Véase Millar (1997).

Gráfico 3.12. Canadá: Consolidación fiscal después de 1985

Canadá experimentó dos fases de consolidación distintas: una en los años ochenta y otra en los noventa, dando lugar esta última a superávits primarios considerables y a la reducción de la deuda. La reducción de la deuda en los años noventa también se vio respaldada por un vigoroso crecimiento.



Fuentes: Abbas *et al.* (2010); Thomson Reuters Datastream; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La descomposición de la dinámica de la deuda se basa en una versión linealizada de la ecuación (3.1).

El éxito del proceso de consolidación fiscal llevado a cabo en los años noventa se vio amplificado por el entorno interno y externo benigno. En el ámbito interno, después de que el Banco de Canadá adoptara un régimen de metas de inflación en 1991, el país se benefició de las tasas de interés relativamente bajas en un entorno de inflación baja y estable, mientras que el tipo de cambio se depreció lentamente pero de manera constante durante ese período⁵⁴. Como consecuencia, las tasas reales, así como la prima asociada al riesgo de una reaparición de la inflación, registraron una sustancial caída. La carga del servicio de la deuda se redujo de casi 10% del PIB en 1995 a alrededor de 7% en 2000. Además, Estados Unidos, el principal socio comercial de Canadá, experimentó un extraordinario auge a finales de los noventa. Esto, combinado con una fuerte depreciación del tipo de cambio efectivo real, ayudó a estimular el sector exportador de Canadá: la contribución de las exportaciones al crecimiento del PIB fue, en promedio, de más de 3 puntos porcentuales entre 1993 y 2000. A pesar de las favorables condiciones monetarias y externas, el crecimiento del PIB siguió siendo inferior al promedio de las economías avanzadas (véase el panel 1 del gráfico 3.5).

El panel 3 del gráfico 3.12 muestra la descomposición de la dinámica de la deuda durante esos años. Dada la importancia del proceso de consolidación de 1985, se añadieron dos barras para cubrir este período aunque el promedio se mantiene constante durante los 15 años después de 1995. El crecimiento vigoroso, el gran superávit primario y la caída de las tasas de interés reales contribuyen considerablemente a la reducción de la deuda después de 1995. Por último, el efecto de la Gran Recesión es visible en la última barra: el débil crecimiento y el estímulo fiscal contracíclico contribuyeron a aumentar la deuda durante este período.

En general, este episodio ilustra cómo los factores fiscales, monetarios y externos contribuyen al resultado obtenido. El cambio en la composición de las medidas fiscales hacia una mayor atención a la

aplicación de reformas estructurales y un marco fiscal basado en reglas a nivel subnacional contribuyeron al éxito del proceso de consolidación en 1995. Pero la influencia de las condiciones monetarias y externas también es evidente. En el plan de 1985, ambas condiciones frenaron la contracción, mientras que en 1995 su influencia era favorable. Además, incluso en un entorno fiscal y monetario sólido, los efectos de la Gran Recesión muestran que los eventos externos pueden entorpecer la reducción de la deuda interna.

Análisis

En esta sección, se reúnen las experiencias de los países examinados en nuestros estudios de casos y comparamos los objetivos de política económica perseguidos, los instrumentos utilizados (como las tasas de política monetaria, los tipos de cambio, los superávits primarios y los marcos institucionales), y los resultados obtenidos. Para facilitar esta comparación el gráfico 3.13 muestra la descomposición de la deuda en los seis casos. De esta comparación se desprenden varias enseñanzas para determinar cuál es la mejor forma de hacer frente a los elevados niveles de deuda pública.

La primera enseñanza clave es que para llevar a cabo con éxito el proceso de consolidación fiscal es esencial establecer condiciones monetarias favorables. Esto es evidente al examinar los casos del Reino Unido, Estados Unidos y Japón (gráfico 3.13, panel 1). En el Reino Unido, a pesar de los sustanciales esfuerzos fiscales realizados que permitieron alcanzar y mantener superávits primarios considerables, no se redujeron los coeficientes de endeudamiento público, debido a que se persiguió simultáneamente la vuelta al patrón oro a la paridad existente antes de la guerra. Para ello fue necesario mantener una política monetaria restrictiva y tasas de interés reales excepcionalmente elevadas, lo que contrarrestó la contribución de los superávits fiscales a la reducción de la deuda. Al mismo tiempo, los precios internos no cayeron lo suficiente como para generar una depreciación del tipo de cambio real debido a la consiguiente apreciación de la libra a la paridad existente antes de la guerra. Además, esta combinación de políticas fiscales y monetarias restrictivas generó un crecimiento negativo, exacerbando el problema de la deuda.

⁵⁴La depreciación del dólar canadiense se vio respaldada por el desempeño económico relativamente más sólido de Estados Unidos en ese momento y por la caída de los precios de las materias primas durante los años noventa.

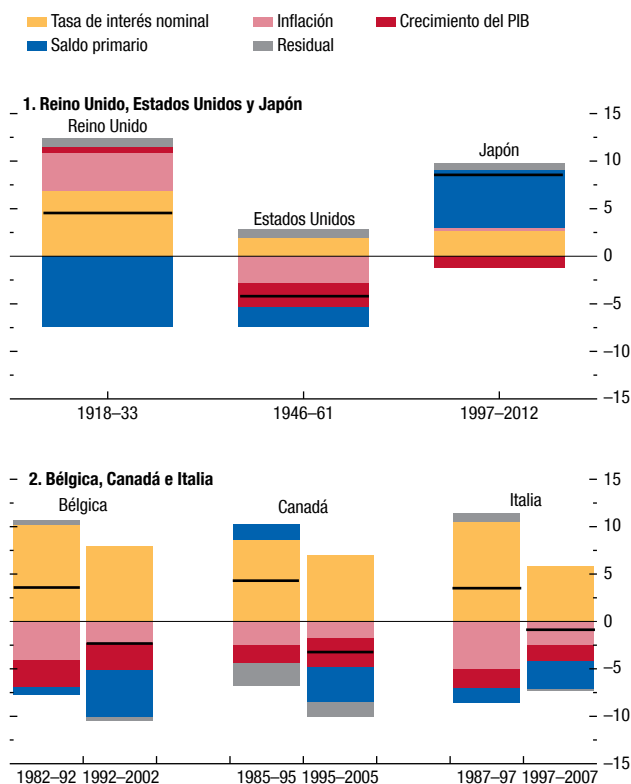
Dado que tanto la política monetaria como la fiscal eran restrictivas, cabe concebir que una de ellas, o ambas, fueran la causa de los resultados deficientes registrados por el Reino Unido. Sin embargo, el caso de Japón, que mantuvo unas condiciones monetarias restrictivas y unas condiciones fiscales laxas, y Estados Unidos, que aplicó una política monetaria laxa y una política fiscal restrictiva, nos permiten atribuir más claramente los resultados a la orientación monetaria, como se explica en los párrafos siguientes.

En Japón, la política monetaria se vio restringida por el límite inferior cero aplicado después del estallido de las burbujas de los mercados bursátil e inmobiliario a principios de los años noventa. Asimismo, el mecanismo de transmisión monetaria se vio afectado por los problemas del sector financiero. Dadas las bajas tasas de crecimiento y la deflación, las autoridades japonesas se encontraban en una situación difícil con respecto a la consolidación fiscal. Los esfuerzos por endurecer las políticas fiscales se abandonaron rápidamente cuando se deterioraron las condiciones económicas o no se persiguieron seriamente. Si Japón hubiera seguido aplicando una política fiscal restrictiva, probablemente habría experimentado una deflación aún mayor y un crecimiento aún más bajo, como ocurrió en el Reino Unido. Sin embargo, a pesar de la aplicación de una política fiscal expansiva, el crecimiento se mantuvo anémico y los coeficientes de endeudamiento público siguieron aumentando.

En Estados Unidos, después de la Segunda Guerra Mundial, seguía vivo el recuerdo de la Gran Depresión y la deflación producía mayor temor que la inflación. El alto nivel de deuda relacionada con la guerra y la consiguiente carga potencialmente elevada de los intereses también eran motivo de preocupación. Las autoridades adoptaron una combinación de políticas que dio lugar a condiciones monetarias excepcionalmente favorables combinadas con una política fiscal restrictiva. Específicamente, adoptaron varias medidas de política (denominadas a menudo “represión financiera”) con el objetivo de mantener las tasas nominales sobre los bonos públicos en un nivel bajo, controlando al mismo tiempo la inflación mediante la aplicación de una política fiscal restrictiva y controles de crédito. Esta combinación de políticas provocó dos sustanciales repuntes

Gráfico 3.13. Descomposición de la dinámica de la deuda en los países del estudio de casos (Porcentaje del PIB)

A pesar de los grandes superávits fiscales, el Reino Unido experimentó un fuerte aumento de la deuda debido a los niveles muy elevados de las tasas de interés reales causados por la deflación. Estados Unidos consiguió reducir la deuda gracias a una combinación de tasas de interés reales negativas y crecimiento. El aumento de la deuda de Japón se derivó principalmente de los considerables déficits fiscales. La segunda etapa de reducción de la deuda en el caso de Bélgica, Canadá e Italia se vio respaldada por mayores superávits fiscales y menores tasas de interés reales.



Fuentes: Abbas *et al.* (2010); Banco de Italia; Haver Analytics; Mitchell (1998); Reinhart y Rogoff (2010), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La descomposición de la dinámica de la deuda se basa en una versión linealizada de la ecuación (3.1).

de la inflación, lo que dio lugar a un considerable aumento de las tasas reales negativas y a una fuerte reducción de la relación deuda/PIB. Las condiciones monetarias favorables también fueron esenciales para reducir las tasas de endeudamiento privado, lo que proporcionó estímulo a la economía. Tomando como base el crecimiento y el desempeño fiscal, vemos que esta combinación de políticas resultó indudablemente eficaz, aunque la volatilidad de la inflación siguió siendo relativamente alta. Por lo tanto, nuestra conclusión es que la aplicación de una política monetaria de apoyo es un elemento esencial para reducir eficazmente la deuda.

Sin embargo, lo que no está tan claro es si este enfoque podría aplicarse al entorno económico y financiero actual. El conjunto de controles y reglamentos necesarios para que la represión financiera fuera efectiva daría lugar a un sistema financiero mucho menos integrado a nivel internacional que el actual. Además, un fuerte repunte imprevisto de la inflación —que representó gran parte de la reducción de la deuda en el episodio de Estados Unidos— podría poner en peligro el marco institucional construido por los bancos centrales en los últimos 30 años para controlar la inflación⁵⁵.

Dejando de lado la posibilidad de que la inflación aumente de manera sorprendente y de que se inicie un período de represión financiera, las opciones de política económica más realistas para el día de hoy parecen ser las adoptadas por Bélgica, Canadá e Italia. Estos tres países implementaron fuertes ajustes fiscales en un entorno en que se consideraba necesario alcanzar o mantener una inflación baja para lograr la estabilidad económica. Sin embargo, el éxito en la reducción de la deuda pública varió de un país a otro⁵⁶. Esta variación nos lleva a tres conclusiones adicionales y refuerza nuestra primera

conclusión sobre la importancia de la política monetaria para reducir con éxito la deuda pública.

Primero, incluso en un entorno de inflación baja, es importante establecer condiciones monetarias favorables manteniendo las tasas reales en un nivel bajo a fin de facilitar la reducción de la deuda pública. Las condiciones monetarias fueron restrictivas en los años ochenta (y en Italia hasta mediados de los años noventa) debido a los esfuerzos desinflacionarios realizados por los bancos centrales. Como resultado, la deuda siguió aumentando en los tres países. El panel 2 del gráfico 3.13 muestra que las tasas de interés reales elevadas contribuyeron al aumento de los niveles de deuda en los años iniciales de cada episodio, a pesar de la aplicación de políticas fiscales restrictivas. Los países no consiguieron reducir la deuda hasta que las tasas reales disminuyeron, después de lograr la desinflación y de establecer marcos de política monetaria creíbles.

Segundo, la reducción de la deuda es mayor cuando las medidas fiscales son permanentes o estructurales, y están respaldadas por un marco fiscal que brinda apoyo a las medidas implementadas. Los esfuerzos de ajuste fiscal realizados por Italia dieron lugar a una mejora considerable del saldo fiscal. Sin embargo, especialmente antes de 1992, se aplicaron predominantemente medidas temporales que no lograron encauzar la deuda pública en una trayectoria descendente sostenida, en parte debido a que no existía un marco fiscal para preservar los avances fiscales conseguidos⁵⁷. De hecho, al tener niveles impositivos muy altos, los esfuerzos fiscales se debilitaron después de que Italia entrara en la UEM. Análogamente, Canadá en los años ochenta complementó los aumentos de impuestos con recortes de gastos, pero la reducción se logró mediante recortes generalizados que resultaron ser efímeros. En cambio, en los años noventa, los planes fiscales de Canadá contribuyeron más eficazmente a reducir la deuda pública de manera persistente. Ello se debió a que estos planes se basaban en medidas estructurales bien focalizadas, incluidas las reformas del sistema de pensiones y de prestaciones sociales en un contexto

⁵⁵Cabe señalar asimismo que el período de represión financiera finalizó con el colapso del sistema monetario internacional de Bretton Woods debido a la pérdida de competitividad de la economía estadounidense con respecto a sus socios comerciales, lo que abrió las puertas a la gran inflación de los años setenta.

⁵⁶Esto puede observarse en el panel 2 del gráfico 3.13, en el que presentamos la descomposición de la deuda de cada país durante las dos fases principales (es decir, en unas condiciones de política monetaria restrictivas o favorables) que hemos identificado en los estudios de casos anteriores.

⁵⁷De hecho, en Italia se aprobaron importantes reformas del sistema de prestaciones sociales a mediados de los años noventa, pero los principales beneficios de estas reformas se obtuvieron muy gradualmente a lo largo del tiempo.

de reglas fiscales restrictivas a nivel subnacional. De la misma manera, Bélgica registró superávits cuantiosos y persistentes gracias a la aplicación de recortes estructurales del gasto, incluidas las reducciones del empleo público y las reformas del sistema de prestaciones sociales excesivamente generoso en el contexto de un marco fiscal que reforzó la rendición de cuentas.

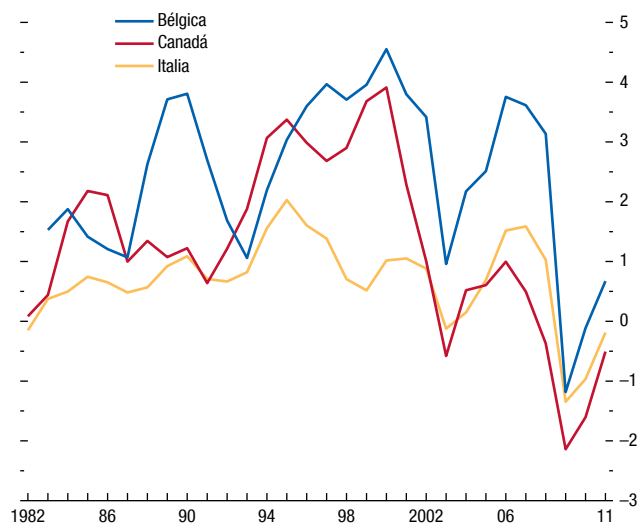
Tercero, las experiencias relativamente fructíferas de Bélgica y Canadá en los años noventa se vieron respaldadas por un fuerte repunte de la demanda externa (véase el gráfico 3.14)⁵⁸. Si bien la demanda externa está sujeta a varios factores, la depreciación de la moneda ayudó en ambos casos (Canadá en el primer semestre de los años noventa, Bélgica en el segundo semestre de los años noventa). La economía italiana se benefició de la fuerte devaluación de su moneda después la crisis del MTC de 1992, pero, en parte debido a su economía relativamente más cerrada, la contribución de las exportaciones al crecimiento del producto fue menor y relativamente efímera. Por ende, aunque es difícil precisar el factor determinante en este caso, las condiciones externas favorables contribuyeron claramente al mejor desempeño del crecimiento y a una reducción de la deuda relativamente más sostenida en Canadá y Bélgica que en Italia.

Cuarto, lleva tiempo transformar los déficits primarios en superávits. Un caso emblemático es el de Bélgica que, a pesar de registrar la mayor mejora del saldo primario en tiempos de paz desde la Segunda Guerra Mundial entre 1981 y 1991, aún le llevó 10 años pasar de un déficit de alrededor de 7% a un superávit de 4%. El efecto de esta transición en el nivel de deuda puede observarse en el panel 2 del gráfico 3.13: de hecho, la contribución promedio del saldo primario a la reducción de la deuda entre 1982 y 1992 es muy pequeña. Puede confirmarse la observación de que lleva tiempo transformar los saldos primarios examinando la muestra completa de países. En el caso de las economías avanzadas, desde 1980 las mejoras mayores de 10 puntos porcentuales a lo largo de un período de 10 años son muy poco frecuentes. La mayor

⁵⁸La relación promedio exportaciones/PIB entre 1992 y 2007 en Bélgica, Canadá e Italia fue de 0,65, 0,34 y 0,23, respectivamente.

Gráfico 3.14. Contribución de las exportaciones al PIB
(Porcentaje del PIB)

La reducción de la deuda en los años noventa en Bélgica y Canadá se logró en el contexto de un sólido desempeño de las exportaciones.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

mejora en Canadá fue de 6,7 puntos porcentuales entre 1990 y 2000, e Italia logró una mejora de 10,2 puntos porcentuales entre 1987 y 1997, dos de los mejores resultados de las economías avanzadas desde 1980. En resumen, una mejora sostenida de más de 1 punto porcentual anual es muy poco frecuente, lo que significa que, cuando se parte de un déficit primario, la reducción de la deuda lleva un tiempo particularmente largo.

En resumen, la experiencia histórica parece indicar que los países que deben soportar una pesada carga de la deuda probablemente no experimentarán fuertes mejoras de sus coeficientes de endeudamiento mientras las tasas reales se mantengan altas y las condiciones monetarias sigan siendo restrictivas. Suponiendo que puedan establecerse condiciones monetarias suficientemente favorables, parece que la aplicación de una política fiscal centrada en la implementación de reformas permanentes o estructurales contribuye a reducciones de deuda más sustanciales y duraderas que la de políticas basadas en medidas más temporales.

Conclusión

Para aquellos países que actualmente soportan una pesada carga de la deuda pública, la experiencia histórica ofrece varias enseñanzas instructivas y advertencias. La primera enseñanza es que los esfuerzos de consolidación fiscal deben complementarse con medidas que respalden el crecimiento: es necesario abordar los problemas estructurales y establecer condiciones monetarias lo más favorables posible. En Japón, por ejemplo, las deficiencias en el sistema bancario y el sector empresarial limitaron la eficacia de la política monetaria y dieron lugar a un débil crecimiento, lo que impidió llevar a cabo la consolidación fiscal. Como resultado, la deuda siguió aumentando hasta que se abordaron estas cuestiones. En Italia, Bélgica y Canadá la deuda no se redujo hasta que se establecieron condiciones monetarias favorables. En estos países las reformas de los mecanismos de fijación de los salarios que rompieron la espiral de precios y salarios contribuyeron en gran medida al establecimiento de estas condiciones. Además, el relajamiento de la política monetaria también favoreció la depreciación del

tipo de cambio, lo que respaldó la demanda externa y el crecimiento.

El caso del Reino Unido no solo refuerza este mensaje sino que también ofrece una advertencia para los países que intenten llevar a cabo una devaluación interna. La combinación de políticas monetarias y fiscales restrictivas, orientadas a reducir significativamente el nivel de precios y volver a la paridad existente antes de la guerra, dio unos resultados desastrosos. El desempleo se mantuvo alto, el crecimiento permaneció en un nivel bajo, y lo que es más relevante, la deuda siguió creciendo. Aunque la reducción del nivel de precios que trataba de llevar a cabo el Reino Unido es mayor que la que hoy podría producirse como resultado de una devaluación interna, la dinámica es similar. La reducción del nivel de precios, una parte necesaria de una devaluación interna, tiene un costo muy alto: es preciso seguir analizando esta cuestión para determinar si el costo de una devaluación interna es mayor que el beneficio obtenido en términos de competitividad.

El caso de Estados Unidos, aunque respalda la conclusión general sobre la contribución de la política monetaria, apunta a otras posibilidades más innovadoras. En los primeros años de la posguerra la política monetaria estadounidense fue muy favorable como resultado de los límites sobre las tasas de interés nominales y los repuntes de la inflación. Esta combinación particular redujo rápidamente el coeficiente de endeudamiento mientras el crecimiento se mantenía robusto. Sin embargo, es mucho más difícil evaluar si la represión financiera podría ayudar a reducir la carga de la deuda en el entorno actual. Dado que el principal problema de Estados Unidos en esos años era controlar el exceso de demanda y la inflación —lo que no es un problema al que se enfrentan actualmente los países que deben lidiar con elevados niveles de deuda pública— probablemente la represión financiera tal como se practicó en Estados Unidos después de la Segunda Guerra Mundial no sería eficaz hoy en día para aquellos países que ya se benefician de tasas de interés soberanas históricamente bajas. Además, las consecuencias inflacionarias de la represión financiera podrían poner en peligro los marcos institucionales establecidos durante los últimos 30 años para controlar la

inflación. Aún no está del todo claro si las políticas inspiradas por esta experiencia podrían ayudar.

Las implicaciones de esta enseñanza varían en el caso de los países que actualmente deben lidiar con altos niveles de deuda. En algunos de ellos, como Estados Unidos, donde se han abordado en gran medida las deficiencias del sector financiero y la política monetaria es lo más favorable posible, parecería que existen las condiciones adecuadas para avanzar en el proceso de consolidación fiscal. En otros, como en los de la periferia de Europa, donde los sectores financieros siguen siendo débiles y aún no se han abordado algunas cuestiones fundamentales en relación con la unión monetaria, posiblemente los avances serán limitados hasta que se resuelvan estas cuestiones.

Una segunda enseñanza es que los planes de consolidación deberían hacer más hincapié en la aplicación de reformas estructurales y persistentes que en la de medidas temporales o de corto plazo. Bélgica y Canadá fueron, en definitiva, mucho más eficaces que Italia en la reducción de la deuda, y una diferencia clave entre estos casos es la importancia relativa otorgada a las mejoras estructurales frente a los esfuerzos temporales. Además, tanto Bélgica como Canadá establecieron marcos fiscales en los años noventa que preservaron las mejoras del saldo fiscal y mitigaron la fatiga causada por el proceso de consolidación.

Una tercera enseñanza es que el saneamiento fiscal y la reducción de la deuda llevan tiempo; con la excepción de los episodios de posguerra, los déficits primarios no se han revertido rápidamente. Esto incrementa la vulnerabilidad de los países a sufrir un revés significativo si son golpeados por una crisis. El fuerte aumento de la deuda pública desde la Gran Recesión —incluidos los casos relativamente exitosos de Bélgica y Canadá— es un ejemplo de esta vulnerabilidad. Además, las condiciones externas han contribuido de manera importante a los resultados obtenidos en el pasado. Las implicaciones para la situación actual invitan a la reflexión: los esfuerzos generalizados de consolidación fiscal, las presiones de desapalancamiento provenientes del sector privado, las tendencias demográficas adversas y las consecuencias de la crisis financiera probablemente no proporcionarán las condiciones externas favorables

que desempeñaron un papel importante en varios episodios anteriores de reducción de la deuda. Las expectativas establecidas con respecto a lo que puede lograrse deberán ser realistas.

Tomando como base estas enseñanzas, recomendamos una hoja de ruta para la resolución eficaz del actual sobreendeudamiento público. En primer lugar, es esencial respaldar el crecimiento para hacer frente a los efectos contractivos del proceso de consolidación fiscal. Las políticas deben hacer hincapié en la resolución de los problemas estructurales dentro de la economía y la política monetaria debe proporcionar el mayor apoyo posible. Este apoyo es particularmente importante en este momento porque todas las principales economías deben abordar el sobreendeudamiento del sector público, lo que significa que no pueden basarse en condiciones externas favorables. En segundo lugar, dado que la reducción de la deuda lleva tiempo, el proceso de consolidación fiscal debería centrarse en un cambio estructural duradero. A este respecto, las instituciones fiscales pueden ayudar. En tercer lugar, si bien es necesario establecer expectativas realistas con respecto a la trayectoria futura de la deuda y fijar metas de deuda en un entorno de crecimiento mundial relativamente más débil, el caso de Italia en los años noventa parece indicar que es posible reducir la deuda aunque el crecimiento no sea vigoroso.

Referencias

- Abbas, S.M. Ali, Olivier Basdevant, Stephanie Eble, Greetje Everaert, Jan Gottschalk, Fuad Hasanov, Junhyung Park, Cemile Sancak, Ricardo Velloso y Mauricio Villafuerte, 2010, “Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World”, Fiscal Affairs Department Paper No. 10/04 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Abbas, S. Ali, Nazim Belhocine, Asmaa ElGanainy y Mark Horton, 2010, “A Historical Public Debt Database”, IMF Working Paper No. 10/245 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2011, “Historical Patterns and Dynamics of Public Debt—Evidence From A New Database”, *IMF Economic Review*, vol. 59, No. 4, págs. 717–42.
- Cecchetti, Stephen G., M.S. Mohanty y Fabrizio Zampolli, 2011, “The Real Effects of Debt”, BIS Working Paper No. 352 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).

- Comisión Europea, 2012, “Fiscal Frameworks across Member States: Commission Services Country Fiches from the 2011 EPC Peer Review”, European Commission Occasional Paper No. 91 (Bruselas).
- Devries, Pete, Jaime Guajardo, Daniel Leigh y Andrea Pescatori, 2011, “An Action-Based Analysis of Fiscal Consolidation in OECD Countries”, IMF Working Paper No. 11/128 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dippelsman, Robert, Claudia Dziobek y Carlos A. Gutiérrez Mangas, 2012, “What Lies Beneath: The Statistical Definition of Public Sector Debt”, IMF Staff Discussion Note No. 12/09 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann y Ugo Panizza, 2005, “The Pain of Original Sin”, en *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, compilado por Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann (Chicago: University of Chicago Press), págs. 13–47.
- Escolano, Julio, Anna Shabunina y Jaejoon Woo, 2011, “The Puzzle of Persistently Negative Interest Rate–Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?”, IMF Working Paper No. 11/260 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Feinstein, Charles H., 1972, *National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom, 1855–1965* (Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press).
- Friedman, Milton, y Anna Jacobson Schwartz, 1963, *A Monetary History of the United States: 1867–1960* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- Guajardo, Jaime, Daniel Leigh y Andrea Pescatori, 2011, “Expansionary Austerity: New International Evidence”, IMF Working Paper No. 11/158 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Honohan, Patrick, y Brendan Walsh, 2002, “Catching Up with the Leaders: The Irish Hare”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1 (Washington: Brookings Institution).
- Keynes, Maynard, 1928, “The Stabilization of the Franc”, *New Republic*, vol. 55, No. 711, pág. 218.
- Krugman, Paul, 2012, *End this Depression Now!* (Nueva York: W.W. Norton & Company).
- Kumar, Manmohan S., y Jaejoon Woo, 2010, “Public Debt and Growth”, IMF Working Paper No. 10/174 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lloyd George, David, 1928, “Franc Stabilization Is Crowning Triumph”, *Pittsburgh Post-Gazette*, 8 de julio, pág. 10.
- Maddison, Angus, 2003, *The World Economy: Historical Statistics* (París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos).
- Mauro, Paulo, ed., 2011, *Chipping Away at Public Debt: Sources of Failure and Keys to Success in Fiscal Adjustment* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Meltzer, Allan, 2003, *A History of the Federal Reserve: Volume 1: 1913–1951* (Chicago: University of Chicago Press).
- Millar, Jonathan, 1997, “The Effects of Budget Rules on Fiscal Performance and Macroeconomic Stabilization”, Bank of Canada Working Paper No. 97-15 (Ottawa: Banco de Canadá).
- Mitchell, B. R., 1998, *International Historical Statistics: Europe 1750–1993* (Londres: Macmillan Reference).
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), 1986, *Economic Survey of Italy* (París).
- , 1994, *Economic Survey of Italy* (París).
- , 2003a, *Economic Survey of Belgium* (París).
- , 2003b, *Economic Survey of Italy* (París).
- Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, Jun Kim y Mahvash Qureshi, 2010, “Fiscal Space”, IMF Staff Position Note No. 10/11 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Panizza, Ugo, y Andrea F. Presbitero, 2012, “Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect?” MoFiR Working Paper No. 65 (Ancona, Italy: Money and Finance Research Group).
- Perotti, Roberto, 2012, “The ‘Austerity Myth’: Gain Without Pain?” in *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, ed. by Alberto Alesina and Francesco Giavazzi (Chicago: University of Chicago Press).
- Pollard, Sidney, 1992, *The Development of the British Economy 1914–1990* (Londres: Edward Arnold).
- Reinhart, Carmen M., Jacob F. Kirkegaard y M. Belén Sbrancia, 2011, “Represión financiera nuevamente”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 48, No. 2, págs. 22–26.
- Reinhart, Carmen M., Vincent Reinhart y Kenneth S. Rogoff, 2012, “Public Debt Overhangs: Advanced Economy Episodes Since 1800”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, No. 3, págs. 69–86.
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, 2010, “Growth in a Time of Debt”, *American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 100, No. 2, págs. 573–78.
- Reinhart, Carmen M., y M. Belén Sbrancia, 2011, “The Liquidation of Government Debt”, NBER Working Paper No. 16893 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Sancak, Cemile, Lucy Qian Liu y Taisuke Nakata 2001, “Canada: A Success Story”, en *Chipping Away at Public Debt: Sources of Failure and Keys to Success in Fiscal Adjustment*, compilado por Paolo Mauro (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons).
- Truman, Harry S., 1947, *Economic Report of the President*, 9 de enero.
- Young, Ralph A., y Charles A. Yager, 1960, “The Economics of ‘Bills Preferably’”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 74, No. 3, págs. 341–73.

Muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo han tenido un buen desempeño económico a lo largo de la última década y durante la crisis financiera mundial. ¿Perdurará esta situación? Este capítulo documenta la marcada mejora de la resiliencia de estas economías durante los 20 últimos años. El desempeño durante la última década fue tan favorable que por primera vez las economías de mercados emergentes y en desarrollo gozaron de una expansión más prolongada que las economías avanzadas y sufrieron desaceleraciones más pequeñas. Las razones son la solidez de las políticas adoptadas (que da cuenta de alrededor de tres quintas partes de la mejora del desempeño) y la menor incidencia de shocks externos e internos (que da cuenta de las otras dos quintas partes). Sin embargo, en caso de que las condiciones externas empeoren, estas economías probablemente terminen “reacoplándose” a las economías avanzadas. Los shocks de origen nacional también podrían deprimir el crecimiento. Tendrán que recomponer el margen de amortiguación de la política económica para poder responder a shocks potenciales.

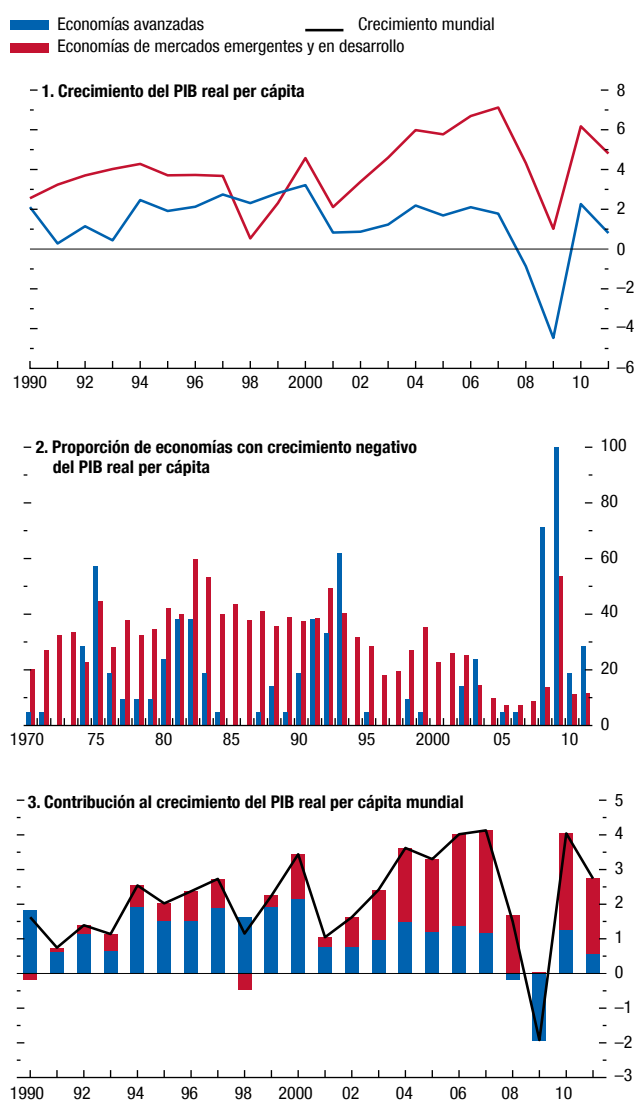
En 2003–07, el crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo se aceleró (gráfico 4.1, panel 1), en tanto que el de las economías avanzadas siguió siendo débil. Esto suscitó un vigoroso debate para dilucidar si las economías de mercados emergentes y en desarrollo se habían desacoplado de las economías avanzadas¹. La cuestión quedó en suspenso a causa de la crisis mundial que tuvo sus raíces en Estados Unidos y Europa; de hecho, más de la mitad de las economías emergentes y en desarrollo experimentaron un crecimiento negativo en 2009 (gráfico 4.1, panel 2). Pero no tardaron en recuperarse, y en 2010–11 muchas crecieron a tasas iguales o superiores a las registradas antes de la crisis. En

Los autores de este capítulo son Abdul Abiad (jefe del equipo), John Bluedorn, Jaime Guajardo y Petia Topalova, con la asistencia de Angela Espiritu y Katherine Pan.

¹Kose (2008), el capítulo 4 del informe WEO de abril de 2007 y el capítulo 1 del informe WEO de abril de 2008 resumen ese debate.

Gráfico 4.1. El sólido desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo
(Porcentaje)

El crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo se aceleró a mediados de la década de 2000, lo cual llevó a contemplar la posibilidad de que se hubieran desacoplado de las economías avanzadas. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo no escaparon a la desaceleración mundial; la mayoría experimentó un crecimiento negativo en 2009. Pero muchas se han recuperado y están gozando de tasas de crecimiento iguales o superiores a las registradas antes de la crisis, a pesar de que en las economías avanzadas perdura la debilidad. En consecuencia, hoy originan casi todo el crecimiento mundial.



Fuentes: Base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* y de World Development Indicators, del Banco Mundial; Penn World Tables 7.0 y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Los grupos de economías se definen en el cuadro 4.3 del apéndice 4.1.

consecuencia, hoy originan prácticamente la totalidad del crecimiento mundial (gráfico 4.1, panel 3).

El cuestionamiento que se hacen en este momento las autoridades es si este sólido desempeño perdurará. Más allá de los datos que corroboran la resiliencia observada a lo largo de la última década y durante el shock internacional más grave de los 50 últimos años, los optimistas pueden esgrimir como argumento el fortalecimiento de los marcos de política económica y la amplia libertad de acción —es decir, un margen de maniobra que no pone en peligro la sostenibilidad— que han hecho posible estas mejoras. Estas economías también se han diversificado desde numerosos puntos de vista, como la estructura económica, el perfil del comercio exterior y la composición de los flujos de capital. Por otra parte, el crecimiento reciente de algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo estuvo respaldado por la entrada de capitales, una vigorosa expansión crediticia y —en el caso de los países que las exportan— la persistente fortaleza de los precios de las materias primas. Dado que estos factores son propensos a revertirse, las perspectivas de estas economías quizá no sean tan favorables (Frankel, 2012). Parte de la libertad de acción que ganó la política económica durante la última década se perdió durante la crisis mundial, y no se ha recuperado del todo. Ahora se observan algunos indicios de desaceleración.

Este capítulo estudia la resiliencia de estas economías, definida como su capacidad para sustentar expansiones más prolongadas y más vigorosas, y experimentar desaceleraciones más cortas y menos profundas, junto con recuperaciones más rápidas². Otros estudios han intentado explicar directamente el crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo con poco éxito, en parte porque el comportamiento del producto de estas economías es

mucho más complejo y variado que el de las economías avanzadas (véanse, por ejemplo, Easterly, 2001, y el gráfico 4.2). Easterly *et al.* (1993) determinaron que sus tasas de crecimiento fueron muy poco persistentes a lo largo de las décadas, una idea difícil de conciliar con la elevada persistencia de los “fundamentos” —tasas de inversión, niveles educativos, comercio internacional, desarrollo financiero y calidad institucional— que suelen incluirse en las regresiones del crecimiento. Según la caracterización de Pritchett (2000), que documentó variaciones pronunciadas y abruptas del crecimiento a nivel de país, la trayectoria de su producto está conformada por “montañas, precipicios, mesetas y planicies”. Algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo crecen a tasas razonables durante muchos años y luego, sin que se observen cambios obvios en los fundamentos, se quedan estancadas durante décadas, en tanto que otras sufren dilatados períodos de estancamiento interrumpidos periódicamente por estallidos de crecimiento rápido. Las crisis económicas graves no son desconocidas y suelen ocurrir con más frecuencia en estas economías, con grandes costos en términos del producto porque a menudo representan declives de la tendencia, no fluctuaciones en torno a una tendencia (Aguar y Gopinath, 2007; Cerra y Saxena, 2008). En consecuencia, en estas economías las expansiones y las recuperaciones han durado desde unos pocos años hasta varias décadas.

El análisis de la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones podría ser un paso intermedio en la investigación de los procesos que sirven de base al crecimiento; los cambios del crecimiento a largo plazo de la volatilidad del crecimiento alterarán la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones. Otra razón para estudiar la duración es que permite ayudar a las autoridades a detectar los factores que tienden a frenar o prolongar las expansiones y acelerar las recuperaciones³.

³Al analizar la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones, contribuimos a un corpus cada vez más amplio que intenta esclarecer las transiciones del crecimiento. Entre los ejemplos, cabe mencionar a Hausmann, Pritchett y Rodrik (2005), que investigan las aceleraciones del crecimiento; Berg, Ostry y Zettelmeyer (2012) y Virmani (2012), que estudian períodos de crecimiento sostenido; y a Rodrik (1999), Becker and Mauro (2006), y Hausmann, Rodríguez y Wagner (2006), que se concentran en los colapsos del crecimiento.

²Esto concuerda con la definición general de resiliencia, que abarca estos dos mismos aspectos. El *Oxford English Dictionary*, por ejemplo, define el término inglés “resilience” como la cualidad o el hecho de poder recuperarse rápida o fácilmente de un infortunio, una conmoción o una enfermedad, o de poder resistir sus efectos. Una resiliencia mayor produciría expansiones más prolongadas y más vigorosas, pero este último fenómeno también podría ser resultado de una menor incidencia de shocks, una posibilidad que analizamos en este capítulo. Las desaceleraciones más cortas y menos profundas, y las recuperaciones más rápidas, coinciden perfectamente con la definición de la resiliencia antes mencionada, dado que las desaceleraciones son consecuencia de shocks negativos.

Este capítulo contribuye a esclarecer la resiliencia pasada, presente y potencial de las economías de mercados emergentes y en desarrollo al responder a las siguientes preguntas:

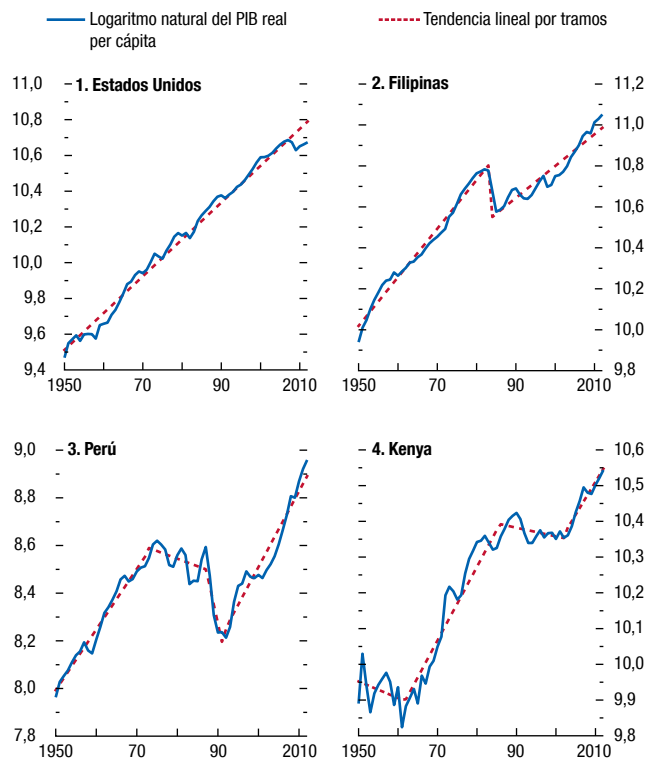
- ¿En qué medida ha cambiado con el correr del tiempo? ¿Son más prolongadas y vigorosas las expansiones? ¿Son menos profundas y más cortas las desaceleraciones y las recuperaciones?
- ¿Qué factores, tanto externos como internos, están relacionados con la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones?
- Si el desempeño ha mejorado con el correr del tiempo, ¿en qué medida es gracias al hecho de que los shocks son menos frecuentes o graves, a una mejor formulación de la política económica, y a cambios estructurales como los cambios de tendencia de los vínculos comerciales y financieros de estas economías?

Este capítulo examina la evolución del producto per cápita en más de 100 economías de mercados emergentes y en desarrollo durante los 60 últimos años⁴. Identifica períodos de expansión, desaceleración y recuperación en términos de la trayectoria del producto. Mediante una variedad de herramientas —estudios de eventos, asociaciones estadísticas y análisis de duración— evalúa las variaciones de estas duraciones a lo largo del tiempo y su relación con diversos shocks, políticas y características estructurales. Estas son las principales determinaciones del capítulo:

- La resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo ha aumentado de manera pronunciada durante las dos últimas décadas. Las expansiones son más prolongadas, y las desaceleraciones y recuperaciones son menos profundas y más breves. El desempeño fue particularmente bueno durante la última década, con la notable excepción de las economías emergentes de Europa. De hecho, la década pasada fue la primera vez que las economías de mercados emergentes y en desarrollo pasaron más tiempo expandiéndose y sufrieron desaceleraciones más pequeñas que las economías avanzadas.
- El final de las expansiones de estas economías está asociado a diversos shocks, tanto externos como internos. Entre los shocks externos, las interrupciones

Gráfico 4.2. Trayectorias diferentes del producto

A diferencia de las colinas suaves que caracterizan la trayectoria del producto de las economías avanzadas, el producto de las economías de mercados emergentes y en desarrollo está marcado por montañas, precipicios, mesetas y planicies. Las expansiones y las desaceleraciones pueden durar unos pocos años o prolongarse durante muchos.



Fuentes: Base de datos del informe WEO y de World Development Indicators, del Banco Mundial; Penn World Tables 7.0 y estimaciones del personal técnico del FMI.

⁴El apéndice 4.1 enumera las fuentes de datos utilizadas.

repentinas de los flujos de capital, las recesiones de las economías avanzadas, los estallidos de incertidumbre a escala mundial y los colapsos de los términos de intercambio incrementan la probabilidad de que una expansión concluya. Entre los shocks internos, los auges de crédito duplican la probabilidad de que una expansión se transforme en una desaceleración en el transcurso de un año, y las crisis bancarias la triplican.

- Las políticas sólidas están asociadas a una mayor resiliencia. Concretamente, una mayor libertad de acción de la política económica (caracterizada por un bajo nivel de inflación y de posiciones fiscales y externas favorables) y el fortalecimiento de los marcos de política económica (adopción de políticas anticíclicas, metas de inflación y regímenes cambiarios flexibles) están vinculados a expansiones más prolongadas y recuperaciones más rápidas.
- Es más difícil aislar los efectos de las características estructurales de estas economías —el perfil del comercio exterior, la apertura financiera y la composición de los flujos de capital, y la distribución del ingreso— en la resiliencia. No muchas de estas características están firmemente asociadas a la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones.
- La mejora de la resiliencia de muchas de estas economías desde 1990 se debe más que nada a mejoras en la formulación de las políticas y una mayor libertad de acción de la política económica. Algunos shocks, como los estallidos de incertidumbre a escala mundial, han ocurrido con mayor frecuencia durante la última década, pero otros, como las crisis bancarias y los booms crediticios, ya no son tan comunes. En términos globales, alrededor de dos quintas partes de la mejora del desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo pueden atribuirse a la menor incidencia de shocks, y tres quintas partes, a la mayor libertad de acción y al fortalecimiento de los marcos de la política económica.

El resto de ese capítulo está estructurado de la siguiente manera. La primera sección documenta cómo ha evolucionado la resiliencia de diferentes grupos de países y regiones a lo largo del tiempo, y relaciona estos cambios con variaciones más profun-

das de las tasas de crecimiento en estado estable y la variabilidad del crecimiento. La segunda sección relaciona la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones con los shocks externos e internos, la libertad de acción y los marcos de política económica, y características estructurales de estas economías. Aplicando herramientas típicas del análisis de duración, como modelos bivariados y multivariados, examina estas correlaciones de manera integral e integrada. A continuación, evalúa si la naturaleza de estas asociaciones ha cambiado con el tiempo. La última sección sintetiza el capítulo, examinando cómo han variado con el tiempo las políticas y la estructura de estas economías, así como los shocks que las sacuden. Luego cuantifica sus contribuciones relativas a la mejora de la resiliencia y concluye con algunas reflexiones sobre la resiliencia futura de estas economías.

¿Cómo ha variado la resiliencia en distintos países y a lo largo del tiempo?

Comenzamos estableciendo algunos hechos estilizados sobre la profundidad y la duración de las desaceleraciones, las recuperaciones y las expansiones de distintos grupos de países, junto con su evolución en el transcurso de las seis últimas décadas. Para los efectos del presente capítulo, dividimos las economías del mundo en tres grupos⁵. Al igual que Pritchett (2000), definimos las economías avanzadas principalmente en función de su pertenencia a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos antes de 1990, con la excepción de Turquía⁶. Todas las demás economías se clasifican como de mercados emergentes y en desarrollo, y se subdividen en dos grupos: países de bajo ingreso (las 51 economías actualmente habilitadas para recibir crédito concesionario del FMI) y mercados emergentes (las 69 economías restantes).

⁵En todo el capítulo, el análisis se limita a las economías que han tenido una población promedio de 1 millón de habitantes como mínimo durante el período que abarca la muestra.

⁶Esto implica que algunas economías clasificadas actualmente como avanzadas en el informe WEO se clasifican como mercados emergentes en este capítulo. La razón es que durante los 60 últimos años tenían más características de mercado emergente que de economía avanzada, y que su experiencia —sobre todo su capacidad para alcanzar un nivel de crecimiento tal que les permitiera sumarse al grupo de las economías avanzadas— encierra valiosas lecciones.

El apéndice 4.1 enumera los países incluidos en el análisis según su clasificación.

La variable de interés fundamental es la evolución del producto real per cápita. Nos centramos en ella porque así lo hacen la mayor parte de los estudios sobre el desarrollo, porque es el indicador pertinente del producto para el análisis del bienestar, y porque da cuenta de las diferencias entre las tasas de crecimiento demográfico de distintos países. La mayor parte de las determinaciones del capítulo conservan su validez si se utiliza el producto real (véase el apéndice 4.4).

Para identificar las expansiones, desaceleraciones y recuperaciones del producto per cápita, empleamos el algoritmo estadístico de Harding and Pagan (2002), que detecta puntos de inflexión del nivel logarítmico de una serie temporal. El algoritmo busca máximos (crestas) y mínimos (valles) locales que se ciñan a las condiciones especificadas para la duración de los ciclos y las fases. Como utilizamos datos anuales, y algunas desaceleraciones y expansiones duran apenas un año, la única condición que imponemos es la duración mínima de un ciclo (una expansión y una desaceleración seguidas), que en nuestra especificación es de cinco años⁷. Las expansiones se definen como el período transcurrido desde el año siguiente a un valle hasta el año de la cresta inclusive, y las desaceleraciones, como el período transcurrido desde el año siguiente a una cresta hasta el año del valle inclusive. Las recuperaciones se definen como el período transcurrido desde el año siguiente a un valle hasta el año en el cual el producto per cápita alcanza o supera el nivel de la cresta anterior. Cuando el producto se comporta debidamente, como ocurre en el caso de la mayoría de las economías avanzadas, las recuperaciones son un subconjunto de expansiones. Ahora bien, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo las expansiones que siguen a una desaceleración profunda posiblemente no lleguen al nivel alcanzado

⁷Esta limitación no es demasiado restrictiva. En las economías avanzadas, los ciclos tienen una duración promedio de ocho años y medio (véase el capítulo 3 del informe WEO de abril de 2002). Como ya se señaló, las expansiones y las desaceleraciones de las economías de mercados emergentes y en desarrollo muchas veces pueden resultar mucho más prolongadas. Imponerles a los ciclos una duración mínima de cinco años sirve principalmente para excluir las fluctuaciones de gran frecuencia del producto de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, que en general es mucho más volátil que el de las economías avanzadas.

por el producto per cápita en la cresta anterior sino hasta después de varios ciclos; es decir, la recuperación puede durar varios ciclos. Aplicando la metodología de Harding-Pagan, identificamos 117 expansiones y 105 desaceleraciones en las economías avanzadas, y 576 expansiones y 496 desaceleraciones en las economías de mercados emergentes y en desarrollo⁸.

¿Cómo ha variado la resiliencia con el curso del tiempo? Los gráficos 4.3 y 4.4 trazan la dinámica del producto per cápita durante los 10 años siguientes a una cresta; las crestas están agrupadas según las décadas en las que ocurrieron. Comenzamos examinando la dinámica del producto después de las crestas alcanzadas en las décadas de 1950 y 1960, que en los gráficos está indicada con una línea azul. Estas fueron décadas doradas para las economías avanzadas, y décadas buenas para las economías de mercados emergentes y en desarrollo: la desaceleración mediana de éstas durante estas décadas fue poco profunda, de menos de 3%, y el producto per cápita mediano tardó cuatro años en volver a alcanzar la cresta anterior o superarla (gráfico 4.3, panel 2).

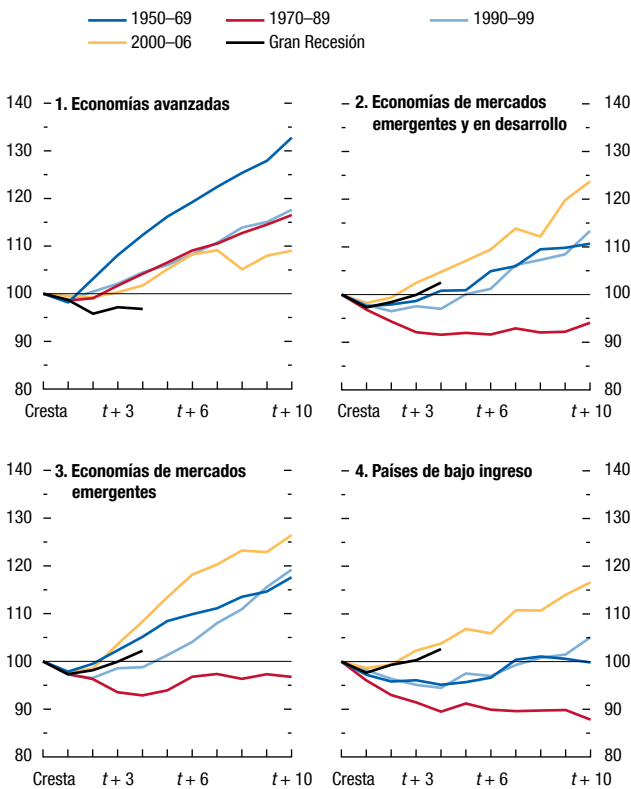
En las décadas de 1970 y 1980, las economías de mercados emergentes y en desarrollo dieron un brusco viraje a la baja (gráfico 4.3, paneles 2 a 4, líneas rojas). La desaceleración mediana fue mucho más profunda y prolongada: incluso después de transcurridos 10 años, el producto per cápita mediano no se había recuperado de las pérdidas sufridas en comparación con la cresta anterior. Sin embargo, se observan variaciones sustanciales entre las regiones (véase el gráfico 4.4). Las economías de mercados emergentes y en desarrollo de Asia fueron relativamente resilientes durante estas décadas; la desaceleración y la recuperación mediana duraron apenas cuatro años. Esto se contraponen vivamente a la experiencia de América Latina, donde muchas economías sufrieron crisis de deuda desgarradoras en la década de 1980, y de África subsahariana y Oriente Medio y Norte de África. En las tres regiones, el producto per cápita mediano se mantuvo por debajo —y en algunos casos muy por debajo— de la cresta anterior luego de transcurridos 10 años.

⁸El número de expansiones y desaceleraciones no es igual debido a la presencia de ciclos incompletos al comienzo y al final de las series temporales.

Gráfico 4.3. Dinámica del producto per cápita después de las crestas

(Mediana del producto per cápita; cresta = 100; años en el eje de la abscisa)

Las décadas de 1950 y 1960 fueron prósperas en las economías de mercados emergentes, pero no tanto en los países de bajo ingreso. Por el contrario, las décadas de 1970 y 1980 castigaron a ambos grupos: la mediana del producto per cápita se mantuvo por debajo de los niveles previos a la desaceleración durante los 10 años siguientes a la cresta. En la década de 1990, las desaceleraciones no fueron tan profundas y las recuperaciones fueron más rápidas en las economías de mercados emergentes; en los países de bajo ingreso, las mejoras fueron más notables durante 2000–06. Ambos grupos gozaron de un buen desempeño durante la Gran Recesión.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los grupos de economías se definen en el cuadro 4.3 del apéndice 4.1. Las crestas del producto per cápita se identifican utilizando el algoritmo de Harding-Pagan (Harding y Pagan, 2002). El producto per cápita en la cresta (t) está normalizado a 100, y la mediana del producto per cápita está representada en años (t + 1) hasta (t + 10) en cada grupo.

La situación de las economías de mercados emergentes y en desarrollo comenzó a mejorar en la década de 1990 (gráfico 4.3, líneas celestes). El producto per cápita mediano siguió una trayectoria más parecida a la observada en las décadas de 1950 y 1960, aunque también en este caso con alguna variación según la región (véase el gráfico 4.4). La década de 1990 no fue una gran década para las economías de mercados emergentes y en desarrollo de Asia: muchas sufrieron profundas desaceleraciones durante la crisis financiera asiática de 1997–98. Por el contrario, numerosas economías emergentes de Europa crecieron con rapidez, luego de las caídas del producto relacionadas con la transición.

Pero el vigoroso desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo a comienzos de la década de 2000 y durante la Gran Recesión no tuvo precedentes (gráfico 4.3, líneas amarillas y negras)⁹. El declive del producto per cápita mediano durante las desaceleraciones ocurridas entre 2000 y 2006 fue más pequeño que en décadas anteriores, y la recuperación tardó apenas dos años, tanto en el subgrupo de los mercados emergentes como en el de los países de bajo ingreso. Ambos subgrupos tuvieron un buen desempeño incluso durante la Gran Recesión —que posiblemente sea el shock externo más intenso de las cinco últimas décadas—, y para el tercer año el producto per cápita mediano había regresado al nivel de la cresta previa a la crisis. Este vigoroso desempeño tras la crisis mundial se observó en la mayoría de las regiones, con la excepción de las economías emergentes de Europa, cuyo producto per cápita mediano aún no han retomado el nivel anterior a la crisis (gráfico 4.4, líneas negras). En muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, el empleo también ha conservado la fortaleza: para 2011, el desempleo se había ubicado por debajo de

⁹El mejor desempeño de estas economías no está determinado por un subconjunto de países. Si las economías emergentes y en desarrollo se dividen en países exportadores de materias primas —que se han beneficiado muchísimo del elevado nivel de precios de sus exportaciones en los últimos años— y países exportadores de otros productos, se observa la misma mejora en ambos grupos. Análogamente, al aislar a los mercados emergentes más grandes del resto, el resultado sigue siendo básicamente el mismo. Estas divisiones están representadas en el gráfico 4.15 del apéndice 4.4.

los niveles previos a la crisis (véase en el recuadro 4.1 un análisis de la relación entre empleo y crecimiento en estas economías).

Estas economías se desarrollaron tan bien durante la última década que por primera vez experimentaron expansiones más prolongadas y desaceleraciones más pequeñas que las economías avanzadas (gráfico 4.5, panel 1). En las décadas de 1970 y 1980, las economías de mercados emergentes y en desarrollo pasaron más de una tercera parte del tiempo en desaceleración, mientras que en la de 2000 pasaron más de 80% del tiempo en expansión. Las economías avanzadas, por el contrario, han pasado menos tiempo en expansión a lo largo de las décadas, y en la década de 2000 experimentaron desaceleraciones más de una quinta parte del tiempo. Si bien las economías de mercados emergentes y en desarrollo han pasado más tiempo expandiéndose, la tasa de crecimiento mediana durante las expansiones no mostró una tendencia clara durante las últimas décadas; el crecimiento mediano durante las expansiones recientes no es muy diferente del registrado durante las expansiones de las décadas de 1970 y 1980 (gráfico 4.5, panel 2), pero las desaceleraciones han sido mucho menos agudas y hoy son menos profundas que las de las economías avanzadas (gráfico 4.5, panel 3).

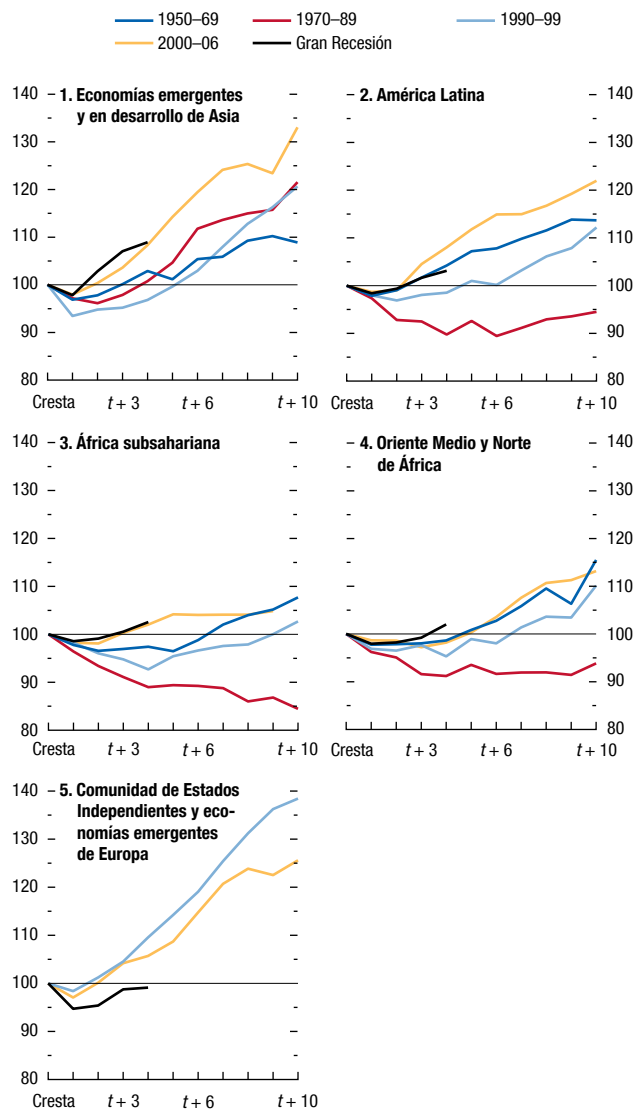
¿Por qué ha cambiado la resiliencia? Un análisis del crecimiento en estado estable y la variabilidad

En última instancia, el hecho de que las expansiones sean más largas, y las desaceleraciones, más cortas, es simplemente una manifestación de cambios más profundos. Un cambio de base posible es que el crecimiento tendencial o en estado estable de las economías de mercados emergentes y en desarrollo haya estado aumentando; una tasa de crecimiento tendencial más alta significaría que los shocks que antes habrían empujado a una economía a la fase descendente del ciclo económico ahora no hacen más que desacelerarla. Una segunda posibilidad es que la variabilidad del crecimiento se haya atenuado y que, por ende, las expansiones sean más largas, y las recuperaciones, más rápidas, porque se producen menos fluctuaciones negativas

Gráfico 4.4. Regiones de economías de mercados emergentes y en desarrollo: Dinámica del producto per cápita después de las crestas

(Mediana del producto per cápita; cresta = 100; años en el eje de la abscisa)

Durante las últimas décadas, no todas las regiones de economías de mercados emergentes y en desarrollo tuvieron el mismo desempeño. Las décadas de 1970 y 1980 fueron difíciles para la mayoría (especialmente para África subsahariana), pero en las economías de mercados emergentes y en desarrollo de Asia la evolución económica fue relativamente buena. Para este último grupo, la década de 1990 fue dura, en tanto que el desempeño de otras regiones mejoró. En la década de 2000, la situación fue más favorable para todas las regiones, excepto para las economías emergentes de Europa durante la Gran Recesión.

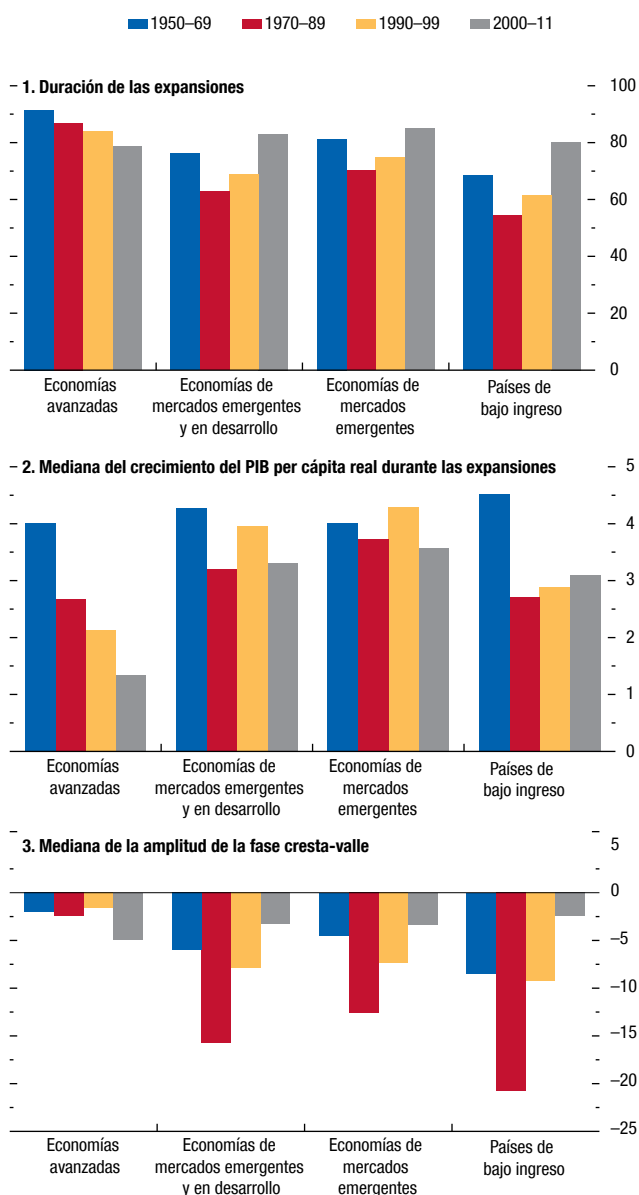


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los grupos de economías se definen en el cuadro 4.3 del apéndice 4.1. Las crestas del producto per cápita se identifican utilizando el algoritmo de Harding-Pagan (Harding y Pagan, 2002). El producto per cápita en la cresta está normalizado a 100, y el producto per cápita mediano está representado en el período (t + 1) a (t + 10) en cada región.

Gráfico 4.5. ¿En qué dimensiones ha mejorado el crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo?
(Porcentaje)

Las expansiones de las economías de mercados emergentes y los países de bajo ingreso durante las dos últimas décadas han sido más prolongadas que las ocurridas en las décadas de 1970 y 1980. La década de 2000 fue la primera en la cual las expansiones fueron más prolongadas en estos dos grupos que en las economías avanzadas. La mediana del crecimiento del producto per cápita durante las expansiones no ha aumentado mucho, pero las desaceleraciones son menos profundas en la actualidad.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los grupos de economías se definen en el cuadro 4.3 del apéndice 4.1. Las crestas y los valles del producto per cápita se identifican utilizando el algoritmo de Harding-Pagan (Harding y Pagan, 2002).

pronunciadas¹⁰. También es posible que ambos factores estén en juego.

Es difícil estimar el crecimiento potencial, incluso el de las economías avanzadas, pero una manera de averiguar cuál de estos mecanismos está actuando es seguir los pasos de Blanchard y Simon (2001) y modelar el crecimiento del producto como un proceso autorregresivo simple; es decir, disponiendo que la tasa de crecimiento del producto per cápita sea una función de su valor rezagado y una constante, más un término de innovación. Con este modelo, podemos calcular indicadores del crecimiento en estado constante y la variabilidad del crecimiento. Hicimos ese cálculo para todos los países durante tres subperíodos —las décadas de 1950 y 1960, 1970 y 1980, y 1990 y 2000— y extrajimos las estimaciones medianas del crecimiento en estado constante y la variabilidad del crecimiento para cada uno (véase el apéndice 4.2).

Como muestra el gráfico 4.6, la prolongación de las expansiones, la menor profundidad de las desaceleraciones y la aceleración de las recuperaciones son resultado tanto de un nivel más elevado de crecimiento en estado estable como de una menor variabilidad del crecimiento. En los mercados emergentes, el crecimiento en estado constante mediano retrocedió de 2½% en las décadas de 1950 y 1960 a 1½% en las de 1970 y 1980, pero aumentó a más del doble —a 3½%— en las décadas de 1990 y 2000. Al mismo tiempo, la desviación estándar del crecimiento se redujo a 3¼%, en comparación con 4¼% en las décadas de 1970 y 1980¹¹. Lo mismo ocurrió en los países de bajo ingreso: el crecimiento en estado estable registró una mejora pronunciada desde el estancamiento de las décadas de 1970 y

¹⁰Una tercera posibilidad es que haya cambiado el mecanismo de propagación; es decir, que el efecto de los shocks se haya vuelto más (o menos) persistente con el correr del tiempo. Sin embargo, ese cambio tendría efectos ambiguos en la resiliencia tal como la define este capítulo. Una persistencia mayor entrañaría efectos más duraderos en el caso de shocks positivos, que prolongarían la expansión, pero también implicaría efectos más dilatados en el caso de shocks negativos, lo cual desaceleraría la recuperación. En la práctica, el coeficiente autorregresivo estimado (en base a un modelo de crecimiento AR(1)) para las economías de mercados emergentes y en desarrollo no se ha alterado significativamente durante los 40 últimos años. Véase el apéndice 4.2.

¹¹Las variaciones del crecimiento en estado estable y de la variabilidad del crecimiento son estadísticamente significativas en el caso de las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

1980, y la variabilidad del crecimiento se suavizó. Las mejoras que experimentaron las economías de mercados emergentes y en desarrollo en ambas dimensiones son diferentes de lo observado en las economías avanzadas, en las cuales la variabilidad del crecimiento ha estado disminuyendo con el correr del tiempo (un fenómeno que a menudo se describe como la Gran Moderación). De haber ocurrido solo, este fenómeno seguramente habría afianzado la resiliencia, pero estuvo contrarrestado por una disminución del crecimiento tendencial: el crecimiento en estado estable mediano es inferior a 2%; es decir, alrededor de la mitad del porcentaje registrado en las décadas de 1950 y 1960.

¿Qué factores están asociados a la resiliencia?

Habiendo establecido los hechos estilizados que conciernen al cambio de la duración de las expansiones y de la velocidad de las recuperaciones en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, ahora nos preguntamos cuáles son los factores que están relacionados con estas duraciones¹². Concretamente, nos planteamos los siguientes interrogantes:

- ¿Qué tipos de shocks, tanto externos como internos, tienden a descarrilar las expansiones?
- ¿Contribuye la solidez de las políticas a prolongar las expansiones o acelerar las recuperaciones?
- ¿Qué características estructurales ayudan a afianzar la resiliencia?

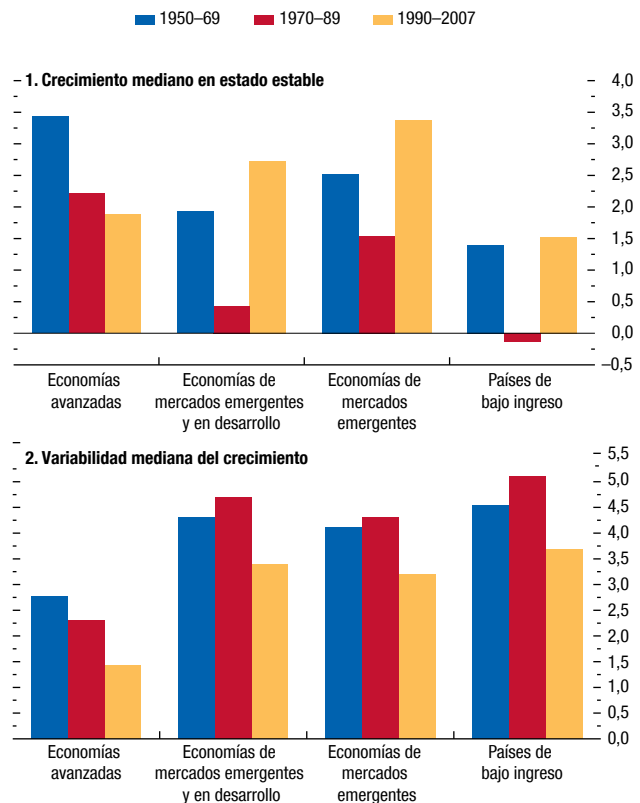
¿Cuáles son los shocks que tienden a poner fin a las expansiones?

Existen numerosos shocks que podrían descarrilar la expansión de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Nos centramos en un subconjunto de perturbaciones económicas y financieras,

¹²Es importante resaltar la gran dificultad de establecer la causalidad de factores tales como las políticas y las características estructurales para la duración de las expansiones por un lado, y de las recuperaciones por el otro. Muchas de las variables que analizamos, como los indicadores de la libertad de acción de la política económica —bajo nivel de inflación o saldos fiscales más favorables— son endógenas del proceso de crecimiento en general; en particular, el tiempo que la economía lleva en expansión podría ser el factor determinante.

Gráfico 4.6. ¿Por qué se ha afianzado la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo? (Porcentaje)

El hecho de que las expansiones de estas economías se hayan prolongado y sus recuperaciones se hayan acortado durante las dos últimas décadas es una manifestación de dos cambios fundamentales: un mayor nivel de crecimiento en estado estable y una menor variabilidad del crecimiento.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Los grupos de economías se definen en el cuadro 4.3 del apéndice 4.1. El crecimiento del producto per cápita está modelado como un proceso AR(1), y el modelo se calculó para todos los países en tres subperíodos: 1950-69, 1970-89 y 1990-2007. Para más detalles, véase el apéndice 4.2. Los resultados son prácticamente los mismos para 1990-2011 que para 1990-2007.

tanto internas como externas, que están generando riesgos más agudos en varios países¹³:

- *Shocks externos*: Analizamos la agudización de la incertidumbre a escala internacional y las tasas de interés mundiales, las recesiones de las economías avanzadas, las caídas fuertes de los términos de intercambio de una economía, y las interrupciones repentinas de la entrada de capitales. Las caídas pronunciadas de las tasas de interés mundiales, que en nuestro estudio están representadas por la tasa de interés real estadounidense, han desencadenado crisis en el pasado, al igual que los estallidos de la incertidumbre internacional y las recesiones de las economías avanzadas. Análogamente, los movimientos adversos de los términos de intercambio o los flujos de capital de un país pueden resultar desestabilizantes.
- *Shocks internos*: Analizamos los auges de crédito y las crisis bancarias. Si bien el crecimiento vigoroso del crédito suele estar asociado a un crecimiento vigoroso del producto, un nivel de crédito excesivamente elevado suele generar vulnerabilidades a nivel interno, tales como burbujas de precios de los activos o auges de consumo e inversión, y a menudo ocurre una desaceleración cuando estallan. Análogamente, las crisis bancarias frecuentemente acarrear consecuencias macroeconómicas muy negativas¹⁴.

Los shocks que estudiamos son diferentes desde un ángulo importante. Muchos shocks externos, tales como el recrudescimiento de la incertidumbre internacional, el aumento de las tasas de interés mundiales o las recesiones de las economías avanzadas, son claramente exógenos para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Por ende, examinamos el efecto contemporáneo de estos shocks externos en la probabilidad de que termine la expansión¹⁵. Pero los

shocks internos, como una crisis bancaria, pueden ser resultado de un movimiento del producto; por ejemplo, los trastornos del sector financiero pueden ser la consecuencia de una desaceleración, no su causa. Para determinar si las crisis bancarias tienden a descarrilar las expansiones —y evitar en la medida de lo posible las complicaciones de una causalidad inversa—, evaluamos la probabilidad de que una expansión concluya durante el período inmediatamente siguiente a una crisis bancaria. En el caso de los auges de crédito, cuyos efectos perjudiciales pueden tardar en hacerse sentir, analizamos la probabilidad de que una expansión llegue a su fin en el período siguiente a un boom del crédito de tres años de duración.

Los shocks internos y externos analizados aquí están estrechamente asociados a la finalización de una expansión. El gráfico 4.7 compara la probabilidad de que una expansión se termine cuando ocurren estos shocks con la probabilidad de que se termine si no ocurren. Entre los shocks externos, los estallidos de la incertidumbre a escala mundial, las recesiones de las economías avanzadas, las interrupciones repentinas de los flujos de capital y los colapsos de los términos de intercambio incrementan significativamente la probabilidad de que una expansión se termine. Las interrupciones repentinas y las recesiones de las economías avanzadas producen los efectos más pronunciados, e incrementan en un factor de dos la probabilidad de que una expansión finalice. El efecto de los shocks internos es igual de fuerte, si no más: los auges de crédito duplican la probabilidad de que una expansión se transforme en una desaceleración durante el año siguiente, y las crisis bancarias la triplican.

¹³Becker y Mauro (2006) hacen un análisis conexo de las contracciones del producto y los shocks. Adler y Tovar (2012) examinan específicamente la resiliencia de los mercados emergentes frente a los shocks financieros internacionales. Otros shocks, tales como la turbulencia política y los disturbios civiles, también han tenido importancia sobre todo en los países de bajo ingreso; véanse Hausmann, Rodríguez y Wagner (2006) y Berg, Ostry y Zettelmeyer (2012).

¹⁴Véase el capítulo 4 del informe WEO de octubre de 2009.

¹⁵La situación no es tan clara en el caso de las interrupciones repentinas de los flujos de capital porque el cambio de dirección

de los flujos de capital netos puede ser consecuencia de alteraciones de las condiciones internas. Las determinaciones sobre las interrupciones repentinas presentadas aquí son las mismas si se utilizan valores contemporáneos o rezagados de los indicadores de interrupciones repentinas. Además, el apéndice 4.4 presenta una prueba de robustez con la cual procuramos reducir al mínimo la endogeneidad potencial y en la cual nos centramos en el subconjunto de episodios de interrupciones repentinas que los estudios publicados denominan “interrupciones repentinas sistémicas”; es decir, las que coinciden con un fuerte aumento de la incertidumbre mundial. También en ese caso los resultados son los mismos.

¿En qué medida están asociadas las políticas y la resiliencia?

Pasemos ahora a la función que desempeñan las políticas monetarias, fiscales y cambiarias. Uno de los argumentos esgrimidos para explicar la mejora de la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo es el fortalecimiento de los marcos y la mayor libertad de acción de la política económica (véase, por ejemplo, Kose y Prasad, 2010). Por ejemplo, muchos han adoptado metas de inflación y reducido la inflación desde comienzos de la década de 1990 (Schmidt-Hebbel, 2009). Análogamente, algunos han abandonado la política fiscal procíclica y, en comparación con los últimos años de la década de 1990, ahora tienen una mayor capacidad para implementar una política fiscal anticíclica (Frankel, Végh y Vuletin, 2011) o han recortado los déficits fiscales y la deuda pública¹⁶. Por último, muchos han descartado la paridad cambiaria fija; los tipos de cambio más flexibles funcionan como amortiguadores y reducen la vulnerabilidad de los sectores público y financiero a las depreciaciones repentinas y marcadas de la moneda que son características de las crisis cambiarias (Chang y Velasco, 2004).

Analizamos tanto el fortalecimiento de los marcos de política económica como la mayor libertad de acción de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias como se describe a continuación:

- **Política monetaria:** Determinamos si el banco central ha adoptado metas de inflación. Para medir la libertad de acción de esta política, observamos si la economía tenía una tasa de inflación superior o inferior a 10%¹⁷.
- **Política fiscal:** Determinamos si la política fiscal era anticíclica o procíclica¹⁸. Medimos también su libertad de acción; es decir, el margen para

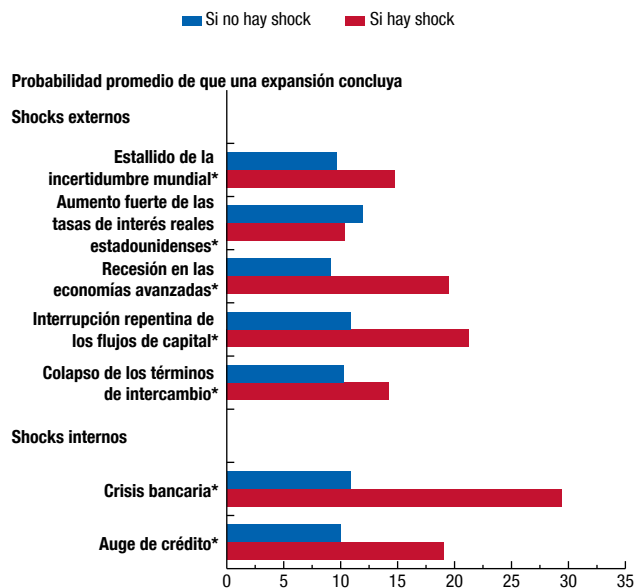
¹⁶Végh y Vuletin (2012) también han determinado que la política monetaria de muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo se ha tornado más anticíclica.

¹⁷Nuestros resultados no se alteran aunque se aplique un umbral más estricto para determinar si el nivel de inflación es bajo. Véanse los detalles en el apéndice 4.4.

¹⁸La ciclicidad de la política fiscal se mide en términos de la correlación entre el componente cíclico del gasto público real y el componente cíclico del PIB real (Kaminsky, Reinhart y Végh, 2004) medida durante los 10 años previos. Una correlación negativa refleja una política fiscal anticíclica; una correlación positiva refleja una política fiscal procíclica.

Gráfico 4.7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Efectos de diversos shocks sobre la probabilidad de que una expansión concluya
(Porcentaje)

La conclusión de las expansiones está vinculada a diversos shocks, tanto externos como internos. Entre los externos, las interrupciones repentinas de los flujos de capital, los estallidos de incertidumbre mundial, las recesiones de las economías avanzadas y los colapsos de los términos de intercambio incrementan significativamente la probabilidad de que una expansión llegue a su fin. Entre los shocks internos, los auges de crédito duplican la probabilidad de que una expansión se transforme en una desaceleración en el transcurso de un año, y las crisis bancarias la triplican.

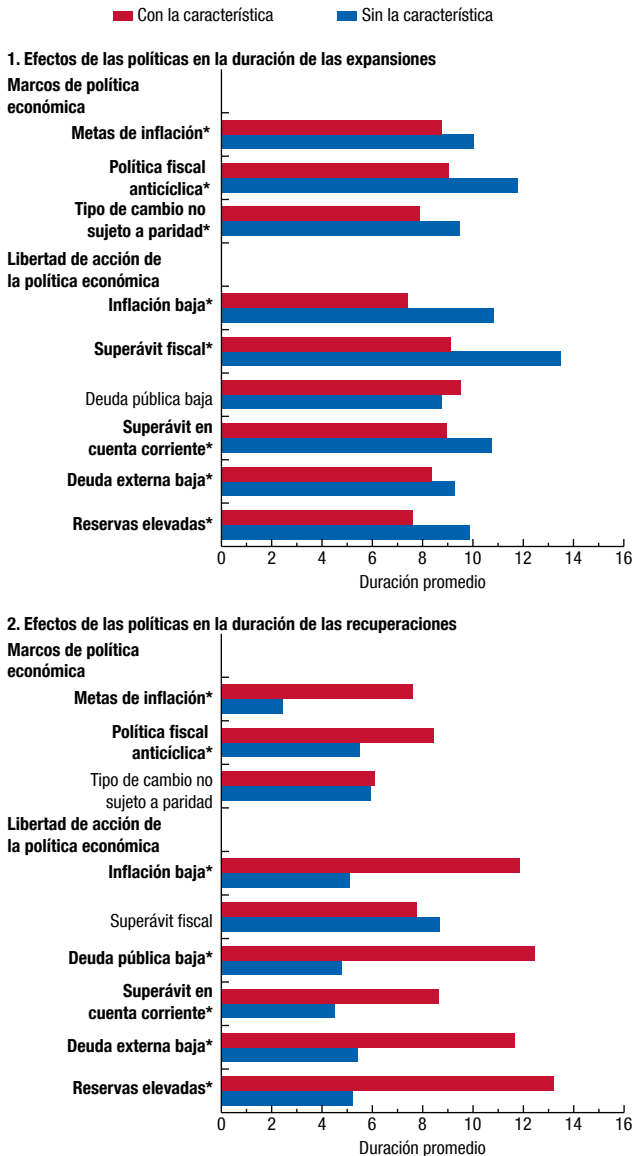


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las barras representan la probabilidad promedio de que una expansión llegue a su fin si ocurren o no ocurren distintos tipos de shocks externos e internos. En el caso de los shocks externos, que tienen más probabilidades de ser exógenos, las barras rojas presentan el efecto contemporáneo; es decir, la probabilidad de que la expansión concluya y la desaceleración comience el mismo año que ocurre el shock. En el caso de los shocks internos, que preocupan más por su endogeneidad, las barras rojas representan el efecto rezagado; es decir, la probabilidad de que la expansión concluya y la desaceleración comience el año siguiente al del shock. La probabilidad de que una expansión concluya si se produce un shock depende también de cuánto haya durado en el momento en que el shock ocurre; se utiliza la probabilidad promedio como un indicador sintético de la distribución de las probabilidades condicionales. Los nombres de los shocks en negrita y acompañados de un asterisco denotan diferencias estadísticamente significativas al nivel de 10% entre las distribuciones subyacentes.

Gráfico 4.8. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Efectos de las políticas en la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones (Años)

Las políticas sólidas contribuyen a la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Concretamente, una mayor libertad de acción de la política económica (medida en términos de un bajo nivel de inflación y de posiciones fiscales y externas favorables) y el fortalecimiento de los marcos de política económica (medido en términos de la adopción de políticas anticíclicas, metas de inflación y regímenes cambiarios más flexibles) están vinculados a expansiones más prolongadas y recuperaciones más rápidas.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las barras representan la duración promedio de las expansiones y las recuperaciones si una característica está presente o no. Se utiliza la duración promedio como un indicador sintético de la distribución de las duraciones subyacentes en función de la característica. Los nombres de las características en negrita y acompañados de un asterisco denotan diferencias estadísticamente significativas al nivel de 10% entre las distribuciones subyacentes.

aumentar la deuda pública sin poner en peligro la sostenibilidad (Ostry *et al.*, 2010, pág. 4).

Empleamos dos indicadores: si el gobierno mantenía un superávit o un déficit fiscal y si tenía una relación deuda pública/PIB baja o elevada (siendo el umbral para la deuda pública “elevada” el 50% del PIB)¹⁹.

- **Política cambiaria:** Determinamos si la economía mantenía o no una paridad del tipo de cambio. Para evaluar la libertad de acción de esta política, examinamos si la economía mantenía un superávit o un déficit en cuenta corriente, una relación deuda externa/PIB alta o baja (superior o inferior a 40%), y una relación reservas internacionales/PIB alta o baja (superior o inferior a la mediana de la muestra)²⁰.

Para evaluar el papel que desempeñan las políticas, relacionamos la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones con las distintas medidas de política utilizando métodos de análisis de duración no paramétricos; en otras palabras, sin imponer ninguna estructura ni modelo a los datos²¹. Concretamente, utilizamos el estimador de la función de supervivencia de Kaplan-Meier para evaluar si los marcos y la libertad de acción de la política económica contribuyen a prolongar las expansiones

¹⁹De acuerdo con Mendoza y Ostry (2008), la solvencia fiscal de los mercados emergentes disminuye por debajo de un umbral de deuda pública de 50% del PIB si la solvencia fiscal se mide en términos de la sensibilidad del saldo primario a las variaciones del nivel de deuda. Dado que la cobertura de los datos sobre los saldos fiscales en distintas economías y a lo largo del tiempo no es exhaustiva, en nuestro estudio esta variable está representada por la variación de la relación deuda pública/PIB ajustada en función del crecimiento del PIB nominal. Para más detalles, véase el apéndice 4.1.

²⁰Según Reinhart, Rogoff y Savastano (2003, pág. 10), “en los mercados emergentes, la suspensión de pagos puede ocurrir —y de hecho ocurre— cuando la relación deuda externa/PIB alcanza niveles que en una economía avanzada típica no se considerarían ‘excesivos’”. Alrededor de una quinta parte de los episodios de suspensión de pagos que los autores estudian en estos países ocurrieron cuando la deuda externa era inferior a 40% del PIB, y un tercio ocurrió cuando la deuda externa se ubicaba entre 40% y 60% del PIB.

²¹El análisis de duración recibe numerosos nombres; entre ellos, “análisis de supervivencia” y “análisis de la historia de eventos”. Históricamente, estos métodos surgieron en la investigación médica de los determinantes de la mortalidad humana (lo cual dio lugar al término “análisis de supervivencia”). Para más detalles, véase el apéndice 4.3.

y acelerar las recuperaciones. Al igual que con los shocks internos, utilizamos valores rezagados de las variables de la política económica para evitar en la medida de lo posible la causalidad inversa, de modo que las características de la política económica en el año en curso estén relacionadas con la probabilidad de que una expansión o una recuperación toque a su fin el año siguiente.

De acuerdo con nuestras determinaciones, la solidez de los marcos de política económica han ayudado a las economías de mercados emergentes y en desarrollo a prolongar las expansiones y acelerar las recuperaciones. El gráfico 4.8 ilustra en qué medida su duración promedio está vinculada a los diferentes indicadores de los marcos y la libertad de acción de la política económica²². En términos de los marcos de política económica, las metas de inflación y la política fiscal anticíclica incrementan significativamente la duración de las expansiones y la aceleración de las recuperaciones²³. Además, la ausencia de la paridad cambiaria tiende a prolongar las expansiones, pero no tiene un efecto significativo en la velocidad de las recuperaciones.

Una libertad de acción adecuada para la política económica también parece tener un efecto amortiguador. El gráfico 4.8 muestra que una tasa de inflación baja acelera las recuperaciones y prolonga las expansiones significativamente. Registrar un superávit fiscal en el año anterior prolonga significativamente las expansiones, pero no produce un impacto significativo en la velocidad de las recuperaciones. Las economías con bajos niveles de deuda pública suelen recuperarse de las desaceleraciones con una rapidez mucho mayor, pero esta variable no produce un efecto significativo en la duración de las expansiones. Por último, una posición externa sólida (caracterizada por un superávit en cuenta corriente, una deuda externa baja y un elevado nivel

²²La duración promedio de las recuperaciones que muestra el gráfico 4.8 puede resultar algo sorprendente para quienes están acostumbrados a las recuperaciones de las economías avanzadas, que son mucho más cortas; sin embargo, si consultamos el gráfico 4.3 recordaremos que aun después de transcurridos 10 años la trayectoria *mediana* del producto per cápita no había recuperado el nivel de las crestas registradas en las décadas de 1970 y 1980.

²³Este resultado coincide con el presentado por de Carvalho Filho (2011), que documenta el mejor desempeño del que gozaron las economías con metas de inflación durante la Gran Recesión.

de reservas internacionales) acelera las recuperaciones y prolonga las expansiones significativamente²⁴.

¿En qué medida están asociadas las características estructurales y la resiliencia?

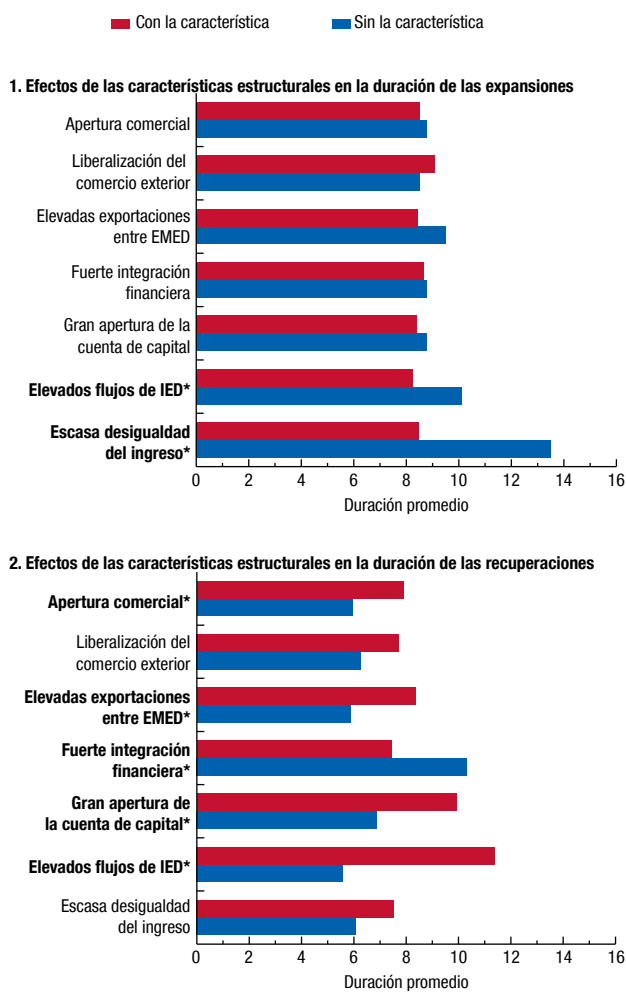
Además de las políticas macroeconómicas, las características estructurales de una economía influyen en el desempeño en general y en la respuesta a los shocks en particular. En los últimos años han surgido varias hipótesis que relaciona las variaciones de la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo con transformaciones de sus estructuras económicas. Si bien las características que podrían afectar a la resiliencia son numerosas, nos concentramos en las siguientes:

- *Mayor apertura comercial y diversificación:* Tanto la apertura como el perfil comercial de las economías de mercados emergentes y en desarrollo se han transformado significativamente. La apertura comercial ha aumentado sustancialmente con el transcurso del tiempo a medida que se liberalizaron los regímenes de comercio exterior y que disminuyeron los costos del transporte y las comunicaciones. Una mayor apertura comercial contribuye a reducir la dependencia de la demanda interna y la vulnerabilidad a shocks internos, pero también puede agudizar la vulnerabilidad de las economías al enfriamiento de la demanda externa. Una mayor diversificación de los socios comerciales contribuiría a reducir la vulnerabilidad de estas economías a la desaceleración que pueda sufrir un socio determinado. En este sentido, se estima que la enorme intensificación del comercio entre estas economías las ayudó a superar la crisis reciente de las economías avanzadas, aunque quizás haya agudizado su vulnerabilidad a la desaceleración de mercados emergentes grandes como China (recuadro 4.2).

²⁴Varios estudios han determinado que la solidez de la posición externa de los países (bajos niveles de deuda denominada en moneda extranjera, bajos déficits en cuenta corriente) son un factor importante a la hora de explicar la incidencia multinacional de la Gran Recesión. Véanse, por ejemplo, Blanchard, Faruquee y Das (2010) y Lane y Milesi-Ferretti (2010). Didier, Hevia y Schmukler (2012) documentan la importancia de las reservas en moneda extranjera como explicación de la velocidad de la recuperación tras la crisis mundial.

Gráfico 4.9. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Efectos de las características estructurales en la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones (Años)

Es más difícil aislar los efectos de las características estructurales de las economías —el perfil del comercio exterior, la composición de los flujos de capital y el grado de integración financiera— en la resiliencia. Entre estas características, únicamente los flujos de IED y un bajo nivel de desigualdad del ingreso están significativamente asociados a expansiones más prolongadas. Los efectos de los factores estructurales en la velocidad de la recuperación son más nítidos: un mayor grado de diversificación y apertura comercial, un nivel más bajo de integración financiera, una mayor apertura de la cuenta de capital y volúmenes más altos de IED están, sin excepción, significativamente asociados a recuperaciones más rápidas. La desigualdad del ingreso no tiene un efecto significativo en la velocidad de la recuperación.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; IED = inversión extranjera directa. Las barras representan la duración promedio de las expansiones y las recuperaciones si una característica determinada está presente o no. Se utiliza la duración promedio como un indicador sintético de la distribución de las duraciones subyacentes en función de la característica. Los nombres de las características en negrita y acompañados de un asterisco denotan diferencias estadísticamente significativas al nivel de 10% entre las distribuciones subyacentes.

- *Mayor apertura financiera y variaciones de la composición de los flujos de capital:* Al igual que lo observado en el ámbito del comercio internacional, muchas regiones muestran un aumento sostenido de la apertura financiera. Una mayor apertura de la cuenta de capital puede facilitar la distribución del riesgo, pero también puede agudizar la vulnerabilidad de los países a los shocks financieros o las interrupciones repentinas de los flujos de capital. En algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo, la susceptibilidad a la volatilidad de los flujos de capital se ha visto mitigada por un cambio de su composición a favor de la inversión extranjera directa (IED), que se considera más estable.

- *Igualdad del ingreso:* Rodrik (1999) argumenta que las divisiones sociales profundas dan origen a conflictos distributivos que intensifican los efectos de los shocks externos. El ajuste a shocks externos a menudo tiene consecuencias distributivas y suele ser deficiente en las economías con un fuerte “conflicto social latente” —medido con variables representativas como la igualdad del ingreso, el fraccionamiento étnico y lingüístico, y la desconfianza social—, lo cual prolonga los efectos negativos del shock. En estudios más recientes como el de Berg y Ostry (2011) se ha determinado que una mayor igualdad del ingreso permite a los países sustentar períodos de rápido crecimiento.

Aunque los efectos de los shocks y las políticas en la duración de las expansiones están a la vista y son casi siempre significativos, los efectos de las características estructurales no están tan claros (gráfico 4.9, panel 1). Empleamos las mismas técnicas que en las subsecciones anteriores para examinar los efectos en la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones; también en este caso, utilizamos valores rezagados para mitigar la causalidad inversa, de modo tal que las características estructurales del año en curso estén relacionadas con la probabilidad de que una expansión o una recuperación lleguen a su fin durante el año siguiente. Un mayor grado de apertura comercial y liberalización del comercio exterior no está significativamente asociado a la duración de las expansiones. Tampoco lo están el grado de intercambio comercial entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo ni una integración financiera más profunda. Por el contrario, un

nivel más alto de flujos de IED está asociado a un aumento pequeño pero estadísticamente significativo de la duración promedio de las expansiones. Al menos en el caso de este análisis bivariado, el factor que exhibe la correlación estructural más fuerte con la duración de las expansiones es la igualdad del ingreso; los países en los cuales la desigualdad del ingreso es inferior a la mediana experimentan expansiones que duran en promedio alrededor cinco años más que las de los países en los cuales la desigualdad del ingreso se ubica por encima de la mediana.

Los efectos de los factores estructurales en la velocidad de la recuperación son más nítidos (gráfico 4.9, panel 2). Un mayor grado de diversificación y apertura comercial, un nivel más bajo de integración financiera, una mayor apertura de la cuenta de capital y volúmenes más altos de IED están, sin excepción, significativamente asociados a recuperaciones más rápidas. Sin embargo, una mayor igualdad del ingreso no tiene un efecto significativo en la velocidad de la recuperación.

La visión global: Análisis multivariado

Hasta ahora, el capítulo ha examinado variables individuales y su asociación con la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Sin embargo, como estos determinantes rara vez varían de manera aislada y a menudo se mueven juntos, una evaluación adecuada de la influencia de cada variable exige neutralizar los movimientos de las demás, y para ello se necesita un análisis multivariado de la resiliencia. Con ese fin, utilizamos las herramientas del análisis paramétrico de duración, que nos permite modelar la duración de una expansión o la velocidad de una recuperación en función de diversas variables simultáneamente. Este análisis nos da una idea de la relación entre cada variable y la posibilidad de que el episodio estudiado perdure; en otras palabras, la posibilidad de que la variable tienda a prolongar o acortar la duración prevista de un episodio en un momento dado. El apéndice 4.3 contiene detalles sobre el modelo de duración utilizado aquí.

En vista de la gran cantidad de correlaciones potenciales y la escasez de los datos correspondientes, es necesario enfocar el análisis multivariado con un espíritu parsimonioso. Como ya se señaló, se ha iden-

tificado una amplia variedad de factores que podrían mejorar la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, pero la experiencia histórica necesaria para someter a prueba su impacto simultáneo es limitada. Por ejemplo, apenas existen datos sobre nuestro indicador de la ciclicidad de la política fiscal antes de la década de 1990. Por lo tanto, nos concentramos en un subconjunto de las variables analizadas en la sección precedente:

- *Shocks externos*: Incertidumbre mundial, tasa de interés real estadounidense, indicadores de colapsos de los términos de intercambio, interrupciones repentinas de la entrada de capitales y recesiones en las economías avanzadas.
- *Shocks internos*: Indicadores de auges de crédito y crisis bancarias sistémicas.
- *Políticas internas*: Indicadores de una inflación de un solo dígito y niveles de deuda pública inferiores a 50% del PIB, y un indicador de la relación reservas internacionales/PIB.
- *Características estructurales*: Apertura comercial, apertura financiera e igualdad del ingreso.

Además de los shocks externos, las variables explicativas están rezagadas, al igual que en la sección anterior, para mitigar la endogeneidad potencial.

¿Qué pone fin a una expansión?

La primera columna del cuadro 4.1 muestra la asociación entre la duración prevista de una expansión y estas variables. Las estimaciones están basadas en un modelo de tiempo de fallo acelerado, que descompone los determinantes de la duración en dos componentes: una previsión de base de la duración, que refleja la duración probable de un episodio en un momento determinado, independientemente de otras variables, y un “desplazador” que ajusta la escala de la previsión de base en función de una serie de variables explicativas. El parámetro de forma de Weibull utilizado en el modelo indica que una expansión tiene más posibilidades de concluir cuanto mayor es su duración (el parámetro es superior a 1). Los efectos de las variables explicativas en la previsión de base están dados por las relaciones temporales, que son las cifras que acompañan a cada variable en el cuadro. La magnitud de estas relaciones temporales denota en qué factor aumenta la duración

Cuadro 4.1. ¿Qué pone fin a una expansión?

Variable explicativa	Expansiones			Recuperaciones		
	Todos los años	Antes de 1990	Después de 1989	Todos los años	Antes de 1990	Después de 1989
Índice S&P de volatilidad implícita (VXO) ¹	0,951*** (-4,179)	0,981 (-0,985)	0,943*** (-4,565)	1,054*** (2,846)	1,060** (2,143)	1,042** (2,012)
Tasa de interés real ex ante estadounidense	0,956 (-1,461)	0,993 (-0,158)	0,835*** (-3,479)	1,085 (1,502)	0,960 (-0,397)	1,068 (0,748)
Indicador de colapsos de los términos del intercambio	0,968 (-0,214)	0,802 (-1,034)	1,134 (0,740)	1,751 (1,582)	1,819 (1,065)	1,726* (1,944)
Indicador de interrupciones repentinas de las entradas de capital	0,590*** (-2,927)	0,497* (-1,885)	0,841 (-1,254)	0,921 (-0,171)	1,208 (0,168)	0,834 (-0,452)
Indicador de recesiones de las economías avanzadas	0,642*** (-4,074)	0,668** (-2,420)	0,680* (-1,911)	1,271 (0,922)	1,006 (0,0209)	1,012 (0,0372)
Auge de crédito durante los tres últimos años	0,616*** (-3,913)	0,591*** (-2,621)	0,705*** (-2,610)	1,449 (0,875)	1,200 (0,300)	1,546 (0,867)
Indicador de crisis bancarias	0,550*** (-3,376)	0,504*** (-3,302)	0,538*** (-2,830)			
Indicador de inflación de un solo dígito	1,473*** (3,185)	1,574** (2,474)	1,276** (2,102)	0,692 (-1,465)	0,788 (-0,674)	1,132 (0,457)
Indicador de baja relación deuda pública/PIB	1,009 (0,0713)	0,998 (-0,0117)	1,019 (0,132)	0,550*** (-2,648)	0,623 (-1,308)	0,472*** (-2,969)
Reservas internacionales/PIB	1,009*** (2,866)	1,006 (1,289)	1,004 (0,903)	0,993 (-0,927)	1,001 (0,0636)	0,998 (-0,241)
Desigualdad del ingreso (coeficiente de Gini)	0,986** (-2,144)	0,976*** (-2,833)	0,997 (-0,459)			
Apertura comercial (exportaciones más importaciones/PIB)	0,999 (-0,451)	1,001 (0,373)	1,000 (-0,170)	0,993** (-2,327)	0,987** (-2,324)	1,000 (-0,0371)
Apertura financiera (activos más pasivos externos/PIB)	0,999*** (-3,121)	0,999*** (-4,840)	1,000 (-0,549)	1,001** (2,154)	1,004 (1,183)	1,000 (-0,488)
Observaciones		1,264			832	
Número de episodios		188			144	
Número de expansiones concluidas		126			118	
Número de economías		75			76	
Parámetro de forma de Weibull	1,516	1,408	2,277	0,829	0,857	1,024
Parámetro de forma de estadística z	6,829	3,258	2,928	-3,792	-1,846	1,713
Probabilidad logarítmica	-103,0		-88,1	-201,1		-189,1
Modelo de valor p en chi cuadrado	0,000		0,000	0,000		0,000

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los coeficientes exponenciados muestran relaciones temporales, que indican si la variable tiende a acortar (menos de 1) o prolongar (más de 1) la duración prevista del episodio. Las estadísticas z figuran entre corchetes debajo de los coeficientes estimados. Una estadística z negativa indica que la variable correspondiente tiende a acortar un episodio; una estadística z positiva indica que tiende a prolongarlo. *, ** y *** denotan significancia al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

¹VXO = Índice de volatilidad S&P 100 del Mercado de Opciones de Chicago.

prevista de la expansión respecto de la previsión de base. Si la relación temporal es superior a 1, la variable tiende a prolongar la expansión o desacelerar la recuperación en comparación con la previsión de base; si es inferior a 1, tiende a acortar la expansión o acelerar la recuperación.

El análisis multivariado de la duración aplicado a las expansiones mayormente confirma las relaciones bivariadas ya presentadas. Los shocks externos e internos suelen acortar las expansiones. Por

ejemplo, un aumento de 1 punto porcentual de la incertidumbre mundial reduce la duración prevista de una expansión en alrededor de 5% (porque la previsión de base de la duración se multiplica por 0,951). Un aumento de 1 punto porcentual de la tasa de interés real estadounidense produce un efecto parecido. Las interrupciones repentinas de los flujos de capital, las recesiones de las economías avanzadas, los auges de crédito y las crisis bancarias acortan la duración prevista de una expansión en

alrededor de 40%. Estos shocks tienen efectos estadísticamente significativos, excepto en el caso de los colapsos de los términos de intercambio y la tasa de interés real estadounidense.

Las variables relacionadas con la política económica tienden a prolongar las expansiones, aunque la significancia estadística de estos efectos no siempre es la misma. Un nivel bajo de inflación prolonga la expansión en alrededor de 47%, en tanto que un aumento de las reservas internacionales equivalente a 10% del PIB la prolonga alrededor de 9%. En el modelo multivariado, un bajo nivel de deuda pública no tiene un efecto estadísticamente significativo en la duración de la expansión.

Por lo general, las características estructurales tienen un efecto ligero o nulo. Únicamente una mayor desigualdad del ingreso y una mayor integración financiera provocan una reducción estadísticamente significativa de la duración prevista de la expansión, pero incluso en estos casos las magnitudes son pequeñas.

Como se puede observar en la segunda y tercera columna del cuadro 4.1, también existen indicios de que los efectos de algunas variables en la duración de las expansiones han cambiado con el correr del tiempo. Para determinar si el aumento de la resiliencia observado después de 1989 es consecuencia de las variaciones de la sensibilidad de las expansiones frente a los shocks y las políticas, realizamos cálculos con un modelo que permite generar efectos diferentes antes y después de ese año.

La sensibilidad de la duración de las expansiones a los shocks no se ha alterado con el correr del tiempo. Si bien el efecto de algunos shocks externos es ligeramente más débil después de 1989, únicamente la incertidumbre mundial y las tasas de interés reales estadounidenses producen efectos estadísticamente significativos que difieren entre uno y otro de estos subperíodos, y ambos factores tienden a acortar más las expansiones después de 1989. Los shocks internos también suelen generar efectos más débiles después de 1989, aunque la diferencia no es estadísticamente significativa.

En términos generales, los efectos de las variables relacionadas con la política económica y las características estructurales son parecidos en ambos subperíodos, con dos excepciones destacadas: la desigualdad del ingreso y la apertura financiera acortan las expansiones

únicamente antes de 1989; pasado este año, no tienen un efecto estadísticamente significativo.

¿Qué acelera una recuperación?

Las tres columnas de la derecha del cuadro 4.1 muestran la influencia de los distintos factores en la velocidad de la recuperación. Lamentablemente, las limitaciones de los datos nos obligan a descartar dos de las variables; a saber, las crisis bancarias y la desigualdad del ingreso.

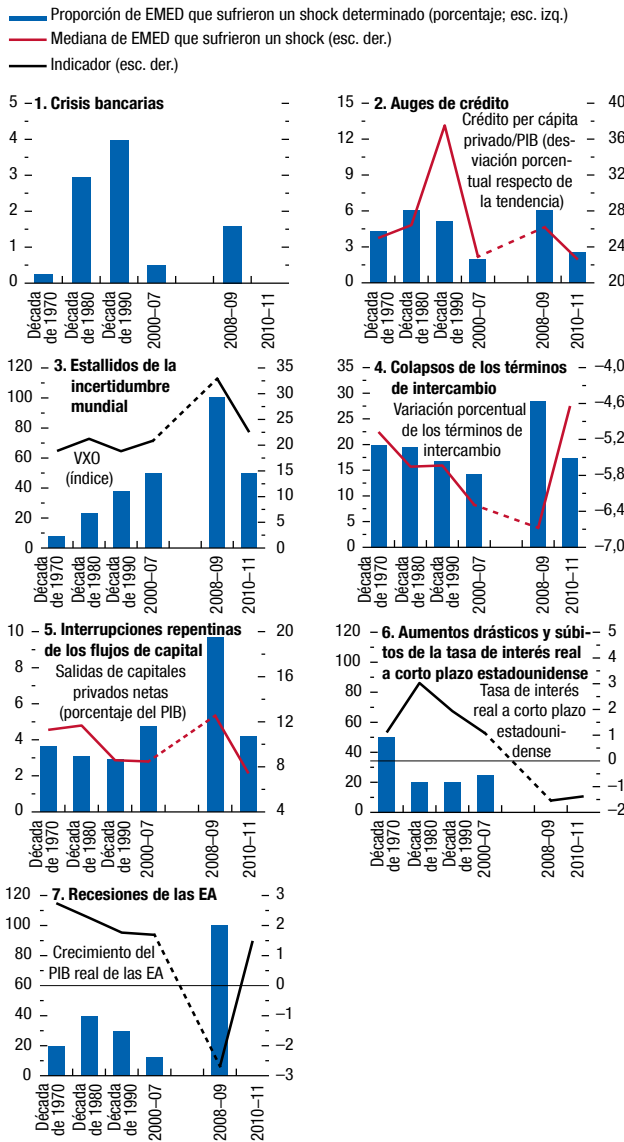
Los resultados del análisis multivariado confirman en términos amplios los efectos direccionales de los análisis bivariados, pero la significancia estadística es mucho menor. Existen apenas unas pocas variables estadísticamente significativas que estén asociadas a la velocidad de las recuperaciones.

En general, las recuperaciones que están acompañadas de los shocks fuertes que analizamos en este capítulo suelen ser más lentas (la relación temporal es superior a 1), pero únicamente la incertidumbre mundial es estadísticamente significativa. Una mayor libertad de acción de la política económica contribuye a acelerar las recuperaciones, pero también en este caso su significancia estadística es menor que en los análisis bivariados. Un bajo nivel de inflación y de deuda pública y un alto nivel de reservas tienden a acelerar las recuperaciones, pero solo el bajo nivel de deuda pública produce un efecto estadísticamente significativo. Entre las características estructurales, la apertura comercial acelera significativamente las recuperaciones y la apertura financiera las desacelera significativamente, aunque ambos efectos son comparativamente pequeños.

La quinta y la sexta columnas del cuadro 4.1 muestran los efectos estimados en la velocidad de las recuperaciones antes y después de 1989. Entre los shocks externos, el efecto de la incertidumbre mundial es el único constantemente significativo, pero no parece haberse alterado con el correr del tiempo. Los colapsos de los términos de intercambio desaceleran las recuperaciones, pero no son estadísticamente significativos sino hasta después de 1989. Un bajo nivel de deuda pública acelera drásticamente las recuperaciones después de 1989 (acortando la duración prevista más o menos a la mitad), pero no produce un efecto significativo antes de 1989. Una

Gráfico 4.10. Frecuencia de los distintos tipos de shocks internos y externos en las economías de mercados emergentes y en desarrollo (Porcentaje, salvo indicación en contrario)

No se observa una clara tendencia a la baja de la frecuencia de los shocks en estas economías. Si bien los shocks internos (crisis bancarias y auges de crédito) fueron menos frecuentes en 2000–07 que durante la década de 1980, la frecuencia de los shocks externos ha variado. La frecuencia de los estallidos de la incertidumbre mundial y de las interrupciones repentinas de las entradas de capital aumentó entre la década de 1980 y 2000–07, pero la frecuencia de los shocks de los términos de intercambio y de las recesiones en las economías avanzadas disminuyó en ese mismo período. Muchos de estos shocks aparecieron nuevamente en 2008–09, pero en los últimos dos años han sido menos frecuentes.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los grupos de economías se definen en el cuadro 4.3 del apéndice 4.1. EA = Economías avanzadas; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; VXO = índice de volatilidad S&P 100 del Mercado de Opciones de Chicago. En los paneles 1, 2, 4 y 5, las barras representan la proporción de economías de mercados emergentes y en desarrollo golpeadas por el shock (crisis bancarias, auges de crédito, colapsos de los términos de intercambio, interrupciones repentinas de los flujos de capital) en cada subperíodo. En los paneles 3, 6 y 7, las barras representan la proporción de años en que ocurrieron shocks (estallidos de la incertidumbre mundial, aumentos drásticos y súbitos de la tasa de interés real a corto plazo estadounidense, recesiones en las economías avanzadas) en cada subperíodo.

mayor apertura comercial tiende a acelerar más las recuperaciones antes de 1989 que pasado ese año. Los efectos estimados de las demás variables relacionadas con la política económica y las características estructurales no son estadísticamente diferentes entre un subperíodo y el otro.

Reflexiones finales: ¿Qué factores han contribuido al fortalecimiento de la resiliencia?

¿Cuáles son los factores que más han contribuido a la mejora de la resiliencia del que han dado muestra las economías de mercados emergentes y en desarrollo durante los últimos años? Hay una serie de explicaciones posibles. Una de ellas es que los shocks que sufrieron en las últimas décadas —ciclos de auge y colapso del crédito, interrupciones repentinas de los flujos de capital y crisis financieras, por nombrar solo algunos— hoy son menos frecuentes o menos graves²⁵. Una segunda explicación es que, si bien los shocks no han cambiado en sí mismos, sus efectos se han atenuado con el correr del tiempo. Pero como muestra la sección anterior, los efectos en la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones no se han suavizado desde 1989. Una tercera posibilidad es que las economías de mercados emergentes y en desarrollo estén mejor protegidas —gracias a una política económica con marcos más sólidos y mayor libertad de acción o a una mayor diversificación de la producción o los perfiles comerciales— y puedan soportar mejor los shocks. Analizamos cada una de estas explicaciones.

Los shocks que tienen origen interno parecen ser menos frecuentes desde hace unos años (gráfico 4.10, paneles 1 y 2). La proporción de economías de mercados emergentes y en desarrollo que sufrieron una crisis bancaria, por ejemplo, aumentó durante la década de 1990, pero disminuyó en la siguiente. Incluso en un contexto de contagio financiero

²⁵Aunque podría ser tentador pensar que esta menor incidencia o gravedad de los shocks es una cuestión de suerte, es importante recordar que muchos de estos “shocks” son endógenos del proceso de formulación de las políticas. Por ejemplo, la menor frecuencia de los ciclos de auge y colapso del crédito y de las crisis bancarias puede ser resultado de un régimen de regulación y supervisión poco estricto.

sustancial y mucha más debilidad económica como consecuencia de la Gran Recesión, solo cuatro de estas economías (Letonia, Mongolia, Nigeria y Ucrania) vivieron una crisis bancaria sistémica en 2008–09, y ninguna en los dos últimos años. La incidencia de los auges de crédito también disminuyó entre las décadas de 1990 y 2000²⁶. Si bien su número fue elevado en 2008–09, se redujo en 2010–11 cuando empeoraron las condiciones económicas y crediticias y cuando algunas de estas economías endurecieron las políticas macroeconómicas y crediticias para enfriar la rápida expansión del crédito. Además, la desviación del crédito real per cápita respecto de la tendencia que coincidió con los auges de crédito recientes ha sido en promedio inferior a la observada en los booms de otras décadas (véase el gráfico 4.10, panel 2, línea roja).

Algunos shocks externos hoy son más frecuentes, y otros, menos (gráfico 4.10, paneles 3 a 7). Las interrupciones repentinas de los flujos de capital y los estallidos de incertidumbre mundial fueron más comunes en la última década. Pero los colapsos de los términos de intercambio y las recesiones de las economías avanzadas resultaron menos frecuentes entre la década de 1980 y 2000–07. Los shocks externos golpearon con redoblada intensidad durante la crisis mundial de 2008–09, pero se atenuaron en los dos últimos años. La constante volatilidad de los flujos de capital y de los precios de las materias primas, sumada a la endeble actividad de las economías avanzadas, recomiendan cautela a la hora de estimar la probabilidad de que vuelvan a producirse esos shocks; este es un tema que retomaremos.

Se ha observado con el correr del tiempo una mejora generalizada de los marcos y la libertad de acción de la política económica, lo cual ha imprimido más resiliencia a las economías de mercados emergentes y en desarrollo (gráfico 4.11). En muchas, la inflación ha caído: aunque la mitad tuvo un nivel de inflación de dos dígitos en las décadas de 1970 y 1980, la cifra en más de 80% de los casos hoy es de un solo dígito. Una de las explicaciones puede ser el hecho de que un número mayor de

²⁶En este caso, la excepción notable son las economías emergentes de Europa: el ciclo de auge y colapso del crédito que experimentaron varias es una de las causas del debilitamiento del desempeño económico de la región durante la última década.

bancos centrales han fijado metas de inflación. Los regímenes cambiarios también se han flexibilizado; en la actualidad hay menos paridades fijas que en las décadas de 1970 y 1980.

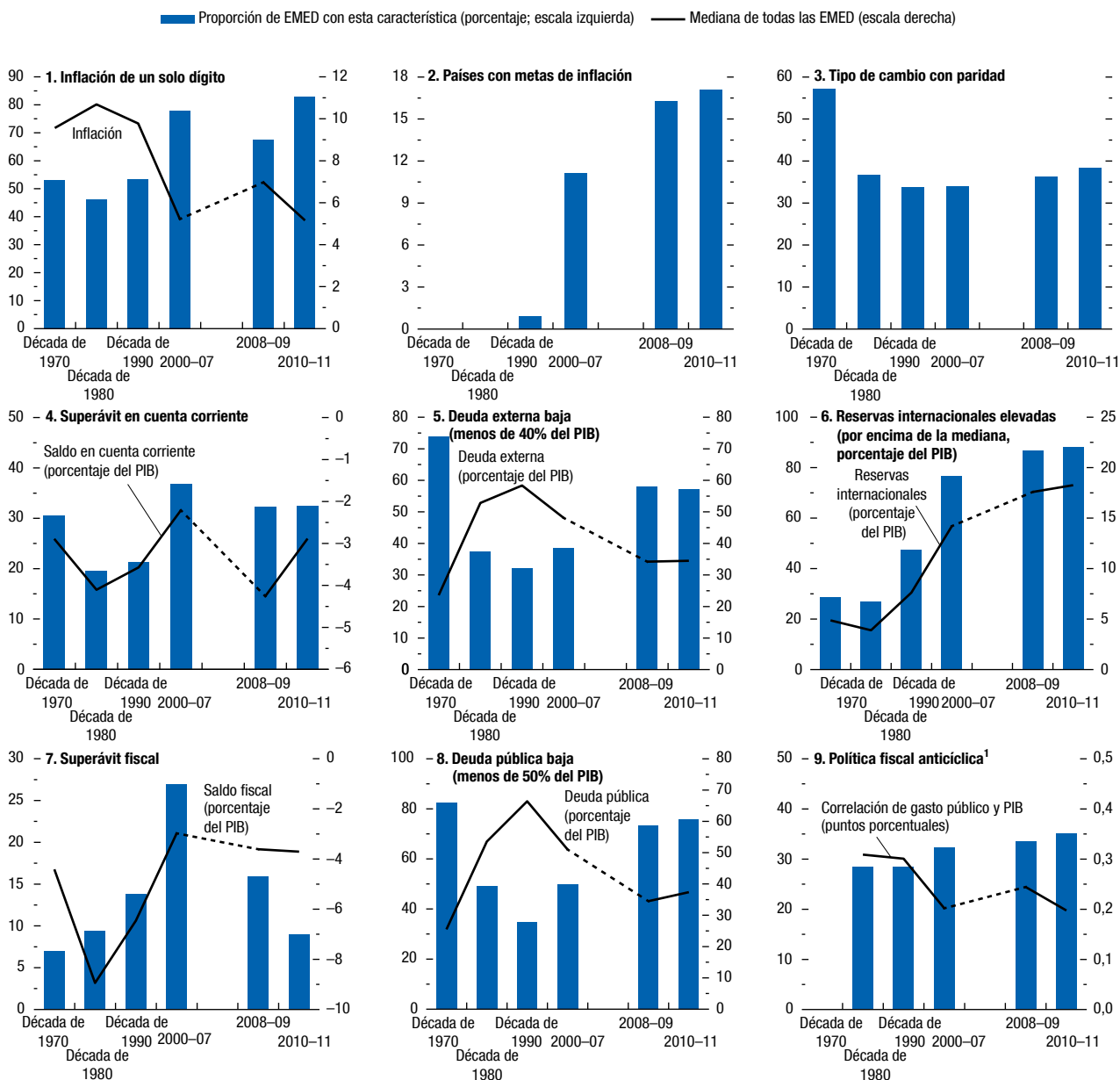
Las posiciones externas de muchas de estas economías han mejorado mucho. Son más numerosos los superávits en cuenta corriente, y el nivel mediano de la deuda externa ha bajado de casi 60% del PIB en la década de 1990 a menos de 35% del PIB en la actualidad. En la mayoría de los casos, el nivel de la deuda externa no llega a 40% del PIB; según Reinhart, Rogoff y Savastano (2003), es más allá de ese nivel que la “intolerancia a la deuda” aumenta. El creciente nivel de las reservas tampoco ha estado limitado a los mercados emergentes de Asia que gozan de gran visibilidad: en la economía de mercado emergente y en desarrollo mediana, las reservas pasaron de menos de 8% del PIB en promedio en la década de 1990 a 18% del PIB en 2010–11. Sin embargo, cabe señalar que los superávits en cuenta corriente pueden acarrear una agudización de los desequilibrios mundiales, en tanto que una tenencia elevada de reservas puede tener traer aparejado un costo de oportunidad sustancial.

Las posiciones y los marcos de política en el ámbito fiscal también han mejorado, si bien los saldos fiscales no se han recuperado del todo de los efectos de la Gran Recesión. La deuda pública mediana ha disminuido de más de 65% del PIB en la década de 1990 a menos de 40% del PIB en los dos últimos años. El número de países con políticas fiscales anticíclicas también está aumentando. La proporción de economías de mercados emergentes y en desarrollo con superávits fiscales se incrementó de manera constante entre las décadas de 1970 y 1990. Para comienzos de la década de 2000, más de una cuarta parte tenía superávits presupuestarios, pero ese número disminuyó en 2008–09 dado que muchos de estos países utilizaron ese margen de maniobra fiscal para apuntalar sus economías.

Los factores estructurales —la apertura comercial, la apertura financiera y la igualdad del ingreso— también han experimentado mayormente mejoras. La ligera tendencia a la baja de la desigualdad del ingreso —en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el coeficiente mediano de Gini se redujo de 42 en la década de

Gráfico 4.11. Marcos y libertad de acción de la política económica en las economías de mercados emergentes y en desarrollo
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

Los marcos de política económica de estas economías mejoraron en la década de 2000 a medida que un número mayor de estas economías adoptaron tipos de cambio no sujetos a paridad, metas de inflación y políticas fiscales anticíclicas. También aumentó la libertad de acción de la política económica: un mayor número de economías tuvieron una inflación de un solo dígito, superávits fiscales y en cuenta corriente, un nivel más bajo de deuda pública y externa, y reservas internacionales más abundantes.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.

¹El comportamiento cíclico de la política fiscal se mide como la correlación entre los componentes cíclicos del gasto público real y el PIB real (Kaminsky, Reinhart y Végh, 2004). Una correlación negativa denota una política fiscal anticíclica.

1990 a menos de 40 en 2008–09— posiblemente haya contribuido a prolongar la duración de las expansiones (gráfico 4.12)²⁷. También se observa una tendencia hacia la intensificación del comercio entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo, un aumento de la proporción de flujos de IED y una mayor integración comercial y financiera. Pero el efecto pequeño y a menudo estadísticamente insignificante de estas características estructurales lleva a pensar que probablemente no sean un factor importante en el fortalecimiento de la resiliencia de estas economías.

Mejora de la resiliencia: Las contribuciones relativas de los shocks, las políticas y la estructura

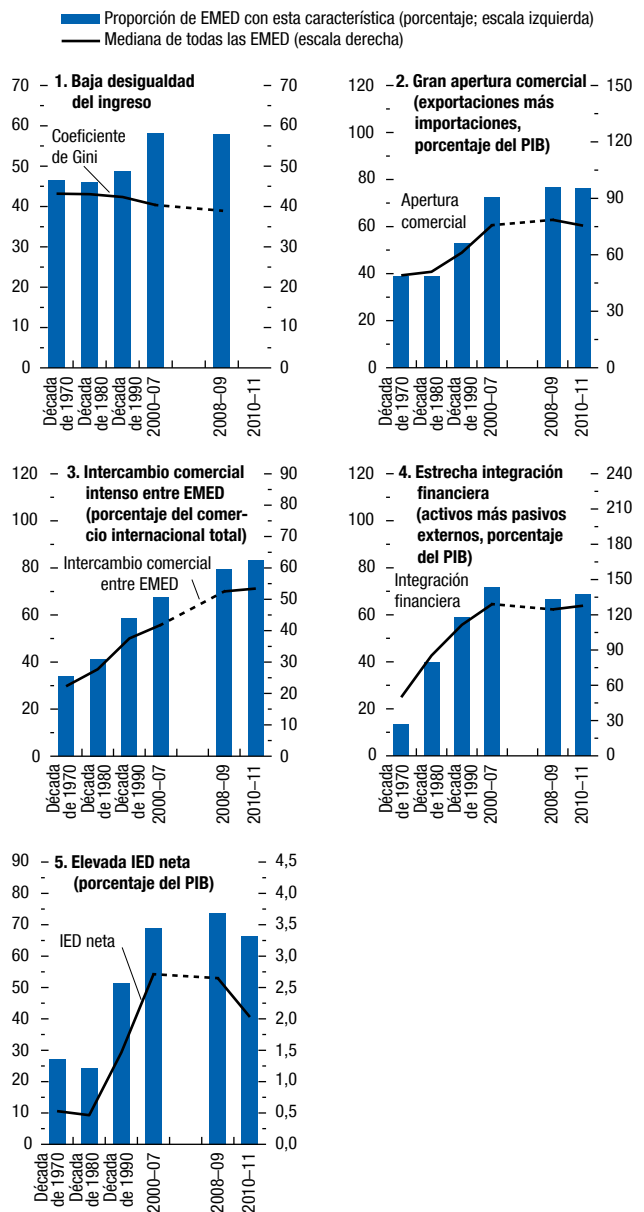
Podemos utilizar el modelo multivariado de la sección anterior (véase el cuadro 4.1, primera columna) para esclarecer en qué medida cada uno de estos factores podría contribuir relativamente a la resiliencia. Este tipo de análisis no puede ser más que indicativo, dado que los resultados dependerán de las variables específicas ingresadas en el modelo. Además, no corresponde atribuir una interpretación causal a estas contribuciones porque no identificamos los componentes exógenos de las políticas (lo cual representaría una tarea titánica en el caso de estas economías). Con todo, esta descomposición puede darnos una idea de la importancia que han tenido estas variaciones para el desempeño de estas economías.

El modelo sugiere que la mejora de las políticas da cuenta de alrededor de tres quintas partes del fortalecimiento de la resiliencia entre la década de 1980 y 2000–07, y que la menor incidencia de los shocks da cuenta de las dos quintas partes restantes; la contribución de las características estructurales es insignificante (gráfico 4.13, panel 1). Como se señala arriba y en el gráfico 4.10, la frecuencia de las crisis bancarias y los auges de crédito disminuyó entre 1980 y 2000–07. Esa reducción de la frecuencia y el impacto estimado calculado con el modelo de duración implican que la disminución de los shocks internos ha prolongado la duración media prevista de las expansiones en alrededor de

²⁷Dado que la cobertura de los datos sobre la desigualdad del ingreso por país disminuyó de manera pronunciada en 2010 y 2011, a menos de 20 países, la excluimos aquí y en el gráfico.

Gráfico 4.12. Características estructurales de las economías de mercados emergentes y en desarrollo
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

Las características estructurales de las economías de mercados emergentes y en desarrollo mejoraron en la década de 2000. Se registraron un aumento significativo de la diversificación y la apertura comercial entre países socios, y un incremento pronunciado del comercio entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo. La integración financiera también se profundizó, como lo demuestra el aumento de la proporción de flujos transfronterizos en forma de inversión extranjera directa. La desigualdad del ingreso también disminuyó y un número menor de economías tienen un coeficiente de Gini elevado.

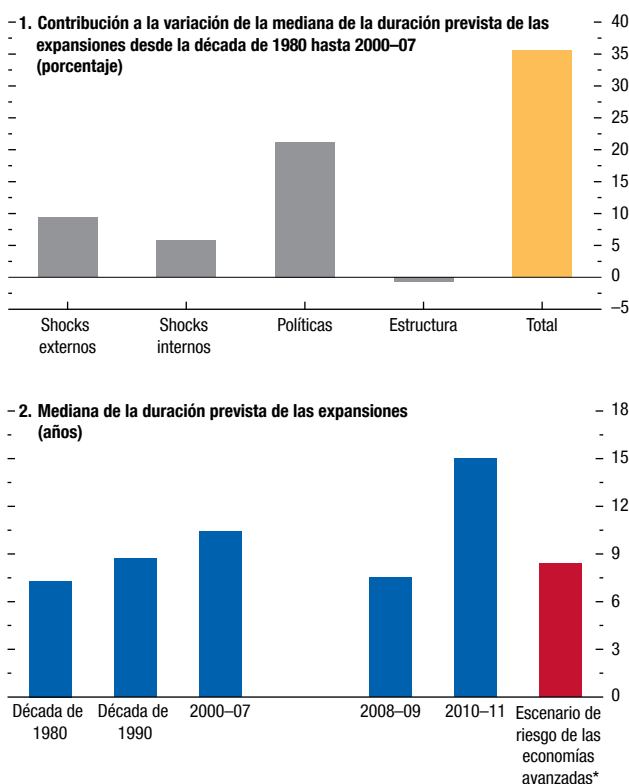


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; IED = inversión extranjera directa. Las barras representan la proporción de las EMED que registran las características indicadas ya sea por encima (alto) o por debajo (bajo) de la mediana global de las características de la muestra (es decir, la mediana de todas las economías y años de la muestra).

Gráfico 4.13. Contribución de los shocks, las políticas y la estructura a la duración de las expansiones en las economías de mercados emergentes y en desarrollo

La duración media prevista de las expansiones se prolongó de manera constante entre la década de 1980 y comienzos de la década de 2000. Ese hecho fue más que nada reflejo de una mayor libertad de acción de la política económica: un mayor número de economías alcanzaron niveles de inflación más bajos y afianzaron las reservas internacionales que sirven de amortiguadores. Pero también influyó el hecho de que los shocks externos e internos hayan menguado en frecuencia e intensidad. La mediana de la duración prevista de las expansiones disminuyó precipitadamente en 2008–09; durante la Gran Recesión, los shocks externos originados por las economías avanzadas se redoblaron. La ausencia de shocks externos en el curso de los dos últimos años ha contribuido a prolongar la duración prevista de las expansiones. Sin embargo, una fuerte agudización de las tensiones en las economías avanzadas podría contrarrestar en gran medida esa mejora y la duración prevista de las expansiones podría retomar el nivel observado durante la Gran Recesión.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las duraciones medias previstas de las expansiones y las contribuciones de las variables se calculan mediante estimaciones del modelo de duración tomadas del cuadro 4.1, columna 1, y los valores promedio de las variables explicativas correspondientes a las economías de mercados emergentes y en desarrollo durante el período correspondiente. El escenario de riesgo de economías avanzadas representado en el panel 2 supone que los shocks externos alcanzan los niveles experimentados por las economías de mercados emergentes y en desarrollo en 2008–09.

5% en comparación con la década de 1980. Análogamente, la disminución del número de colapsos de los términos de intercambio y las recesiones de las economías avanzadas ocurridas en 2000–07, en comparación con la década de 1980, ha compensado holgadamente el aumento de la frecuencia con la que estalla la incertidumbre mundial y las interrupciones repentinas de la entrada de capitales. Globalmente, el menor número de shocks externos ha prolongado la duración media prevista de las expansiones en alrededor de 10% en comparación con la década de 1980. Sin embargo, la mejora más marcada se observa en el ámbito de las políticas, tal como lo documenta el gráfico 4.11; los cambios que experimentaron estas variables entre la década de 1980 y 2000–07, junto con los coeficientes estimados, llevan a pensar que la mejora de las políticas ha prolongado la duración media prevista de las expansiones en alrededor de 20% durante las dos últimas décadas²⁸.

La contribución relativa de los shocks, la mejora de las políticas y las características estructurales al fortalecimiento de la resiliencia es parecida en las distintas regiones geográficas e independientemente de que un país sea o no exportador de materias primas. La resiliencia es mayor incluso en el caso de los países pobres muy endeudados (PPME), en parte gracias al alivio de la deuda que reciben a través de la Iniciativa para los PPME y en parte gracias a las reformas y la mejora de las políticas que han puesto en marcha como condición para hacerse acreedores a ese alivio (véanse el recuadro 4.3, y el gráfico 4.16 del apéndice 4.4).

Los dos últimos años (2010–11) fueron aun mejores que el período 2000–07 para la duración media prevista de las expansiones (gráfico 4.13, panel 2), particularmente desde el punto de vista de los shocks externos. Pese a la debilidad del crecimiento de muchas economías avanzadas, no hubo recesiones. El bajo nivel de las tasas de interés mundiales apuntaló el crecimiento mundial y las condiciones crediticias, y propulsó los

²⁸Se podría subestimar la contribución de las políticas si se tuviera en cuenta la endogeneidad de algunos de los shocks analizados aquí: la mejora de las políticas podría prolongar las expansiones al reducir la incidencia de shocks tales como crisis bancarias, auges de crédito e interrupciones repentinas de los flujos de capital.

flujos de capitales dirigidos hacia las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Y la incertidumbre mundial siguió siendo aguda, pero de hecho promedió el mismo nivel en 2010–11 y 2000–07. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo tampoco han sufrido crisis bancarias en los dos últimos años, y la libertad de acción de la política económica ha mejorado. Si bien los saldos fiscales disminuyeron tras la Gran Recesión, la deuda pública mediana se redujo de alrededor de 45% del PIB en 2000–07 a alrededor de 35% del PIB en 2010–11, y un mayor número de estas economías tienen hoy niveles bajos de inflación y deuda pública. Sumados, estos factores han prolongado la duración media prevista estimada de las expansiones.

Conclusión

Los resultados de este capítulo confirman que las economías de mercados emergentes y en desarrollo gozan hoy de una resiliencia mayor que en décadas anteriores. No se trata de un fenómeno reciente; el desempeño de estas economías ya fue notablemente mejor en la década de 1990 que en las dos anteriores, incluso a pesar de desaceleraciones graves como las crisis tequila, asiática y rusa. Pero la última década ha sido realmente excepcional: por primera vez, las economías de mercados emergentes y en desarrollo han pasado más tiempo expandiéndose que las economías avanzadas. Las determinaciones de este capítulo sobre las razones de esta mejora de la resiliencia llevan a pensar con optimismo que esta mejora no es pasajera. El desempeño de estas economías es hoy más sólido porque los shocks son menos frecuentes y porque la formulación de la política económica ha mejorado. Esta mejora se observa no solo en los mercados emergentes, sino también en los países de bajo ingreso, incluidos los beneficiarios de la Iniciativa para los PPME.

Obviamente, la salvedad es que la calma relativa de los dos últimos años bien podría resultar pasajera. Como lo recalca el capítulo 1, existe un riesgo significativo de que las economías avanzadas vuelvan a sufrir una desaceleración, ya que las tensiones soberanas y bancarias en Europa y el “precipicio fiscal” en Estados Unidos amenazan con frenar el crecimiento.

Si los precios de las materias primas disminuyen, las economías de mercados emergentes y en desarrollo podrían sufrir más colapsos de los términos de intercambio. Es posible que la incertidumbre mundial vuelva a estallar, y las interrupciones repentinas de los flujos de capital podrían repetirse si la aversión al riesgo recrudesciera y se tradujera en salidas de capitales. También podrían surgir vulnerabilidades internas; como se señala en el capítulo 1, la fuerte expansión del crédito en algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo, que probablemente haya apuntalado la demanda interna, puede despertar inquietudes en torno a la estabilidad financiera.

En caso de que la situación externa vuelva a empeorar, es probable que las economías de mercados emergentes y en desarrollo terminen reacoplándose a las economías avanzadas, tal como sucedió durante la Gran Recesión (véase el gráfico 4.13, panel 2, barra roja). Aun si no se produjeran shocks externos, los shocks internos podrían deprimir más el crecimiento de algunas economías emergentes críticas, como se recalca en el capítulo 1. Para protegerse de esos riesgos, estas economías tendrán que reconstituir las defensas para restituirle a la política económica una libertad de acción adecuada. El margen de maniobra de la política económica se aprovechó debidamente para estimular la actividad frente a la desaceleración mundial. Estas economías podrán soportar mejor nuevos shocks si logran mantener el afianzamiento de los marcos de política —entre otras cosas, flexibilizando el tipo de cambio e instituyendo políticas macroeconómicas más anticíclicas—, mientras reconstituyen sus defensas de política económica.

Apéndice 4.1. Fuentes de datos

Las principales fuentes de este capítulo son las bases de datos del informe WEO e *International Financial Statistics* (IFS) del FMI, y la base de datos de *World Development Indicators* (WDI) del Banco Mundial. El cuadro 4.2 enumera todas las fuentes de datos empleadas en el análisis, y el 4.3 presenta los agrupamientos analíticos y regionales de las economías.

Los datos sobre el producto per cápita con frecuencia anual están tomados del informe WEO y complementados con series de WDI y *Penn World Tables 7.0*.

Cuadro 4.2. Fuentes de datos

Variables	Fuente
Crédito bancario al sector privado	Base de datos de <i>International Financial Statistics</i>
Indicadores de crisis bancarias	Laeven y Valencia (2012)
Exportaciones bilaterales	<i>Direction of Trade Statistics</i>
Apertura de la cuenta de capital	Chinn e Ito (2006), actualización hasta 2010
Inflación de precios al consumidor	Base de datos del informe WEO
Saldo en cuenta corriente	Base de datos del informe WEO
Régimen cambiario de facto	Reinhart y Rogoff (2004), Ilizetki, Reinhart, y Rogoff (2008), actualización hasta 2010
Deflactor de las exportaciones	Base de datos del informe WEO, base de datos de <i>World Development Indicators</i>
Exportaciones de bienes y servicios	Base de datos del informe WEO, base de datos de <i>World Development Indicators</i>
Deuda externa/PIB	Lane y Milesi-Ferretti (2007), base de datos de <i>External Wealth of Nations Mark II</i> actualización hasta 2010
Inversión extranjera directa	FMI, <i>Balance of Payments Statistics</i>
Activos externos	Lane y Milesi-Ferretti (2007), base de datos de <i>External Wealth of Nations Mark II</i> , actualización hasta 2010
Pasivos externos	Lane y Milesi-Ferretti (2007), base de datos de <i>External Wealth of Nations Mark II</i> , actualización hasta 2010
PIB (moneda local nominal)	Base de datos del informe WEO, base de datos de <i>World Development Indicators</i>
PIB (dólares de EE.UU.)	Base de datos del informe WEO, base de datos de <i>World Development Indicators</i>
PIB per cápita (real)	Base de datos del informe WEO, <i>World Development Indicators</i> , <i>Penn World Table 7.0</i>
Coefficiente de Gini	Solt (2009), <i>Standardized World Income Inequality Database v. 3.1</i>
Incertidumbre mundial	Bloom (2009) e índice de volatilidad S&P 100 del Mercado de Opciones de Chicago (VXO)
Gasto público	Base de datos del informe WEO
Deflactor de las importaciones	Base de datos del informe WEO, base de datos de <i>World Development Indicators</i>
Importaciones de bienes y servicios	Base de datos del informe WEO, base de datos de <i>World Development Indicators</i>
Indicador de metas de inflación	Roger (2010)
Flujos de capital privados netos	FMI, <i>Balance of Payment Statistics</i>
Deuda pública/PIB	Abbas <i>et al.</i> (2010)
Reservas/PIB	Lane y Milesi-Ferretti (2007), base de datos de <i>External Wealth of Nations Mark II</i> , actualización hasta 2010
Índice de liberalización del comercio exterior	Wacziarg y Welch (2008)
Inflación estadounidense proyectada	
Tasa de interés de las letras a 3 meses del Tesoro estadounidense	<i>Survey of Professional Forecasters</i> , Banco de la Reserva Federal de Filadelfia <i>Global Financial Database</i>

Shocks externos

Medimos la *incertidumbre mundial* con el índice de volatilidad de Bloom (2009) empalmado con el índice de volatilidad S&P 100 de la Bolsa de Opciones de Chicago (VXO, por sus siglas en inglés). Los estallidos de incertidumbre mundial son períodos en los cuales el VXO se ubica por encima del percentil 75. Las *recesiones de las economías avanzadas* se definen en el capítulo 1 del informe WEO de octubre de 2010, y ocurrieron cinco veces durante el período que abarca la muestra: 1974–75, 1980–83, 1991–93, 2001 y 2008–09. La *tasa de interés real ex ante estadounidense* se define como la tasa de interés de las letras del Tesoro a tres meses menos la inflación proyectada, que es la variación porcentual del

deflactor del PIB previsto tomado de *Survey of Professional Forecasters*. Un fuerte aumento de las tasas de interés reales ex ante estadounidenses es el que se ubica en el cuartil superior.

Los datos sobre los flujos de capitales privados netos están tomados de la base de datos *Balance of Payments Statistics* del FMI. Los flujos de capitales privados netos corresponden a la suma de los flujos de inversión extranjera directa (IED) (partida 4500), los flujos de cartera netos (partida 4600), los flujos de derivados netos (partida 4910) y otros flujos de inversión netos (4700), excluidos otros flujos de inversión al gobierno general y las autoridades monetarias. Ocurre una *interrupción repentina de los flujos de capital* cuando la relación flujos de capitales

Cuadro 4.3. Grupos de economías

Economías avanzadas	Economías de mercados emergentes y en desarrollo			
	Economías de mercados emergentes		Países de bajo ingreso	
	<i>Asia</i>	<i>América Latina</i>	<i>Asia</i>	
Alemania	China	Argentina	Afganistán	
Australia	Corea	Brasil	Bangladesh	
Austria	Filipinas	Chile*	Camboya	
Bélgica	Hong Kong, RAE de	Colombia	Myanmar	
Canadá	India	Costa Rica	Nepal	
Dinamarca	Indonesia	Ecuador*	Papua Nueva Guinea*	
España	Malasia	El Salvador	República Democrática Popular Lao	
Estados Unidos	Pakistán	Guatemala	Timor-Leste*	
Finlandia	Singapur	Jamaica	Vietnam	
Francia	Sri Lanka	México	<i>Comunidad de Estados Independientes (CEI)</i>	
Grecia	Tailandia	Panamá		
Irlanda	Taiwan, provincia China de	Paraguay	<i>América Latina</i>	
Italia		Perú*		
Japón	<i>Comunidad de Estados Independientes (CEI)</i>	República Dominicana	<i>América Latina</i>	
Noruega		Trinidad y Tabago*		
Nueva Zelanda	Azerbaiyán*	Uruguay	<i>América Latina</i>	
Países Bajos	Belarus	Venezuela*		
Portugal	Kazakstán*		<i>América Latina</i>	
Reino Unido	Rusia*	<i>Oriente Medio y Norte de África (OMNA)</i>		
Suecia	Ucrania	Arabia Saudita*	<i>América Latina</i>	
Suiza		Argelia*		
	<i>Europa</i>	Egipto	<i>Oriente Medio y Norte de África (OMNA)</i>	
	Albania	Emiratos Árabes Unidos*		
	Bosnia y Herzegovina	Irán*	<i>África subsahariana</i>	
	Bulgaria	Iraq*		
	Croacia	Israel	<i>África subsahariana</i>	
	Eslovenia	Jordania		
	Estonia	Kuwait*	<i>África subsahariana</i>	
	Hungría	Líbano		
	Letonia	Libia*	<i>África subsahariana</i>	
	Lituania	Marruecos		
	Macedonia	Omán*	<i>África subsahariana</i>	
	Polonia	Siria		
	República Checa	Túnez	<i>África subsahariana</i>	
	República Eslovaca			
	Rumania	<i>África subsahariana</i>	<i>África subsahariana</i>	
	Serbia	Angola*		
	Turquía	Botswana	<i>África subsahariana</i>	
		Namibia		
		Sudáfrica	<i>África subsahariana</i>	
			<i>África subsahariana</i>	
			Benín	
			Burkina Faso*	
			Burundi*	
			Camerún	
			Chad*	
			Côte d'Ivoire	
			Eritrea	
			Etiopía	
			Ghana	
			Guinea*	
			Kenya	
			Lesotho	
			Liberia	
			Madagascar	
			Malawi*	
			Mali*	
			Mozambique*	
			Níger	
			Nigeria*	
			República Centroafricana*	
			República del Congo*	
			República Democrática del Congo*	
			Rwanda	
			Senegal	
			Sierra Leona*	
			Tanzania	
			Togo	
			Uganda	
			Zambia*	
			Zimbabwe*	

Nota: * denota un exportador de combustible o materiales primarios según la clasificación del apéndice estadístico del informe WEO. Todas las economías incluidas en el análisis tienen una población mínima promedio de 1 millón de habitantes durante el período que abarca la muestra. Algunas economías clasificadas actualmente como avanzadas en el informe WEO se clasifican como mercados emergentes en este capítulo. La razón es que durante los 60 últimos años tenían más características de mercado emergente que de economía avanzada, y que su experiencia —sobre todo su capacidad para alcanzar un nivel de crecimiento tal que les permitiera sumarse al grupo de las economías avanzadas— encierra valiosas lecciones.

privados netos/PIB disminuye como mínimo cinco puntos porcentuales respecto del año anterior, y cuando el nivel de los flujos privados netos se ubica más de una desviación estándar por debajo de la media específica de una economía. Empleamos también la base de datos de BPS para obtener los flujos de inversión extranjera directa netos como porcentaje del PIB.

Los términos de intercambio ponderados según el comercio internacional se calculan utilizando los deflatores de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios y las series de PIB, exportaciones e importaciones de bienes y servicios en términos nominales; todos los datos provienen de las bases de datos del informe WEO y WDI. En particular, la serie sobre los términos del intercambio se calcula como la variación porcentual del deflactor de los precios de las exportaciones multiplicado por el porcentaje de las exportaciones dentro del PIB del período anterior menos la variación porcentual del deflactor de precios de las importaciones multiplicado por el porcentaje de las importaciones dentro del PIB del período anterior. Los *colapsos de los términos de intercambio* se definen como un empeoramiento de los términos de intercambio equivalente como mínimo a 3% del PIB.

Shocks internos

El indicador de *crisis bancaria* está tomado de Laeven y Valencia (2012). El crédito bancario al sector no financiero privado está tomado de la base de datos de IFS. Los quiebres de estos datos se identifican empleando las publicaciones *IFS Country Notes* y se resuelven mediante un empalme con los datos sobre el crecimiento. Al igual que Mendoza y Terrones (2008), definimos los *auges de crédito* como períodos en los cuales el componente cíclico del crédito per cápita privado real logarítmico es como mínimo 1,65 veces la desviación estándar por encima de la media.

Marcos y libertad de acción de la política económica

Las fechas en que los países adoptaron *metas de inflación* están tomadas de Roger (2010), y los datos sobre el *régimen cambiario de facto*, de Reinhart y

Rogoff (2004) e Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2008). Medimos la *ciclicidad de la política fiscal* como la correlación entre el componente cíclico del gasto primario público real tomado de la base de datos del informe WEO y el componente cíclico del PIB real (parecido a Kaminsky, Reinhart y Végh, 2004). Una correlación negativa corresponde a una política fiscal anticíclica, y una correlación positiva, a una política fiscal procíclica. El saldo fiscal se calcula como la variación de la relación deuda pública/PIB, corregida según el crecimiento del PIB nominal. El *superávit fiscal* es un indicador equivalente a 1 si el saldo fiscal es positivo. Los datos sobre la *deuda pública* provienen de Abbas *et al.* (2010). El indicador de deuda pública baja es igual a 1 si la deuda pública es inferior a 50% del PIB, el nivel al cual la solvencia fiscal de los mercados emergentes disminuye según Mendoza y Ostry (2008).

Empleamos la base de datos *External Wealth of Nations Mark II* (véase Lane y Milesi-Ferretti, 2007) para calcular las relaciones *deuda externa/PIB*, *reservas/PIB* e *integración financiera*, que se define como la suma de los activos externos y los pasivos externos dividida por el PIB. El indicador de un nivel bajo de deuda externa es igual a 1 si la deuda externa es inferior a 40% del PIB; según Reinhart, Rogoff y Savastano (2003), es más allá de ese nivel que la “intolerancia a la deuda” aumenta. El saldo en cuenta corriente y la inflación de los precios al consumidor están tomados de la base de datos del informe WEO. El indicador de un nivel bajo de inflación es igual a 1 si la inflación es inferior a 10%.

Características estructurales

La *apertura comercial* se mide como la relación entre la suma de las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios y el PIB. El índice de *liberalización del comercio exterior* está tomado de Wacziarg y Welch (2008), y la *apertura de la cuenta capital*, de Chinn e Ito (2006). Los datos sobre las importaciones y exportaciones bilaterales de mercancías provienen de la base de datos de *Direction of Trade Statistics* y se utilizan para calcular la *proporción de las exportaciones a las economías de mercados emergentes y en desarrollo*. Por último, el dato sobre la *desigualdad*, calculada según el coeficiente de Gini

del ingreso disponible de los hogares, está tomado de Solt (2009).

Apéndice 4.2. Caracterización de la resiliencia mediante un proceso de autorregresión del crecimiento

Para evaluar los factores que podrían estar impulsando la resiliencia, este apéndice caracteriza las expansiones y las recuperaciones de las economías avanzadas y de las economías de mercados emergentes y en desarrollo mediante un proceso de autorregresión de primer orden —AR(1)— del crecimiento del PIB real per cápita, parecido al que emplean Blanchard y Simon (2001). En particular, nos planteamos si un modelo AR(1) con coeficientes que varían según el tiempo puede replicar la duración de las expansiones y el crecimiento del PIB real per cápita mediano registrado en el curso de las expansiones, así como la amplitud mediana de las desaceleraciones observadas en los datos. Con esa finalidad, se estimó el siguiente proceso de AR(1):

$$g_t = \alpha + \beta g_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{with} \quad \varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2), \quad (4.1)$$

donde g_t es el crecimiento del PIB real per cápita en el momento t , α es una constante, β es el coeficiente autorregresivo de primer orden, y ε_t es un shock de media cero en el momento t . Esta ecuación se calcula para cada economía en tres subperíodos: 1950–69, 1970–89, 1990–2007. El cuadro 4.4 presenta los coeficientes estimados medianos y los rangos intercuantiles por grupo de economías y subperíodo.

Los resultados correspondientes a las economías avanzadas muestran que el crecimiento en estado estable y la variabilidad del crecimiento han disminuido. En particular, α y σ han disminuido con el correr del tiempo, y β ha aumentado. En consecuencia, el crecimiento en estado estable, dado por $\alpha/(1 - \beta)$, y la variabilidad del crecimiento, dada por $\sigma/\sqrt{1 - \beta^2}$, han disminuido, lo cual causa el efecto contrario en la duración de las expansiones: un crecimiento en estado estable más bajo implica que las expansiones son más cortas, en tanto que una menor variabilidad del crecimiento implica que son más prolongadas.

Los resultados correspondientes a las economías de mercados emergentes y en desarrollo muestran que el crecimiento en estado estable aumentó y la variabilidad del crecimiento disminuyó en 1990–2007 respecto de los 40 años anteriores. Concretamente, α disminuyó entre 1950–69 y 1970–89, pero aumentó en 1990–2007, en tanto que β aumentó de manera pronunciada entre 1950–69 y 1970–89, y posteriormente se mantuvo constante. La desviación estándar σ del shock al crecimiento aumentó ligeramente entre 1950–69 y 1970–89, pero disminuyó en 1990–2007 por debajo de los niveles observados en 1950–69. En consecuencia, el crecimiento en estado estable aumentó y la variabilidad del crecimiento disminuyó, lo cual se tradujo tanto en expansiones más prolongadas como en recuperaciones más rápidas²⁹.

Partiendo de estas estimaciones, este apéndice se plantea si las características de las expansiones y las recuperaciones observadas en los datos sobre las economías de mercados emergentes y en desarrollo pueden replicarse con datos simulados basados en los coeficientes estimados medianos del cuadro 4.4 correspondientes a los períodos 1970–89 y 1990–2007. En particular, utilizamos los coeficientes medianos de las economías de mercados emergentes y en desarrollo en cada subperíodo para hacer 1.000 simulaciones de proceso de crecimiento con una duración individual de 50 años. A continuación, aplicamos el algoritmo Harding-Pagan para identificar las crestas y los valles del nivel del PIB real per cápita simulado. Además, hacemos variar un coeficiente a la vez para evaluar su impacto en la resiliencia. Los resultados figuran en el gráfico 4.14.

El modelo AR(1) del crecimiento del PIB real per cápita sugiere que la mejora de la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo durante los 20 últimos años ha sido producto más que nada del crecimiento en estado estable y, en menor medida, de la disminución de la variabilidad del producto. Sin embargo, como se señala más adelante, es necesario tomar estos resultados con cuidado porque un modelo AR(1) lineal no puede

²⁹Tanto el aumento del crecimiento en estado estable como la disminución de la variabilidad del crecimiento entre 1970–89 y 1990–2007 son estadísticamente significativos.

Cuadro 4.4. Coeficientes medianos y rango intercuartil del proceso AR(1)

		α	β	σ	$\sigma \div ((1 - \beta^2)^{0.5})$	$\alpha \div (1 - \beta)$
Economías avanzadas	1950–69	0,032	0,057	0,028	0,028	0,034
	Rango intercuartil	(0,025, 0,037)	(-0,043, 0,107)	(0,017, 0,033)	(0,018, 0,034)	(0,027, 0,040)
	1970–89	0,018	0,181	0,023	0,023	0,022
	Rango intercuartil	(0,015, 0,022)	(0,124, 0,274)	(0,020, 0,025)	(0,020, 0,025)	(0,021, 0,026)
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	1950–69	0,019	-0,069	0,041	0,043	0,019
	Rango intercuartil	(0,009, 0,035)	(-0,262, 0,228)	(0,031, 0,061)	(0,032, 0,065)	(0,008, 0,035)
	1970–89	0,003	0,232	0,044	0,047	0,004
	Rango intercuartil	(-0,004, 0,014)	(0,076, 0,439)	(0,034, 0,063)	(0,038, 0,069)	(-0,005, 0,020)
Economías de mercados emergentes	1950–69	0,027	-0,067	0,040	0,041	0,025
	Rango intercuartil	(0,015, 0,038)	(-0,252, 0,175)	(0,029, 0,057)	(0,032, 0,065)	(0,016, 0,041)
	1970–89	0,009	0,232	0,042	0,043	0,015
	Rango intercuartil	(0,001, 0,023)	(0,157, 0,471)	(0,031, 0,061)	(0,033, 0,062)	(0,001, 0,029)
Países de bajo ingreso	1950–69	0,010	-0,145	0,043	0,045	0,014
	Rango intercuartil	(0,004, 0,029)	(-0,323, 0,242)	(0,032, 0,063)	(0,034, 0,066)	(0,004, 0,025)
	1970–89	-0,001	0,230	0,048	0,051	-0,001
	Rango intercuartil	(-0,007, 0,005)	(0,029, 0,314)	(0,039, 0,065)	(0,040, 0,070)	(-0,007, 0,006)
	1990–2007	0,012	0,271	0,033	0,037	0,015
	Rango intercuartil	(0,003, 0,026)	(-0,058, 0,550)	(0,020, 0,052)	(0,023, 0,055)	(0,003, 0,033)

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los grupos de economías se definen en el cuadro 4.3 del apéndice 4.1. Los errores estándar se indican entre paréntesis.

replicar algunos de los hechos estilizados presentados en este capítulo.

Como el modelo AR(1) subestima la duración de las expansiones ocurridas en 1970–89 y sobrestima la de las ocurridas en 1990–2007, el aumento efectivo entre períodos es mayor que el indicado por los datos (gráfico 4.14, panel 1). La prolongación de las expansiones responde sobre todo a un aumento de α . Los coeficientes β y σ no afectan a la duración de las expansiones (gráfico 4.14, panel 2).

Como el modelo AR(1) sobrestima el crecimiento registrado durante las expansiones del período 1970–89, y subestima el de las ocurridas en 1990–2007, no hubo cambios entre los subperíodos, aunque los datos indican que la tasa de crecimiento aumentó durante ese período (gráfico 4.14, panel 3). En resumen, el aumento del crecimiento durante la expansión debido a una α más alta queda totalmente compensado por la disminución del crecimiento debido a una σ

más baja (gráfico 4.14, panel 4). El modelo AR(1) también subestima la amplitud de las desaceleraciones en ambos subperíodos (gráfico 4.14, panel 5). La disminución de la amplitud estimada de las desaceleraciones entre 1970–89 y 1990–2007 se debe principalmente a un aumento de α y, en menor medida, a una disminución de σ (gráfico 4.14, panel 6).

Apéndice 4.3. Análisis de duración

Como primer paso del análisis de la duración de cada episodio (expansión o recuperación), correlacionamos los datos del tiempo según el calendario con el tiempo analizado (denotado por t), que cuenta el tiempo transcurrido desde el comienzo de un episodio ($t = 0$). Por ende, el análisis de duración implica modelar de qué manera la evolución del episodio (que depende de las distintas variables explicativas) influye en la probabilidad de que el episodio concluya durante el tiempo analizado.

Análisis bivariado

El gráfico 4.7 muestra la probabilidad promedio de que un episodio concluya si ocurre o si no ocurre un shock, tomando la media de las probabilidades de la muestra de que un episodio en curso llegue a su fin en cada momento del tiempo analizado. La significancia estadística se calcula en base a una prueba de la diferencia entre el conjunto de probabilidades estimadas de que el shock ocurra y el conjunto de probabilidades de que no ocurra.

En los gráficos 4.8 y 4.9, mostramos la duración promedio de un episodio que depende de que la característica que nos interesa esté o no esté presente en el transcurso del episodio. Estas duraciones promedio se calculan sobre la base de curvas de supervivencia estimadas de Kaplan-Meier que dependen de la característica. Conocida también como estimador del límite del producto de la función de supervivencia, la estimación de la curva de Kaplan-Meier implica 1) calcular la probabilidad de que un episodio continúe más allá de un momento determinado del tiempo analizado, dado que duró hasta ese momento, y 2) tomar el producto móvil de estas probabilidades en cada momento del tiempo analizado (Kaplan y Meier, 1958). El resultado es una correlación entre el tiempo analizado y la probabilidad de continuación, dado que un episodio ha durado hasta el momento en cuestión.

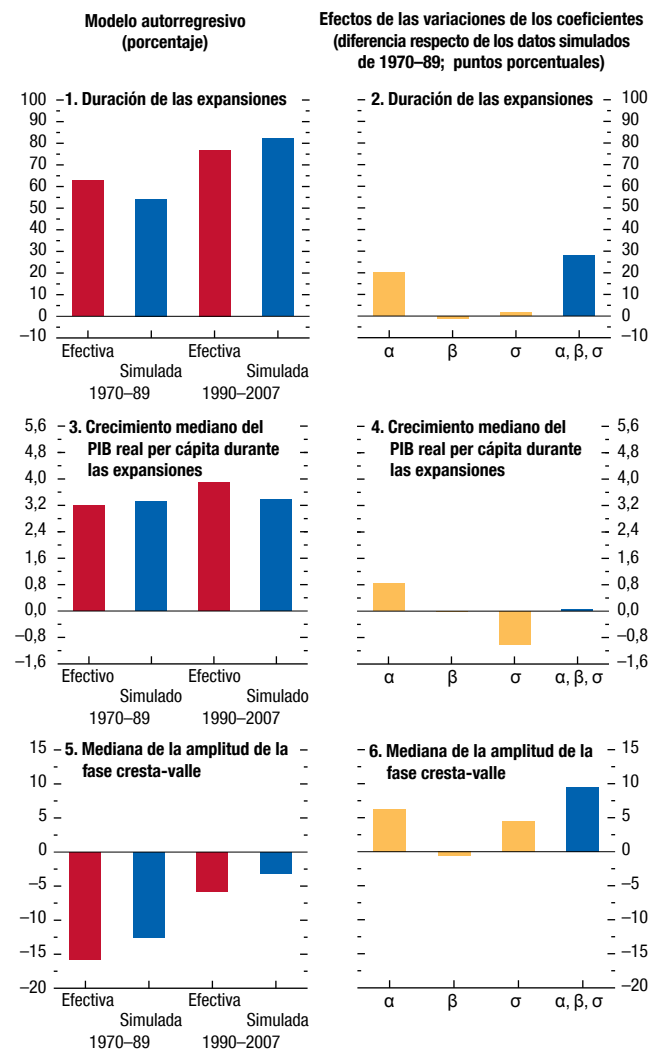
$$\bar{S}(t) = \prod_{j|t_j \leq t} \left(\frac{n_j - d_j}{n_j} \right), \quad (4.2)$$

donde j indiza el conjunto de las duraciones de los episodios observados, \bar{S} representa la curva de supervivencia estimada, n_j es el número de episodios en peligro de concluir en el momento t_j , dado que han durado hasta ese momento, y d_j es el número de episodios que concluyeron efectivamente en el momento t_j .

En base a esta curva, calculamos la duración prevista de cada episodio (usando la muestra con o sin la característica que nos interesa). La significancia estadística está dada por una prueba de clasificación logarítmica de la diferencia entre dos curvas de supervivencia estimadas. Los métodos que emplea el análisis bivariado son fundamentalmente no paramétricos, ya

Gráfico 4.14. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Efectos de las variaciones de los coeficientes del modelo autorregresivo

Los datos simulados de un modelo AR(1) calibrado con coeficientes que varían según el tiempo replican en términos amplios los hechos estilizados de la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Sin embargo, si se compara el período 1970–89 con el período 1990–2007, se observa que los datos simulados sobrestiman la prolongación de las expansiones y subestiman el crecimiento del PIB real mediano ocurrido durante las expansiones y la amplitud de las desaceleraciones. El afianzamiento de la resiliencia entre 1970–89 y 1990–2007 es más que nada resultado de un aumento de la constante (α) y, en menor medida, de una desviación estándar menor de las innovaciones del crecimiento (σ).



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las crestas y los valles del producto per cápita se identifican utilizando el algoritmo de Harding-Pagan (Harding y Pagan, 2002). Los datos simulados están basados en los coeficientes estimados medianos del cuadro 4.4 correspondientes a cada período. Estos coeficientes se incorporan a una ecuación AR(1) del crecimiento del PIB per cápita, y las innovaciones del crecimiento se toman de una distribución normal con una media cero y una varianza de σ^2 , para hacer 1.000 simulaciones de procesos de crecimiento con una duración individual de 50 años. A continuación, las series generadas de crecimiento del PIB per cápita se utilizan para elaborar índices del PIB per cápita en niveles.

Cuadro 4.5. ¿Qué variables acortan las expansiones? Comprobaciones de robustez

Variable explicativa	Especificación de base	Especificación de base con fragilidades económicas	Diferente indicador de interrupciones repentinas de los flujos de capital	Diferente indicador de inflación	Variables ficticias de las décadas	Diferente distribución (gamma generalizada)	Diferente producto	Expansiones del crecimiento
Índice S&P de volatilidad implícita (VXO)	0,951*** (-4,179)	0,951*** (-3,688)	0,951*** (-4,138)	0,952*** (-3,851)	0,944*** (-4,624)	0,950*** (-4,659)	0,937*** (-4,785)	0,967** (-2,191)
Tasa de interés real ex ante estadounidense	0,956 (-1,461)	0,956 (-1,170)	0,956 (-1,471)	0,944* (-1,801)	0,982 (-0,494)	0,939* (-1,862)	0,917** (-2,399)	0,986 (-0,328)
Indicador de colapsos de los términos del intercambio	0,968 (-0,214)	0,968 (-0,200)	0,969 (-0,209)	0,953 (-0,298)	0,982 (-0,116)	0,926 (-0,450)	1,051 (0,231)	0,801 (-0,826)
Indicador de interrupciones repentinas de las entradas de capital	0,590*** (-2,927)	0,590** (-2,134)		0,622** (-2,536)	0,590*** (-2,731)	0,523*** (-2,656)	0,363*** (-4,946)	0,657 (-1,333)
Indicador de recesiones de las economías avanzadas	0,642*** (-4,074)	0,642** (-2,512)	0,648*** (-4,016)	0,608*** (-4,449)	0,619*** (-3,967)	0,622*** (-4,091)	0,685*** (-3,065)	0,680*** (-2,590)
Auge de crédito durante los tres últimos años	0,616*** (-3,913)	0,616*** (-2,977)	0,620*** (-3,843)	0,617*** (-3,664)	0,626*** (-3,631)	0,601*** (-3,373)	0,596*** (-3,454)	0,497*** (-3,697)
Indicador de crisis bancarias	0,550*** (-3,376)	0,550** (-2,392)	0,550*** (-3,387)	0,524*** (-3,584)	0,567*** (-3,180)	0,480*** (-3,079)	0,516*** (-3,561)	0,451** (-1,977)
Indicador de inflación de un solo dígito	1,473*** (3,185)	1,473*** (2,938)	1,475*** (3,192)		1,444*** (2,954)	1,434*** (2,925)	1,604*** (3,077)	1,145 (0,688)
Indicador de baja relación deuda pública/PIB	1,009 (0,0713)	1,009 (0,0651)	1,001 (0,0119)	1,019 (0,149)	0,989 (-0,0811)	1,016 (0,127)	0,740* (-1,699)	1,276 (0,988)
Reservas internacionales/PIB	1,009*** (2,866)	1,009 (1,584)	1,009*** (2,887)	1,009*** (3,099)	1,009*** (3,037)	1,009*** (2,620)	1,010** (2,122)	1,012* (1,893)
Desigualdad del ingreso (coeficiente de Gini)	0,986** (-2,144)	0,986** (-1,988)	0,986** (-2,154)	0,986** (-2,094)	0,987** (-2,035)	0,990 (-1,327)	0,998 (-0,271)	0,990 (-0,847)
Apertura comercial (exportaciones más importaciones/PIB)	0,999 (-0,451)	0,999 (-0,317)	0,999 (-0,495)	1,000 (-0,377)	0,999 (-0,468)	1,000 (0,0951)	0,997* (-1,888)	1,003 (1,605)
Apertura financiera (activos más pasivos externos/PIB)	0,999*** (-3,121)	0,999* (-1,766)	0,999*** (-3,094)	0,999*** (-3,037)	0,999*** (-3,577)	0,999** (-2,417)	1,000 (-0,484)	0,998** (-2,324)
Indicador conjunto de estallidos de la incertidumbre mundial e interrupciones repentinas			0,603*** (-2,828)					
Indicador de inflación inferior a 5%				1,330* (1,729)				
Observaciones	1,264	1,264	1,264	1,264	1,264	1,264	1,417	452
Parámetro de forma de Weibull	1,516	1,516	1,519	1,476	1,498		1,401	1,438
Parámetro de forma de estadística Z	6,829	2,653	6,817	5,968	6,411		5,372	3,177
Número de episodios	188	188	188	188	188	188	163	84
Número de episodios concluidos	126	126	126	126	126	126	99	63
Número de expansiones	75	75	75	75	75	75	75	54
Número de economías	-103,0	-103,0	-103,7	-105,6	-101,0	-99,2	-73,5	-58,0
Probabilidad logarítmica	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Modelo de valor p en chi cuadrado								

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Estos coeficientes exponenciados muestran relaciones temporales, que indican si la variable tiende a acortar (menos de 1) o prolongar (más de 1) la duración prevista del episodio. Las estadísticas Z figuran entre corchetes debajo de los coeficientes estimados. Una estadística z negativa indica que la variable correspondiente tiende a acortar un episodio; una estadística z positiva indica que tiende a prolongarlo. *, ** y *** denotan significancia al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

¹VXO = Índice de volatilidad S&P 100 del Mercado de Opciones de Chicago.

que no se supone que los datos estén regidos por una distribución específica de las probabilidades.

Análisis multivariado

El modelo de duración utilizado en el análisis multivariado es un modelo de tiempo de fallo acelerado, basado en la distribución de Weibull. El modelo supone que la duración del episodio j , denotada aquí por t_j , puede expresarse como el producto de una variable aleatoria con distribución de Weibull τ_j y una proporción de ajuste de escala que depende de la suma ponderada de un conjunto de variables explicativas (denotadas por el vector x_j):

$$\begin{aligned} t_j &= \exp(x_j' \beta) \tau_j \\ &= \exp\left(\sum_{k=1}^K \beta_k x_{k,t_j}\right) \tau_j, \end{aligned} \quad (4.3)$$

donde τ_j tiene una distribución de Weibull con un parámetro de forma γ . Los coeficientes estimados β_k son las ponderaciones aplicadas a cada una de las variables explicativas en la proporción de ajuste de la escala. Como se describe en el texto, el cuadro 4.1 muestra los coeficientes exponenciados, que pueden interpretarse como relaciones temporales y que indican cuánto se acortaría o se prolongaría la previsión de base de la duración $E(\tau_j)$ si la variable experimentara un cambio equivalente a una unidad. Cleves *et al.* (2010) describe este método en detalle.

Apéndice 4.4. Robustez y resultados adicionales

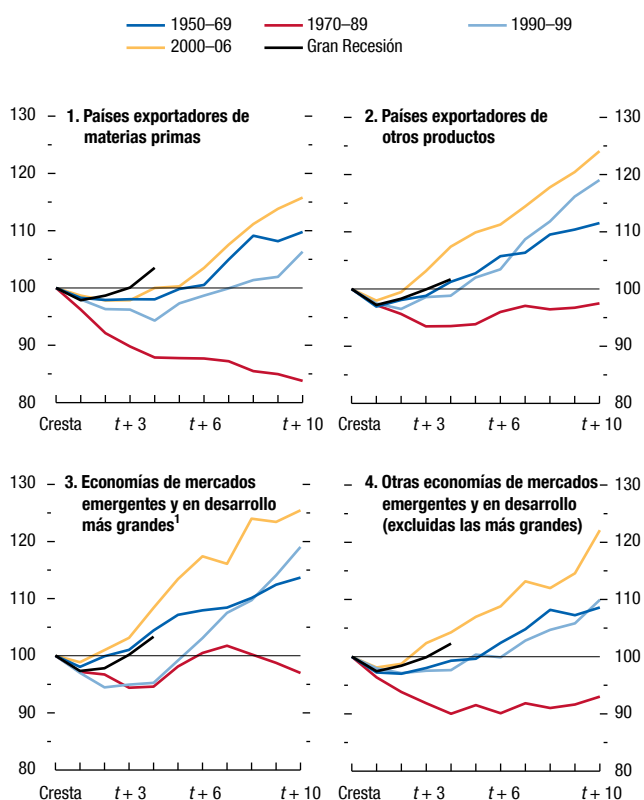
En el modelo de base, efectuamos seis comprobaciones de la robustez que incluyen 1) una explicación de la heterogeneidad no observada en los episodios de los distintos países atribuible a efectos aleatorios (conocidos también como “fragilidades” en los análisis de duración); 2) otra definición del indicador de las interrupciones repentinas de los flujos de capital, haciéndolo interactuar con un indicador de los estallidos de la incertidumbre mundial para captar interrupciones repentinas “sistémicas”; 3) un umbral más estricto para el indica-

dor de inflación baja; a saber, una tasa de inflación inferior a 5%; 4) una explicación de los efectos fijos en décadas comunes; 5) otro supuesto sobre la distribución (gamma generalizada); y 6) el uso del PIB real en lugar del PIB per cápita real para definir los períodos de expansión. Los resultados de estas comprobaciones de la robustez aparecen en el cuadro 4.5.

Como se ve a simple vista, las estimaciones de las relaciones temporales en distintos momentos generalmente son bastante parecidas en todas las columnas (la especificación de base se repite en la columna 1 para facilitar la comparación). La significancia estadística de las estimaciones también es parecida en todas las especificaciones, pero tiende a reducirse marginalmente si se utilizan las fragilidades para dar cuenta de la heterogeneidad no observada.

Asimismo, nos planteamos si nuestras determinaciones sobre las expansiones son igualmente válidas en el caso de las expansiones caracterizadas por un crecimiento rápido y sostenido. Para identificar estos episodios, suprimimos una tendencia de crecimiento lineal de 4% del PIB per cápita real de cada economía y aplicamos el algoritmo de Harding-Pagan para detectar los puntos de inflexión de la serie con la tendencia suprimida. A continuación, realizamos el análisis de base de la duración de las expansiones del crecimiento (es decir, los períodos que van desde un valle hasta una cresta en la serie con la tendencia suprimida). Los resultados de este análisis aparecen en la columna 8 del cuadro 4.5. En términos generales, estos resultados coinciden con las determinaciones sobre las expansiones de nivel estable (columna 1): los shocks externos e internos tienden a acortar las expansiones, y la libertad de acción de la política económica, a prolongarlas. La significancia estadística de los resultados estimados a veces se reduce, pero la razón principal parece ser que el tamaño de la muestra es mucho más pequeño, dado que las estimaciones de los distintos momentos son en sí bastante parecidas a las estimaciones de base correspondientes a las expansiones de nivel estable. En otras palabras, las variables que están asociadas a expansiones estables más prolongadas también lo están a expansiones más prolongadas del crecimiento.

Gráfico 4.15. Subgrupos de economías de mercados emergentes y en desarrollo: Dinámica del producto per cápita después de las crestas
(Mediana del producto per cápita; cresta = 100; años en el eje de la abscisa)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los grupos de economías se definen en el cuadro 4.3 del apéndice 4.1. Las crestas del producto per cápita se identifican utilizando el algoritmo de Harding-Pagan (Harding y Pagan, 2002). El producto per cápita en la cresta (t) está normalizado a 100, y la mediana del producto per cápita está graficada en años ($t+1$) a ($t+10$) en cada grupo.

¹Se refiere a las 30 economías de mercados emergentes y en desarrollo más grandes según el PIB real promedio durante el período que abarca la muestra.

Analizamos si los hechos estilizados relativos a las expansiones de las economías de mercados emergentes y en desarrollo durante las últimas décadas reflejan la experiencia de los países exportadores de materias primas o de las economías más grandes. El gráfico 4.15 muestra que ninguno de estos grupos parece ser el principal originador de los cambios de la resiliencia observados entre las décadas de 1980 y 2000. Tanto los países exportadores de materias primas como los exportadores de otros productos siguen los mismos patrones, pero a un ritmo ligeramente diferente. El exportador de materias primas mediano sufrió un impacto más negativo en la década de 1980, en tanto que el no exportador de materias primas mediano gozó de un crecimiento aún más vigoroso en la década del 2000 después de una cresta. Las 30 economías más grandes también exhiben perfiles de resiliencia parecidos en comparación con otras economías más pequeñas. La diferencia más marcada probablemente sea el ligero deterioro del desempeño de las economías más pequeñas tras una cresta durante la década de 1980.

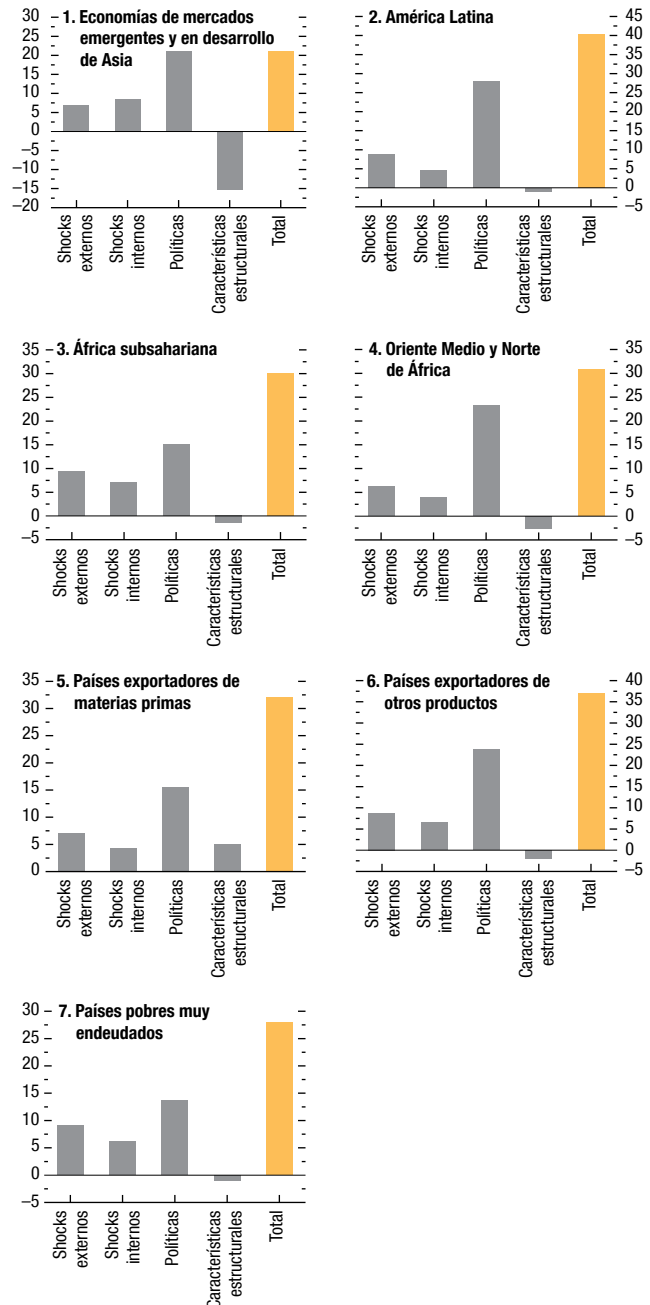
Por último, analizamos si las contribuciones relativas de los shocks, las políticas y las características estructurales varían entre una región y otra, entre los países exportadores de materias primas y los exportadores de otros productos, y en los países pobres muy endeudados (PPME) que tienen derecho al alivio de la deuda en el marco de la Iniciativa para los PPME. Utilizamos el mismo método de descomposición de la variación de la duración prevista de las expansiones que en el gráfico 4.13. Como menciona el cuerpo del capítulo, esta descomposición es puramente indicativa y no debe atribuirse a estas contribuciones una interpretación causal.

Como muestra el gráfico 4.16, nuestra determinación de que la mejora de las políticas es el factor que más contribuye a incrementar la duración prevista de las expansiones entre las décadas de 1980 y 2000 es válida para todas las submuestras y las regiones de economías de mercados emergentes y en desarrollo. La menor frecuencia de los shocks internos y externos también contribuyó a fortalecer el desempeño. La contribución de las características estructurales fue insignificante en casi todas las

submuestras, con la excepción de las economías de mercados emergentes y en desarrollo de Asia; allí, la apertura financiera aumentó casi al doble entre las décadas de 1980 y 2000, lo cual se tradujo en una contribución negativa a la duración prevista en las expansiones.

Gráfico 4.16. Regiones de economías de mercados emergentes y en desarrollo: Contribución de los shocks, las políticas y la estructura a la duración de las expansiones

(Contribución a la variación de la duración media prevista de las expansiones entre la década de 1980 y 2000–07; porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los grupos de economías se definen en el cuadro 4.3 del apéndice 4.1. Las crestas del producto per cápita se identifican utilizando el algoritmo de Harding-Pagan (Harding y Pagan, 2002).

Recuadro 4.1. ¿Son inseparables el empleo y el crecimiento?

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo han gozado de un crecimiento vigoroso durante la última década y se han recuperado rápidamente de la Gran Recesión, en marcada oposición a las economías avanzadas, donde la recuperación es más moderada. Estas trayectorias divergentes de crecimiento se vieron reflejadas en los mercados laborales. Por ejemplo, en 2011, el desempleo de las economías avanzadas —medido tanto en términos del número de personas como de la tasa— se mantuvo sustancialmente por encima del nivel de 2007. Por el contrario, si bien el desempleo aumentó durante la Gran Recesión en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, para 2011 básicamente había retomado los niveles previos a la crisis (gráfico 4.1.1).

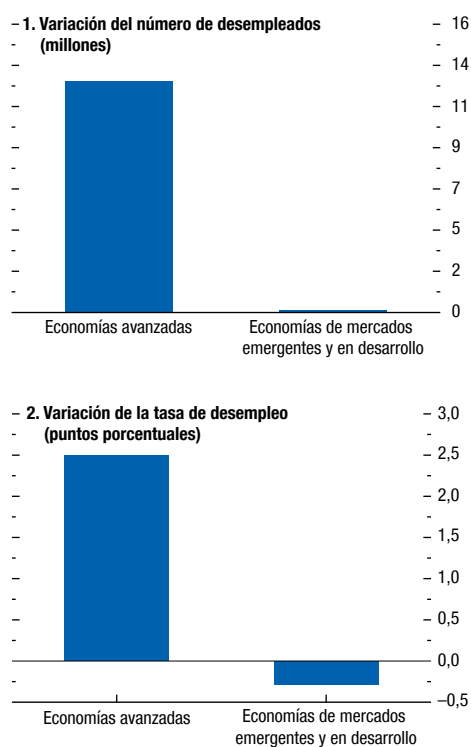
Esta correspondencia observada entre empleo y crecimiento, ¿es un hecho sorprendente o representa una característica sistémica de las economías de mercados emergentes y en desarrollo? Este recuadro muestra que la relación a corto plazo entre la evolución del mercado laboral y el crecimiento del producto ha sido bastante sólida en muchas de estas economías durante las tres últimas décadas. Por ende, si bien corresponde todavía hacer énfasis en políticas estructurales encaminadas a reducir el desempleo a largo plazo y promover la participación en la fuerza laboral, es igualmente necesario tener en cuenta la evolución del ciclo económico. La relación a corto plazo entre el empleo y el crecimiento lleva a pensar que las políticas macroeconómicas adoptadas para mantener la demanda agregada probablemente también influyan en la situación del mercado laboral de muchas de estas economías.

¿Existe una ley universal?

La relación a corto plazo entre el desempleo y el producto en Estados Unidos documentada por Okun (1962) se ha hecho famosa como la “ley de Okun”. Ball, Leigh y Loungani (de próxima publicación) analizan en qué medida la ley de Okun da cuenta de las variaciones a corto plazo de la tasa

Los autores de este recuadro son Davide Furceri y Prakash Loungani. Jair Rodríguez y Hites Ahir colaboraron en la investigación.

Gráfico 4.1.1. Tendencias divergentes de los mercados de trabajo a escala mundial; 2007–11



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

de desempleo de Estados Unidos desde 1960 y de una muestra de 20 economías avanzadas desde 1980.

Según Ball *et al.* (de próxima publicación), la ley de Okun constituye una relación sólida y estable en la mayoría de las economías avanzadas; es decir, confirman la opinión de que las variaciones a corto plazo del desempleo responden a variaciones del producto. En promedio, una desviación del producto de 1% respecto del potencial se traduce en una reducción del desempleo cíclico de alrededor de ½ punto porcentual. Existen desviaciones respecto de la ley de Okun, pero suelen ser pequeñas en magnitud y breves.

Recuadro 4.1 (continuación)

Sin embargo, aunque la ley de Okun concuerda con los datos de la mayoría de los países, suficiente —el efecto de una variación de 1% del producto en la tasa de desempleo— varía según el país, y va desde -0,16 en Japón a -0,85 en España.

¿Hasta qué punto rige la ley de Okun en las economías de mercados emergentes y en desarrollo? Al igual que Ball *et al.* (de próxima publicación), interpretamos la ley de Okun como una relación entre la desviación del desempleo respecto de su tasa natural y la desviación del producto respecto de su potencial:

$$u_t - u_t^* = a(y_t - y_t^*) + error_t, \quad (4.1.1)$$

siendo u la tasa de desempleo, y el producto logarítmico y^* la indicación de un nivel a largo plazo (tasa natural o potencial). El supuesto de la ecuación (4.1.1) es que las variaciones de la demanda agregada hacen fluctuar el producto, lo cual a su vez lleva a las empresas a contratar y despedir empleados. El término de error capta los factores que hacen variar la relación desempleo-producto, tales como variaciones inusuales de la productividad o de la participación en la fuerza laboral. Para medir u^* , la tasa natural de desempleo, e y^* , el producto potencial, suavizamos la serie correspondiente a u e y con un filtro Hodrick-Prescott.

Asimismo, estimamos una versión de la ley de Okun en primeras diferencias:

$$u_t - u_{t-1} = c + a(y_t - y_{t-1}) + error_t. \quad (4.1.2)$$

En este caso, la variación del desempleo depende de la variación del producto y de una constante. Esto se desprende de la ecuación (4.1.1) si la tasa natural u^* es constante y el producto potencial crece a una tasa constante ca . Para muchas de estas economías, estos supuestos quizá no sean razonables debido a la variación de u^* a lo largo del tiempo y a las aceleraciones y desaceleraciones del crecimiento. Como se indica en el cuerpo de este capítulo, en estas economías el producto suele caracterizarse no por “colinas suaves”, sino por “montañas, precipicios, mesetas y planicies”. Sin embargo, las especificaciones tanto

en niveles como en primeras diferencias revelan indicios de la inalterabilidad de los resultados si se aplican diferentes supuestos en cuanto a los niveles a largo plazo de producto y desempleo¹.

A menudo se pone en tela de juicio la utilidad de las tasas de desempleo como indicador de la falta de vigor del mercado laboral de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Un argumento es que en los países de bajo ingreso la gente no puede darse el lujo de estar desempleada; todos tienen un trabajo de algún tipo, ya sea por cuenta propia o en el sector rural. Otro argumento es que muchas de estas economías tienen sectores informales extensos, por lo cual ni las estadísticas de desempleo ni las de empleo tienen gran relevancia (Agénor y Montiel, 2008; Singh, Jain-Chandra y Mohommad, 2012).

Para despejar la primera de estas inquietudes, estimamos también una versión de la ley de Okun en la cual el empleo es la variable dependiente:

$$e_t - e_{t-1} = c + a(y_t - y_{t-1}) + error_t, \quad (4.1.3)$$

donde e es el empleo logarítmico. La segunda inquietud la abordamos más adelante, al examinar la relación entre los coeficientes de Okun y el nivel de informalidad.

La ley de Okun en las economías de mercados emergentes y en desarrollo: Los datos²

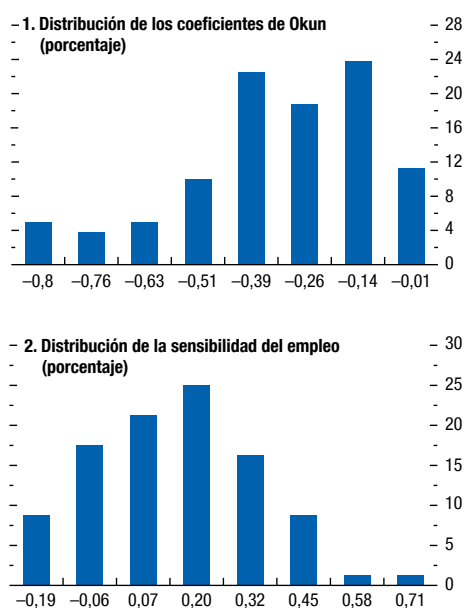
Usamos datos sobre el empleo, el desempleo y el PIB real de 80 economías entre 1980 y 2011, pero la duración de la serie temporal varía según el país.

¹También llevamos a cabo otras verificaciones de la inalterabilidad. En la especificación en niveles —ecuación (4.1.1)—, hicimos pruebas con parámetros de suavizado del filtro Hodrick-Prescott de 100 y 12 (esta última es la cifra que sugieren Rand and Tarp, 2002, para las economías en desarrollo). Dado que los resultados son bastante parecidos, evaluamos aquí solamente los correspondientes al parámetro de suavizado de 100. En la especificación en primeras diferencias —ecuación (4.1.2)—, también hicimos una prueba con una versión que incluía una tendencia temporal y el rezago de la variación del desempleo. Por lo tanto, no presentamos aquí los resultados de estas especificaciones porque fueron muy similares a los de la especificación de base.

²Esta sección se basa en el trabajo que están realizando Ball *et al.* (de próxima publicación).

Recuadro 4.1 (continuación)

Gráfico 4.1.2. Distribución de los coeficientes de la ley de Okun y de la sensibilidad del empleo; 2007–11



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

También presentamos resultados correspondientes a un subconjunto de países que tienen como mínimo 30 años de datos.

Los resultados confirman la validez de la ley de Okun en la mayoría de los países, aunque la intensidad de la relación varía. El panel 1 del gráfico 4.1.2 muestra la distribución de los coeficientes de Okun si se emplea la ecuación (4.1.2). Como puede observarse, las estimaciones van desde valores positivos pequeños hasta $-0,8$, y la mayoría se ubica entre $-0,2$ y $-0,4$. En el grupo de países con series

temporales más largas, la distribución es bastante parecida. Si se estima la especificación en niveles (ecuación 4.1.1), los resultados son cualitativamente similares; la correlación por clasificación entre ambos conjuntos de coeficientes de Okun es $0,6$. Si se usa el empleo como variable dependiente, las estimaciones van desde pequeños valores negativos hasta $0,8$ (gráfico 4.1.2, panel 2). La correlación por clasificación con las estimaciones que utilizan el desempleo como variable dependiente es $-0,6$.

En resumen, independientemente de cuál de estas tres especificaciones se seleccione, existe una relación significativa a corto plazo entre las fluctuaciones del producto y la evolución del mercado laboral.

El cuadro 4.1.1 compara el valor promedio del coeficiente de Okun y la sensibilidad del empleo en las economías avanzadas con los de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Es evidente que, en promedio, la relación a corto plazo entre la evolución del mercado laboral y el producto es más débil en las economías de mercados emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas.

Explicación de las diferencias entre países³

Asimismo, llevamos a cabo una investigación de algunos de los factores que explican la variación de los coeficientes de Okun según el país. Como se indicó anteriormente, muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo se caracterizan por sus grandes sectores informales. Intuitivamente, los países con sectores informales más grandes deberían tener coeficientes de Okun más pequeños; es decir, el desempleo no debería

³Los datos sobre la informalidad usados en este recuadro están tomados de Schneider (2004) y Schneider, Buehn y Montenegro (2010). Los indicadores de la flexibilidad de los mercados del trabajo y de productos se describen en Crivelli, Furceri y Toujas-Bernaté (de próxima publicación).

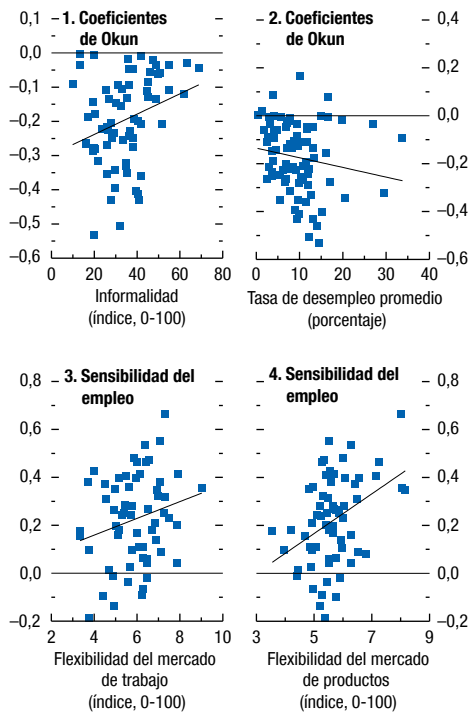
Cuadro 4.1.1. Relación a corto plazo entre la evolución del mercado laboral y el crecimiento, por grupo de países

	Coefficientes de Okun (ecuación 4.1.1)	Coefficientes de Okun (ecuación 4.1.2)	Sensibilidad del empleo (ecuación 4.1.3)
Economías avanzadas	-0,39	-0,33	0,49
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	-0,17	-0,29	0,20

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Recuadro 4.1 (continuación)

Gráfico 4.1.3. Ley de Okun: Empleo y producto de las economías de mercados emergentes y en desarrollo



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: El índice de informalidad está tomado de Schneider (2004) y Schneider, Buehn y Montenegro (2010). Los indicadores de la flexibilidad del mercado del trabajo y de los productos se describen en Crivelli, Furceri y Toujas-Bernaté (de próxima publicación).

ser tan sensible a una variación determinada del producto (véase el gráfico 4.1.3, panel 1). Ball *et al.* (de próxima publicación) documentan una relación positiva en las economías avanzadas entre el coeficiente de Okun estimado y el nivel promedio de desempleo: en los países en los cuales es más alto en promedio, el desempleo también fluctúa más en respuesta a los movimientos del producto. Aunque la razón de esta asociación no es obvia, determinamos que también se observa una correlación parecida en las economías de mercados emergentes y en desarrollo (gráfico 4.1.3, panel 2).

Algunos estudios recientes han analizado la sensibilidad del empleo al producto (Crivelli, Furceri y Toujas-Bernaté, de próxima publicación; Ahmed, Guillaume y Furceri, 2012), y sugieren que podría depender de características tales como la flexibilidad del mercado del trabajo y de los productos. Por ejemplo, al estudiar las regulaciones sobre contratación y despido en países de Oriente Medio y Norte de África, Ahmed, Guillaume y Furceri (2012) sostienen que estas regulaciones pueden desalentar “la expansión del empleo en las empresas cuando el clima económico mejora”. Es decir, un grado superior de garantía laboral puede desalentar la contratación y el despido a medida que fluctúa el producto, reduciendo la sensibilidad del empleo. Los paneles 3 y 4 del gráfico 4.1.3 llevan a pensar que la flexibilización del mercado laboral y de los productos bien puede estar correlacionada con una mayor sensibilidad del empleo.

El cuadro 4.1.2 muestra las estimaciones por cuadrados mínimos ponderados (CMP) de estos determinantes de los coeficientes de Okun y la sensibilidad del empleo⁴. Los resultados presentados en las dos primeras columnas confirman que los coeficientes de Okun dependen efectivamente del tamaño del sector informal y de la tasa de desempleo promedio, tal como lo sugieren los paneles 1 y 2 del gráfico 4.1.3. Las otras cuatro regresiones del cuadro examinan los determinantes de la sensibilidad del empleo. La informalidad influye en la sensibilidad, pero la tasa de desempleo promedio no tiene un impacto significativo. Una mayor flexibilidad de los mercados del trabajo y de los productos tomados individualmente incrementa la sensibilidad del empleo. Sin embargo, cuando se los incluye juntos en la regresión, únicamente

⁴Como nuestras variables dependientes están basadas en estimaciones, la variable dependiente se mide con diferentes grados de precisión según el país; por ende, utilizamos un estimador de CMP. Concretamente, el estimador de CMP supone que los errores ϵ_i se distribuyen como $\epsilon_i \sim N(0, \sigma^2 + s_i)$, donde s_i es la desviación estándar estimada del valor residual de los coeficientes de Okun (o la sensibilidad del empleo) en cada país i , y σ^2 es un parámetro desconocido que se estima en la regresión de segunda etapa.

Recuadro 4.1 (continuación)
Cuadro 4.1.2. Determinantes de los coeficientes de Okun y sensibilidad del empleo

	Coeficientes de Okun		Sensibilidad del empleo			
	Especificación en niveles	Especificación en variaciones	(3)	(4)	(5)	(6)
Informalidad	0,0027*** (0,0009)	0,0044** (0,0021)	-0,0034** (0,0014)	-0,0058*** (0,0014)	-0,0034*** (0,0013)	-0,0044*** (0,0014)
Tasa de desempleo promedio	-0,0094*** (0,0030)	-0,0131*** (0,0047)	0,0027 (0,0049)	-0,0003 (0,0048)	0,0057 (0,0046)	0,0031 (0,0047)
Flexibilidad del mercado de trabajo				0,0390** (0,018)		0,0083 (0,43)
Flexibilidad del mercado de productos					0,0727*** (0,0222)	0,0747*** (0,0250)
<i>R</i> ²	0,20	0,14	0,09	0,28	0,30	0,38
<i>N</i>	67	67	67	56	58	55

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

 Nota: Las estadísticas *t* se presentan en paréntesis; *, ** y *** denotan significancia a niveles de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

los efectos de la flexibilidad del mercado de los productos resultan estadísticamente significativos⁵.

Implicaciones para la política económica

Los retos estructurales que enfrentan los mercados laborales de las economías de mercados emergentes y en desarrollo reciben merecidamente mucha atención. En numerosos casos, las tasas de desempleo, especialmente entre los jóvenes, se mantienen a un nivel elevado alarmante. Otras economías se enfrentan al desafío de promover la participación en la fuerza laboral, sobre todo de la mujer. Los resultados de este recuadro respaldan las políticas centradas en resolver estos retos estructurales: la relación cíclica entre empleo y crecimiento es más débil, en promedio, en las economías de

mercados emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas.

Al mismo tiempo, la determinación de que existe una relación significativa en muchos países lleva a pensar que no se deben pasar por alto los factores cíclicos. Las políticas sobre la demanda agregada que respaldan el crecimiento del producto a corto plazo también pueden contribuir a la recuperación del mercado del trabajo. Los resultados apuntan asimismo a una interacción entre factores cíclicos y estructurales. La intensidad de la relación a corto plazo entre el empleo y el crecimiento depende de características estructurales de la economía como la informalidad y el grado de flexibilidad del mercado de los productos. Los datos llevan a pensar que, a medida que se reduce la informalidad y se flexibilizan los mercados de los productos, la relación a corto plazo entre la evolución del mercado del trabajo y el crecimiento será más estrecha.

⁵Al igual que Ball *et al.* (de próxima publicación) en el caso de las economías avanzadas, no detectamos una relación significativa entre la flexibilidad de los mercados del trabajo y los productos y los coeficientes de Okun.

Recuadro 4.2. ¿Cómo afectaría la desaceleración de la inversión en China a otras economías de mercados emergentes y en desarrollo?

Este recuadro examina el impacto que una desaceleración de la inversión en China podría tener en el crecimiento de otras economías de mercados emergentes y en desarrollo. Durante la última década, el modelo de crecimiento de China ha pasado a depender cada vez más de la inversión, que contribuyó alrededor de la mitad del crecimiento del PIB nacional en la década de 2000, un efecto particularmente marcado hacia fines de esa década (gráfico 4.2.1, panel 1). En parte, esto es reflejo del pronunciado aumento de la inversión en infraestructura en 2008–10 como parte del estímulo desplegado para hacer frente a la Gran Recesión. Sin embargo, otras fuerzas parecen estar promoviendo cada vez más el crecimiento de la inversión; entre ellas, el proceso de urbanización, el énfasis más reciente en la construcción de viviendas sociales, y el fortalecimiento de las capacidades dedicadas a las manufacturas y los servicios de alta gama.

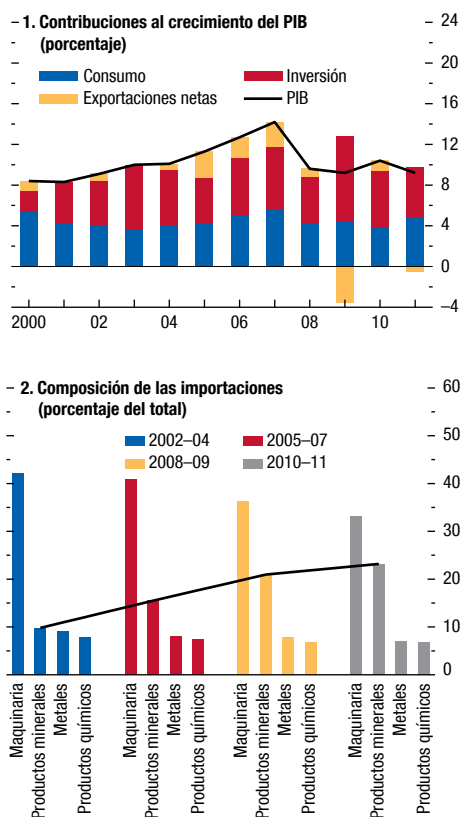
Un fenómeno vinculado a estos cambios son las importantes variaciones que se observan en la cesta de importaciones de China. A medida que aumenta la actividad manufacturera nacional, el porcentaje de importaciones de maquinaria ha disminuido paulatinamente, al mismo tiempo que aumentó de manera constante la importación de minerales y metales (gráfico 4.2.1, panel 2).

Esta evolución ha tenido un impacto notable en los flujos comerciales internacionales durante la última década, dado que los países socios enviaron una proporción creciente de sus exportaciones a China (gráfico 4.2.2, panel 1). Medida en relación con el PIB de los socios comerciales, la importancia de las exportaciones a China revela aumentos incluso más drásticos en el caso de varias economías. Este coeficiente se ha cuadruplicado en promedio en 2001–11 (gráfico 4.2.2, panel 2).

Las tendencias llevan a pensar que la rápida expansión de la inversión en China puede haber tenido un fuerte impacto positivo en el crecimiento de los socios comerciales. Pero dado que

Los principales autores de este recuadro son Ashvin Ahuja y Malhar Nabar. El recuadro está basado en el estudio de los autores Ahuja y Nabar (de próxima publicación).

Gráfico 4.2.1. Composición del crecimiento y las importaciones de China



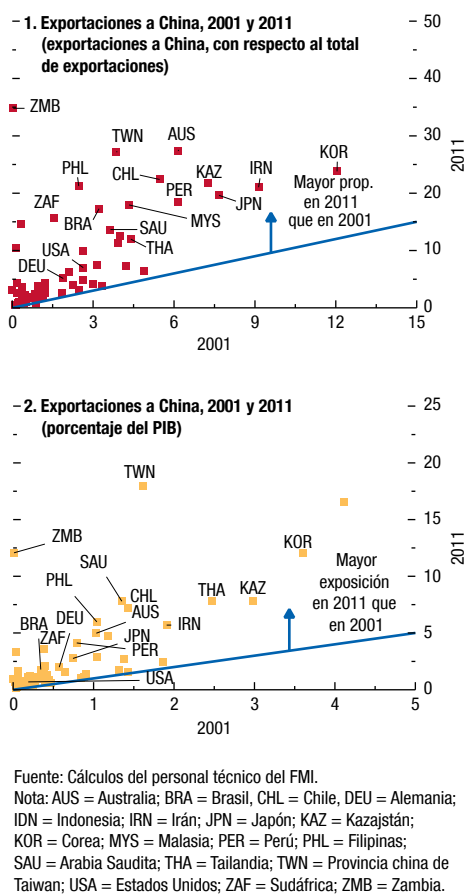
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

la inversión ya roza 50% del producto y China sigue dependiendo de la inversión como motor del crecimiento, no está claro si la nueva capacidad será rentable. El riesgo de que el auge de inversión termine de manera abrupta y desordenada es lejano, pero tendría efectos adversos para los socios comerciales de China.

Para hacerse una idea de la magnitud que podría tener esta dinámica, medimos el efecto de contagio que la actividad de inversión en China tendría en los socios comerciales en términos del producto de las exportaciones de una economía a

Recuadro 4.2 (continuación)

Gráfico 4.2.2. Aumento de las exportaciones a China



China (como proporción del PIB) y el crecimiento de la inversión fija en China¹.

¹Concretamente, el efecto de contagio se define como $Efecto\ de\ contagio\ de\ China_{j,t} = exCHN_{j,t} \times Crecimiento\ de\ la\ de\ inversión\ fija\ en\ China_t$ (4.2.1)

donde

$$exCHN_j = \left(\frac{Exportación\ a\ China}{PIB} \right)_j$$

y $Crecimiento\ de\ la\ inversión\ fija\ en\ China_t$ es la variación porcentual anual de la formación fija de capital bruto real tomada de las cuentas nacionales.

Este indicador del efecto de contagio varía según la exposición de las exportaciones de cada país a China, y también a lo largo del tiempo de acuerdo con las fluctuaciones del crecimiento de la inversión fija en China. Está construido de manera tal que mide únicamente la influencia de la actividad china en otras economías a través del canal comercial directo; no refleja la exposición indirecta a través de economías intermedias integradas verticalmente o como consecuencia de la disminución de los precios de las materias primas.

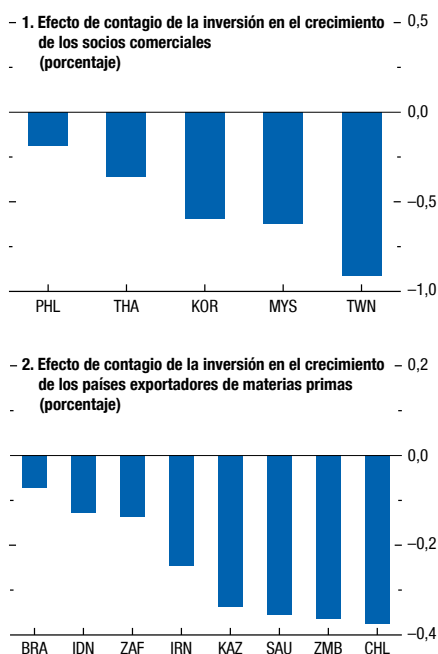
El efecto de contagio en el crecimiento de los socios comerciales de China se estima mediante una regresión de las tasas de crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo respecto de este indicador del efecto de contagio y una serie de variables de control, incluidas el crecimiento rezagado de estas economías, sus términos de intercambio y la volatilidad del producto. La muestra abarca el período de pertenencia de China a la Organización Mundial de Comercio (2002–11) e incluye las economías de mercados emergentes y en desarrollo según la clasificación del índice mundial de todos los países elaborado por MSCI y los principales productores de materias primas. La regresión se realizó también con diferentes indicadores del crecimiento de la inversión fija en China: global, manufacturas y bienes no transables (calculados sobre la base de la proporción dentro de la inversión en activos fijos según datos disponibles desde 2003). Este desglose permite comparar los efectos de contagio generados por el enfriamiento de la inversión en manufacturas, con una desaceleración concentrada en el sector de los bienes no transables².

En consonancia con la creciente presencia de China en las importaciones mundiales, el efecto que la inversión en China ejerce en el crecimiento de sus socios comerciales se ha intensificado con el correr del tiempo. Las economías de mercados emergentes más expuestas son las que se

²El sector de los bienes no transables incluye, en esta definición, servicios públicos, construcción, transporte y almacenamiento, informática, comercio mayorista y minorista, servicios de comidas, banca y seguros, operaciones inmobiliarias, leasing y servicios comerciales, educación, atención de la salud, deportes y recreación, y administración pública.

Recuadro 4.2 (continuación)

Gráfico 4.2.3. Efectos de una desaceleración de la inversión en China



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: BRA = Brasil; CHL = Chile; IDN = Indonesia; IRN = Irán; KAZ = Kazakstán; KOR = Corea; MYS = Malasia; PHL = Filipinas; SAU = Arabia Saudita; THA = Tailandia; TWN = provincia china de Taiwan; ZAF = Sudáfrica; ZMB = Zambia. Las barras muestran el efecto de una desaceleración de 1 punto porcentual de la inversión en China.

encuentran dentro de la cadena de oferta regional asiática, como Corea, Malasia y la provincia china de Taiwan. Los resultados sugieren que el crecimiento del PIB de la provincia china de Taiwan disminuye un poco más de nueve décimas de punto porcentual por cada 1 punto porcentual de desaceleración del crecimiento de la inversión en China (gráfico 4.2.3, panel 1).

Entre los exportadores de materias primas, el impacto más marcado se observa en el caso de los exportadores de mineral metalífero con estructuras económicas relativamente menos diversificadas y mayores concentraciones de exportación a China. El efecto estimado que tendría en el crecimiento de Chile una desaceleración de 1 punto porcen-

tual del crecimiento de la inversión en China es una disminución de casi dos quintos de punto porcentual. Por el contrario, los exportadores más grandes de materias primas con economías más diversificadas, como Brasil e Indonesia, sufren reducciones del crecimiento más pequeñas (gráfico 4.2.3, panel 2)³.

La descomposición de la inversión en manufacturas y bienes no transables muestra que los efectos de contagio generados por la inversión en manufacturas en China reflejan la influencia de la demanda mundial. Una vez que se incluye la demanda mundial como variable de control adicional de la regresión, los efectos de contagio producidos por la inversión fija en manufacturas en China dejan de tener un impacto estadísticamente significativo en el crecimiento de los socios comerciales (al contrario de lo que ocurre con la demanda mundial). Por el contrario, la inversión en bienes no transables en China produce efectos de contagio significativos en el crecimiento de los socios comerciales que superan los efectos de la demanda mundial.

El análisis también muestra que los efectos de contagio directos del aumento del consumo en el crecimiento de los socios comerciales han sido insignificantes durante los últimos años. La proporción que ocupa China dentro de las importaciones mundiales de bienes de consumo ha aumentado a un ritmo menor que la proporción del consumo mundial que le correspondió durante los 15 últimos años. Actualmente, desempeña un papel pequeño como importador de bienes de consumo, dado que absorbe únicamente 2% de la importación mundial de bienes de consumo⁴. La escasa intensidad de la importación de bienes de

³Un análisis conexo —un modelo de autorregresión vectorial aumentado con factores aplicado a variables macroeconómicas, financieras, comerciales y de los precios mundiales de las materias primas correspondientes al G-20— determina que una disminución de 1% de la inversión en activos fijos en China respecto del nivel de base provocaría, en promedio, disminuciones de 0,8, 1,0, 1,6, 1,8, 1,8 y 2,2% de los precios del mineral de hierro, el aluminio, el cobre, el plomo, el níquel y el zinc, respectivamente, en el curso del año siguiente al shock. Para más detalles, véase Ahuja y Nabar (de próxima publicación).

⁴Para más detalles, véase FMI (2012).

Recuadro 4.2 (continuación)

consumo final en China lleva a pensar que si ocurre una transición al crecimiento basado en el consumo como consecuencia de las reformas estructurales contempladas en el duodécimo plan quinquenal, los beneficios directos para los exportadores de bienes de consumo probablemente sean pequeños.

Aun así, los socios comerciales de China podrían beneficiarse del acceso indirecto al consumidor chino a través de la venta de bienes intermedios, repuestos y componentes a empresas chinas que se ocupan del armado y de la adaptación del producto final a las preferencias del mercado local.

Recuadro 4.3. Capacidad de resistencia del crecimiento en los países de bajo ingreso: Los casos de Kenya y Tanzania

Kenya y Tanzania son dos de las economías de mercados emergentes y en desarrollo que dieron pruebas de una marcada capacidad de resistencia durante la Gran Recesión. En ambas, el crecimiento superó el registrado previamente por las economías avanzadas; la desaceleración del crecimiento fue apenas moderada en 2008–09; y la recuperación desde entonces ha sido rápida y vigorosa (gráfico 4.3.1, panel 1)¹.

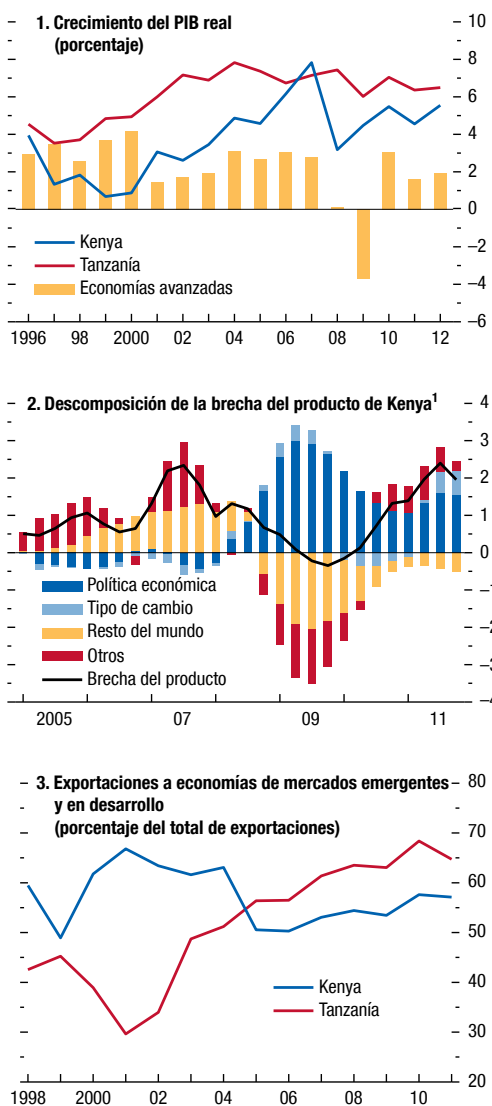
Esta capacidad de resistencia estuvo respaldada por una década de mayor estabilidad macroeconómica. En Tanzania, las reformas llevadas a cabo desde finales de la década de 1990 liberalizaron los mercados cambiarios y financieros y el comercio exterior, y les restaron protagonismo a las entidades paraestatales. La inflación cayó de 20%–30% en la década de 1990 a 5% a mediados de la década de 2000; los ingresos fiscales subieron de 10% a 15% del PIB; y la cobertura de las reservas brutas prácticamente se duplicó. Gracias a la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres muy Endeudados y a la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral —ambas lanzadas por el FMI—, la carga de la deuda también se redujo a la mitad en relación con el PIB. En Kenya, las reformas comenzaron antes, con un extenso programa de liberalización de los controles de precios, la habilitación de las importaciones y las restricciones cambiarias, acompañado de la privatización de entidades paraestatales y recortes de la función pública. Como resultado de una política fiscal prudente, la deuda pública de Kenya disminuyó de 54% del PIB en 2001 a 38% en 2008.

La estabilidad macroeconómica y las políticas promotoras de la actividad de los mercados contribuyeron a generar un ímpetu duradero para el crecimiento. Al igual que en gran parte

Los principales autores de este recuadro son Nick Gigineishvili, Dimitre Milkov, Armando Morales y Peter Allum.

¹En Kenya, las tendencias de crecimiento se vieron distorsionadas por factores internos; en 2008, hubo una desaceleración causada por la violencia postelectoral, y en 2008–09 la sequía dañó a la producción agrícola. Por esta última razón, el panel 1 del gráfico 4.3.1 se centra en el crecimiento de la economía no agrícola de Kenya.

Gráfico 4.3.1. La capacidad de resistencia de Kenya y Tanzania



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Para más detalles sobre la descomposición de la brecha del producto, véase Andrie *et al.* (de próxima publicación).

Recuadro 4.3 (continuación)

de África, el crecimiento de Kenya y Tanzania ha estado alimentado por vigorosos mercados internos con una creciente clase media a la cabeza. En ambos países, la mejora de las perspectivas de inversión contribuyó a una expansión sostenida del gasto en construcción del sector privado. Al mismo tiempo, la adopción de nuevas tecnologías fomentó el rápido crecimiento de las comunicaciones y las finanzas. Este motor de crecimiento ayudó a mantener ambas economías a salvo de la desaceleración mundial; por ejemplo, el gasto en construcción, comunicaciones y finanzas continuó creciendo a una tasa real de 9%–10% durante toda la Gran Recesión.

El afianzamiento de los amortiguadores macroeconómicos también hizo posible desplegar una política de respuesta anticíclica a la desaceleración mundial. Con déficits fiscales pequeños y niveles sostenibles de deuda pública, ambos países permitieron que el gasto público aumentara entre 2006/07 y 2008/09, 4½ puntos porcentuales del PIB en el caso de Tanzania y 2 puntos porcentuales en el de Kenya². Este estímulo fiscal ayudó a contrarrestar el efecto de contagio en el crecimiento generado por un ambiente externo menos favorable. La política monetaria también fue propicia. Tanzania recortó las tasas de interés a corto plazo a la mitad entre 2007 y 2009. Y un estudio reciente del FMI muestra que en Kenya, con el apoyo de las condiciones monetarias, se neutralizó mayormente el impacto contractivo de la Gran Recesión, que de lo contrario habría empujado el producto muy por debajo de su potencial (gráfico 4.3.1, panel 2)³. Ambas monedas, que están regidas por un régimen cambiario de flotación, se apreciaron en términos reales frente al dólar durante 2009, aunque ese movimiento no compensó el impacto global de la distensión fiscal y monetaria. Ambos países sufrieron un deterioro rápido, pero pasajero, de la balanza de pagos global en 2008, pero lo superaron sin dificultad recurriendo a las abundantes reservas brutas (equivalentes a alrededor de cuatro meses de importaciones) y a nuevo financiamiento del FMI.

²En los ejercicios que comenzaron el 1 de julio.

³Andrle *et al.* (de próxima publicación).

La diversificación de la producción y la exportación quizá también haya fortalecido la capacidad de resistencia. A nivel de los productos, Kenya ha incrementado la exportación de bienes intermedios no manufacturados y diversificado el mercado turístico. En Tanzania, la contracción significativa de la exportación agrícola tradicional se vio compensada por el aumento de la exportación de minerales y bienes manufacturados. A nivel de los mercados, el comercio de Kenya con otras economías de mercados emergentes y en desarrollo se ha mantenido estable en general y representa ligeramente más de la mitad de la exportación total; en Tanzania, las ventas a esas economías se duplicaron y representan dos tercios de las exportaciones, gracias a lo cual el país ha podido desacoplarse del ciclo de crecimiento de las economías avanzadas (gráfico 4.3.1, panel 3).

De acuerdo con las proyecciones, ambos países continuarán creciendo con vigor a lo largo de 2012. La tasa de expansión probablemente se mantenga ligeramente por debajo de los máximos observados en 2006–07 como consecuencia de las medidas adoptadas para replegar poco a poco el estímulo fiscal lanzado en 2008–09 y del endurecimiento de la política monetaria puesto en práctica desde mediados de 2011 para reducir la inflación, empujada por los precios de los alimentos. La expansión crediticia se ha desacelerado en ambos casos, pero aún es suficiente para respaldar un crecimiento sostenido. A nivel más general, a diferencia de lo que ocurre en otras economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento está apuntalado por la inversión directa y la repatriación de capitales, que tienen menos probabilidades de interrumpirse repentinamente, y el sector financiero conserva la solidez, con bajos niveles de préstamos en mora.

Sin embargo, Kenya y Tanzania podrían ver puesta a prueba su capacidad de resistencia si se agudiza la desaceleración de la economía mundial. El crecimiento sostenido de la exportación ha afianzado los resultados de la actividad externa hasta el momento, pero una nueva desaceleración mundial que afecte también a las economías de mercados emergentes y en desarrollo generaría nuevas presiones sobre la balanza de pagos.

Recuadro 4.3 (continuación)

Ambos países tienen también un margen de acción más limitado para la política económica que al comienzo de la Gran Recesión, dado que han aumentado los déficits fiscales, los niveles de deuda y la inflación, y la cobertura de las reservas brutas ha disminuido ligeramente. En consecuencia, ambos están reconstituyendo los amortiguadores macroeconómicos mediante

programas respaldados por el FMI: el programa económico de Kenya cuenta con el apoyo de un acuerdo a tres años enmarcado por el Servicio de Crédito Ampliado desde 2011, y Tanzania accedió hace poco a un acuerdo precautorio de 18 meses enmarcado por el Servicio de Crédito *Stand-By* que complementa el anterior acuerdo al amparo del Instrumento de Apoyo a la Política Económica.

Referencias

- Abbas, S. Ali, Nazim Belhocine, Asmaa ElGanainy y Mark Horton, 2010, "A Historical Public Debt Database", IMF Working Paper No. 10/245 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Adler, Gustavo y Camilo Tovar, 2012, "Riding Global Financial Waves: The Economic Impact of Global Financial Shocks on Emerging Market Economies", IMF Working Paper No. 12/188 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Agénor, Pierre-Richard, y Peter J. Montiel, 2008, *Development Macroeconomics* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press, tercera edición).
- Aguiar, Mark, y Gita Gopinath, 2007, "Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend", *Journal of Political Economy*, vol. 115, No. 1, págs. 69–102.
- Ahmed, Masood, Dominique Guillaume y Davide Furceri, 2012, "Youth Unemployment in the MENA Region: Determinants and Challenges", World Economic Forum, *Addressing the 100 Million Youth Challenge—Perspectives on Youth Employment in the Arab World in 2012* (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ahuja, Ashvin, y Malhar Shyam Natar, de próxima publicación, "Investment-Led Growth in China: Global Spillovers", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Andrle, Michal, Andrew Berg, Rogelio Morales, Rafael Portillo y Jan Vlcek, de próxima publicación, "Forecasting and Policy Analysis Systems in Low-Income Countries: Food and Nonfood Inflation in Kenya", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ball, Laurence, Davide Furceri, Daniel Leigh y Prakash Loungani, de próxima publicación, "Okun's Law Outside the OECD: Does One Law Fit All?", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ball, Laurence, Daniel Leigh y Prakash Loungani, de próxima publicación, "Okun's Law: Fit at 50?", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Becker, Torbjörn, y Paolo Mauro, 2006, "Output Drops and the Shocks That Matter", IMF Working Paper No. 06/172 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Berg, Andrew, y Jonathan Ostry, 2011, "Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin?", IMF Staff Discussion Note No. 11/08 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Berg, Andrew, Jonathan Ostry y Jeromin Zettelmeyer, 2012, "What Makes Growth Sustained", *Journal of Development Economics*, vol. 98, No. 2, págs. 149–66.
- Blanchard, Olivier, y John Simon, 2001, "The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 32, No. 1, págs. 135–74.
- Blanchard, Olivier, Hamid Faruqee y Mitali Das, 2010, "The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries", *Brookings Papers on Economic Activity* (segundo trimestre), págs. 263–323.
- Bloom, Nicholas, 2009, "The Impact of Uncertainty Shocks", *Econometrica*, vol. 77, No. 3, págs. 623–85.
- Cerra, Valerie, y Sweta Saxena, 2008, "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery", *American Economic Review*, vol. 98, No. 1, págs. 439–57.
- Chang, Roberto, y Andrés Velasco, 2004, "Monetary Policy and the Currency Denomination of Debt: A Tale of Two Equilibria", NBER Working Paper No. 10827 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Chinn, Menzie, y Hiro Ito, 2006, "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions", *Journal of Development Economics*, vol. 81, No. 1, págs. 163–92.
- Cleves, Mario, William Gould, Roberto G. Gutierrez y Yulia V. Marchenko, 2010, *An Introduction to Survival Analysis Using Stata* (College Station, Texas: Stata Press, tercera edición).
- Corbo, Vittorio, Óscar Landerretche y Klaus Schmidt-Hebbel, 2000, "Does Inflation Targeting Make a Difference?", estudio presentado en la conferencia del Banco Central de Chile titulada *10 Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*.
- Crivelli, Ernesto, Davide Furceri y Joël Toujas-Bernaté, de próxima publicación, "Can Policies Affect Employment Intensity of Growth? A Cross-Country Analysis", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- de Carvalho Filho, Irineu, 2011, "28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 11, No. 1, artículo 22.
- Didier, Tatiana, Constantino Hevia y Sergio L. Schmukler, 2012, "How Resilient Were Emerging Economies to the Global Crisis", World Bank Policy Research Working Paper No. 5637 (Washington).
- Easterly, William, 2001, "The Lost Decades: Developing Countries' Stagnation in Spite of Policy Reform, 1980–1998", *Journal of Economic Growth*, vol. 6, No. 2, págs. 135–57.
- _____, Michael Kremer, Lant Pritchett y Lawrence Summers, 1993, "Good Policy or Good Luck? Country Growth Performance and Temporary Shocks", *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, No. 3, págs. 459–83.
- Engel, James, David Haugh y Adrian Pagan, 2005, "Some Methods for Assessing the Need for Non-Linear Models in Business Cycle Analysis", *International Journal of Forecasting*, vol. 21, No. 4, págs. 651–62.

- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2012, *Consolidated Spillover Report* (Washington).
- Frankel, Jeffrey, 2012, “Will Emerging Markets Fall in 2012?”, *Business & Management Journal*, vol. 2, No. 2, págs. 119–20.
- _____, Carlos Végh y Guillermo Vuletin, 2011, “On Graduation from Fiscal Procyclicality”, NBER Working Paper No. 17619 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Harding, Don, y Adrian Pagan, 2002, “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, No. 2, págs. 365–81.
- Hausmann, Ricardo, Lant Pritchett y Dani Rodrik, 2005, “Growth Accelerations”, *Journal of Economic Growth*, vol. 10, No. 4, págs. 303–29.
- Hausmann, Ricardo, Francisco Rodríguez y Rodrigo Wagner, 2006, “Growth Collapses”, Kennedy School of Government Working Paper No. RWP06–046 (Cambridge, Massachusetts: Harvard University).
- Iltetzki, Erhan, Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, 2008, “Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?” (inédito; Cambridge, Massachusetts: Universidad de Harvard).
- Kaminsky, Graciela, Carmen Reinhart y Carlos Végh, 2004, “When it Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, NBER *Macroeconomics Annual*, compilado por Mark Gertler y Kenneth Rogoff, págs. 11–79 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kaplan, E. L., y Paul Meier, 1958, “Nonparametric Estimation from Incomplete Observations”, *Journal of the American Statistical Association*, vol. 53, No. 282, págs. 457–81.
- Kose, M. Ayhan, 2008, “Seven Questions about Decoupling”, *IMF Research Bulletin*, vol. 9, No. 3, págs. 1–5.
- _____, y Eswar Prasad, 2010, *Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil* (Washington: Brookings Institution Press).
- Laeven, Luc, y Fabián Valencia, 2012, “Systemic Banking Crises Database: An Update”, IMF Working Paper No. 12/163 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”, *Journal of International Economics*, vol. 73, No. 2, págs. 223–50.
- _____, 2010, “The Cross-Country Incidence of the Global Crisis”, IMF Working Paper No. 10/171 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Loungani, Prakash, M. Ayhan Kose y Marco Terrones, 2012, “Divergence of Fortunes in Recoveries” *VoxEU*, April 24. www.voxeu.org/index.php?q=node/7907.
- Mendoza, Enrique, y Jonathan Ostry, 2008, “International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy ‘Responsible?’” *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, No. 6, págs. 1081–93.
- Mendoza, Enrique, y Marco Terrones, 2008, “An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data”, IMF Working Paper No. 08/226 (Washington: International Monetary Fund).
- Okun, Arthur M., 1962, “Potential GNP: Its Measurement and Significance”, American Statistical Association, proceedings of the Business and Economics Statistics Section (Alexandria, Virginia: American Statistical Association). Disponible en <http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p01b/p0190.pdf>.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Jun I. Kim y Mahvash S. Qureshi, 2010, “Fiscal Space”, IMF Staff Position Note No. 10/11 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Pagan, Adrian, 1997, “Policy, Theory, and the Cycle”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 13, No. 3, págs. 19–33.
- Pritchett, Lant, 2000, “Understanding Patterns of Economic Growth: Searching for Hills Among Plateaus, Mountains, and Plains”, *World Bank Economic Review*, vol. 14, No. 2, págs. 221–50.
- Rand, John, y Finn Tarp, 2002, “Business Cycles in Developing Countries: Are They Different?”, *World Development*, vol. 30, No. 12, págs. 2071–88.
- Reinhart, Carmen, y Kenneth S. Rogoff, 2004, “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, No. 1, págs. 1–48.
- _____, y Miguel Savastano, 2003, “Debt Intolerance”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34, No. 1, págs. 1–74.
- Rodrik, Dani, 1999, “Where Did All the Growth Go? External Shocks, Social Conflict, and Growth Collapses”, *Journal of Economic Growth*, vol. 4, No. 4, págs. 385–412.
- Roger, Scott, 2010, “Inflation Targeting Turns 20”, *Finanzas y Desarrollo*, vol. 47, No. 1, págs. 46–49.
- Rose, Andrew K., y Mark M. Spiegel, 2011, “Cross-Country Causes and Consequences of the Crisis: An Update”, *European Economic Review*, vol. 55, No. 3, págs. 309–24.
- Schmidt-Hebbel, Klaus, 2009, “Inflation Targeting Twenty Years on: Where, When, Why, With What Effects, What Lies Ahead?”, Economics Institute Working Paper No. 360 (Santiago: Universidad Católica de Chile).
- Schneider, Friedrich, 2004, “The Size of the Shadow Economies of 145 Countries All Over the World: First Results over the Period 1999 to 2003”, IZA Discussion Paper No. 1431 (Bonn: Institute for the Study of Labor).
- _____, Andreas Buehn y Claudio E. Montenegro, 2010, “New Estimates for the Shadow Economies All Over the World”, *International Economic Journal*, vol. 24, No. 4, págs. 443–61.

- Singh, Anoop, Sonali Jain-Chandra y Adil Mohommad, 2012, "Inclusive Growth, Institutions, and the Underground Economy", IMF Working Paper No. 12/47 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Solt, Frederick, 2009, "Standardizing the World Income Inequality Database", *Social Science Quarterly*, vol. 90, No. 2, págs. 231–42.
- Végh, Carlos, y Guillermo Vuletin, 2012, "Overcoming the Fear of Free Falling: Monetary Policy Graduation in Emerging Markets", NBER Working Paper No. 18175 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Virmani, Arvind, 2012, "Accelerating and Sustaining Growth: Economic and Political Lessons", IMF Working Paper No. 12/185 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Wacziarg, Romain, y Karen Horn Welch, 2008, "Trade Liberalization and Growth: New Evidence", *World Bank Economic Review*, vol. 22, No. 2, págs. 187–231.

DELIBERACIONES DEL DIRECTORIO EJECUTIVO DEL FMI SOBRE LAS PERSPECTIVAS, SEPTIEMBRE DE 2012

El Presidente Interino formuló las siguientes declaraciones al término de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre las Perspectivas de la economía mundial, el Informe sobre la estabilidad financiera mundial y el Monitor Fiscal el 14 de septiembre de 2012.

Los directores ejecutivos observaron que la recuperación económica sigue siendo frágil y que han aumentado los riesgos a los que está expuesto el sistema financiero mundial. El crecimiento se ha desacelerado recientemente tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, y las perspectivas siguen siendo sombrías, debido en gran medida a que las políticas adoptadas en las principales economías avanzadas no han logrado infundir una confianza duradera. Los directores hicieron hincapié en que la aplicación de políticas claras y creíbles en las economías avanzadas, junto con una mejor coordinación y comunicación de dichas políticas, es de vital importancia para hacer frente a los riesgos a la baja de carácter inmediato. En este sentido, los esfuerzos de consolidación fiscal y reforma estructural que están en curso, así como las recientes iniciativas de política en economías avanzadas de importancia clave, deberían ayudar a mejorar la estabilidad financiera, reducir la deuda pública a mediano plazo, estimular el crecimiento y contribuir a reforzar la confianza del mercado.

Los directores coincidieron en que los riesgos a la baja que pesan sobre las perspectivas siguen siendo considerables. Las principales fuentes de riesgo a corto plazo son la prolongada crisis en la zona del euro y, en Estados Unidos, el “precipicio fiscal” y el inminente “tope de la deuda”. También son motivo de preocupación los riesgos geopolíticos que podrían provocar perturbaciones en la oferta de petróleo. A mediano plazo, el elevado nivel de la deuda pública en las economías avanzadas está descendiendo, pero aun así podría socavar la confianza de los inversionistas y desestabilizar los mercados mundiales de bonos. Por otro lado, la tensión en

regiones clave podría dar lugar a fuertes efectos de contagio que se transmitirían por medio de los vínculos macrofinancieros transfronterizos y comerciales.

Los directores estuvieron de acuerdo en que resolver la crisis de la zona del euro sigue siendo la máxima prioridad en materia de política. Celebraron las recientes decisiones tomadas por el Banco Central Europeo para incrementar el apoyo mediante liquidez y salvaguardar un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria, particularmente a través del programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC). Instaron a que se adopte de manera oportuna y rápida esta y otras medidas para apuntalar la unión monetaria y reducir la fragmentación financiera. En particular, los directores respaldaron el establecimiento de una unión bancaria con un marco unificado de estabilidad financiera, así como una mayor integración fiscal, recapitalización o reestructuración de los bancos viables y la resolución de los bancos no viables. Asimismo, es imperativo flexibilizar lo suficiente el cortafuegos de la zona del euro para ayudar a romper los círculos viciosos entre las entidades soberanas y los bancos.

Los directores señalaron que la mayoría de los países han avanzado en la reducción de los déficits fiscales, la mejora de los marcos de las políticas y el fortalecimiento de la gestión de gobierno fiscal. No obstante, indicaron que los niveles de deuda siguen siendo altos y subrayaron la necesidad de una consolidación fiscal sostenida a mediano plazo para lograr la sostenibilidad de la deuda. En particular, Estados Unidos y Japón deben adoptar urgentemente planes creíbles de consolidación fiscal a mediano plazo para que el nivel de sus deudas descienda a niveles sostenibles. El ajuste fiscal debe llevarse a cabo de tal manera que las finanzas

públicas sean eficientes y propicien el crecimiento. La mayoría de los directores consideraron que en los países que disponen de espacio fiscal, los planes de ajuste fiscal a corto plazo deben implementarse de manera flexible, permitiendo que los estabilizadores automáticos operen a pleno, de acuerdo con las condiciones económicas. Sin embargo, unos cuantos directores destacaron la necesidad de preservar la credibilidad de los marcos de política fiscal adhiriéndose rigurosamente a las metas fiscales.

Los directores reiteraron que la consolidación fiscal debe combinarse con políticas monetarias laxas, sin dejar de respetar el mandato de los respectivos bancos centrales, y con reformas estructurales para mantener el crecimiento y limitar las repercusiones sociales negativas derivadas de la reducción del déficit. La mayoría de los directores recomendaron la aplicación de políticas monetarias más laxas para respaldar el crecimiento, incluidas medidas no convencionales en el caso de que fueran necesarias. En este sentido, subrayaron la importancia de los anuncios efectuados recientemente por el Banco Central Europeo y el Reserva Federal. No obstante, varios directores señalaron que la aplicación de políticas monetarias laxas por un período prolongado podría introducir distorsiones económicas y financieras, desalentar la consolidación fiscal y generar flujos de capital desestabilizadores a otras regiones, y que la eficacia de esas políticas puede ser limitada.

Los directores solicitaron que la reforma estructural avance con mayor celeridad. Las prioridades son afianzar el marco regulatorio de las finanzas, sanear los balances de los bancos y mejorar la salud financiera en términos más generales, y reducir la deuda de los hogares. Muchos países también tienen que mejorar su competitividad externa, para lo cual se necesitarán reformas que incrementen la flexibilidad y la eficiencia de los mercados de mano de obra y de productos. Las redes de protección social y las refor-

mas para reducir el desempleo a largo plazo deben fortalecerse en forma simultánea con el ajuste fiscal.

Los directores celebraron la continua mejora del desempeño de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, lo cual obedece a la aplicación de políticas acertadas y a una reducción del número de shocks. No obstante, la reciente desaceleración del crecimiento exige la adopción de medidas firmes para mitigar las vulnerabilidades internas y externas, tales como el uso de políticas macroprudenciales según sea necesario. Los países que gocen de una inflación estable y baja pueden detener o revertir el proceso de endurecimiento de la política monetaria del último año con el fin de respaldar el crecimiento. Los países con saldos fiscales y externos relativamente sólidos también podrían aprovechar su espacio fiscal de manera prudente para ese fin. El resto de los países deben seguir reponiendo el espacio fiscal que necesitan para hacer frente a los shocks, sin perder de vista las necesidades sociales y de desarrollo en los países de bajo ingreso.

Los directores coincidieron en que los desequilibrios mundiales y los riesgos conexos se han reducido, principalmente a causa de la debilidad de la demanda de las economías avanzadas con déficits externos. La solución duradera de estos desequilibrios está a favor de los propios intereses de las economías deficitarias y superavitarias. Estas últimas deberán ejecutar reformas estructurales para promover la inversión y el consumo, dejar que los tipos de cambio dependan más de las fuerzas del mercado y suspender la acumulación de reservas a gran escala según corresponda. Unos cuantos directores destacaron la importancia de mantener niveles adecuados de reservas para hacer frente a shocks externos. Las economías deficitarias necesitarán saldos fiscales más sólidos, tasas de ahorro más altas y una menor demanda de consumo.

APÉNDICE ESTADÍSTICO

En el apéndice estadístico se presentan datos históricos y proyecciones. Se divide en cinco secciones: supuestos, novedades, datos y convenciones, clasificación de los países y cuadros estadísticos.

En la primera sección se resumen los supuestos en los que se basan las estimaciones y proyecciones para 2012–13, así como el escenario a mediano plazo para 2014–17. En la segunda sección se presenta una breve descripción de los cambios en la base de datos y los cuadros estadísticos desde la publicación de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) de abril de 2012. En la tercera sección se presenta una descripción general de los datos y de las convenciones utilizadas para calcular las cifras compuestas de los grupos de países. La clasificación de los países en los diferentes grupos que se presentan en el informe WEO se resume en la cuarta sección.

La última sección, y la más importante, contiene los cuadros estadísticos. (En esta sección se incluye la parte A del apéndice estadístico, la parte B se puede consultar en Internet). Los datos que allí se presentan se han compilado sobre la base de la información disponible hasta mediados de septiembre de 2012. Para facilitar la comparación, las cifras correspondientes a 2012 y años posteriores tienen el mismo grado de precisión que las cifras históricas, pero, dado que se trata de proyecciones, no deberá inferirse que tienen el mismo grado de exactitud.

Supuestos

Se adoptan los siguientes supuestos: los *tipos de cambio* efectivos reales de las economías avanzadas permanecen constantes en su nivel medio durante el período comprendido entre el 30 de julio al 27 de agosto de 2012. Para 2012 y 2013, dados estos supuestos, el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./DEG es 1,523 y 1,512; el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./euro es 1,266 y 1,239, y el de yen/dólar de EE.UU. es 79,3 y 79,3, respectivamente.

El *precio del petróleo* por barril será, en promedio, US\$106,18 en 2012 y US\$105,10 en 2013.

Las autoridades nacionales seguirán aplicando la *política económica* establecida. En el recuadro A1 se presentan en forma más detallada los supuestos de política económica en los que se basan las proyecciones para algunas economías avanzadas.

El nivel medio de las *tasas de interés* será, para la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) aplicable a los depósitos a seis meses en dólares de EE.UU., 0,7% en 2012 y 0,6% en 2013; para los depósitos a tres meses en euros, 0,6% en 2012 y 0,2% en 2013, y para los depósitos a seis meses en yenes, 0,4% en 2012 y 0,3% en 2013.

Con respecto a la *introducción del euro*, el 31 de diciembre de 1998 el Consejo de la Unión Europea decidió que, a partir del 1 de enero de 1999, los tipos de conversión irrevocablemente fijos entre el euro y las monedas de los países miembros que adopten el euro serán los que figuran a continuación.

1 euro	=	13,7603	chelines austríacos
	=	30,1260	coronas eslovacas ¹
	=	15,6466	coronas estonias ²
	=	340,750	dracmas griegos ³
	=	200,482	escudos portugueses
	=	40,3399	francos belgas
	=	6,55957	francos franceses
	=	40,3399	francos luxemburgueses
	=	2,20371	florines neerlandeses
	=	0,585274	libras chipriotas ⁴
	=	0,787564	libras irlandesas
	=	0,42930	libras maltesas ⁴
	=	1,936,27	liras italianas
	=	1,95583	marcos alemanes
	=	5,94573	marcos finlandeses
	=	166,386	pesetas españolas
	=	239,640	tólares eslovenos ⁵

¹Establecido el 1 de enero de 2009.

²Establecido el 1 de enero de 2011.

³Establecido el 1 de enero de 2001.

⁴Establecido el 1 de enero de 2008.

⁵Establecido el 1 de enero de 2007.

Véanse en el recuadro 5.4 del informe WEO de octubre de 1998 los detalles de los tipos de conversión.

Novedades

- En el caso de Chipre, los datos reflejan un escenario pasivo que se basa en la implementación únicamente de las políticas aprobadas. También se supone que el gobierno logrará reducir su deuda y financiar su déficit a un costo razonable en el mediano plazo y que los bancos alcanzarán un nivel adecuado de capitalización sin recurrir a la asistencia del gobierno.
- Los datos de Sudán del Sur se incluyen ahora en los datos agregados de África subsahariana y se clasifican dentro de la categoría de países cuyo combustible es el principal ingreso de exportación. Sudán, que sigue incluido en la región de Oriente Medio y Norte de África, pasa a clasificarse en la categoría de países cuyos productos primarios no combustibles son el principal ingreso de exportación.
- Los datos de San Marino se incluyen ahora en la clasificación de las economías avanzadas.
- Al igual que en el informe WEO de abril de 2012, no se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.
- A partir del informe WEO de octubre de 2012, el nombre del grupo de las “Economías emergentes y en desarrollo” será “Economías de mercados emergentes y en desarrollo”. Los países que integran el grupo siguen siendo los mismos, con la excepción de que se agrega un nuevo miembro al grupo: Sudán del Sur.

Datos y convenciones

La base de datos del informe WEO está constituida por datos y proyecciones sobre 186 economías. Estos datos los llevan conjuntamente el Departamento de Estudios y los departamentos regionales del FMI; estos últimos actualizan regularmente las proyecciones sobre los países en base a un conjunto coherente de supuestos sobre la economía mundial.

Aunque los datos históricos y las definiciones provienen en última instancia de los organismos nacionales de estadística, en materia de estadísticas también participan organismos internacionales con el fin de armonizar las metodologías para la compilación de datos nacionales, incluidos los marcos analíticos, conceptos, definiciones, clasificaciones y procedimientos de valoración empleados para elaborar estadísticas económicas. En la base de datos del informe WEO se

incluye información de fuentes nacionales y de organismos internacionales.

Los datos macroeconómicos de la mayoría de los países que se presentan en el informe WEO se ajustan en términos generales, a la versión de 1993 del *Sistema de Cuentas Nacionales (SCN)*. Las normas del FMI en que se basan las estadísticas sectoriales —la sexta edición del *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6)*, el *Manual de estadísticas monetarias y financieras* y el *Manual de estadísticas de finanzas públicas 2001*— se han armonizado, o están en proceso de armonizarse, con el *SCN 2008*¹. Estas normas muestran el especial interés de la institución en la situación de las cuentas externas, la estabilidad del sector financiero y el estado de las finanzas públicas de los países. El proceso de adaptación de los datos de los países a las nuevas normas se inicia activamente cuando se publican los manuales. No obstante, la concordancia total depende, en última instancia, de que los compiladores de las estadísticas nacionales proporcionen datos revisados sobre los países; por consiguiente, las estimaciones que se presentan en esta publicación solo se ajustan parcialmente a las definiciones de estos manuales. Sin embargo, para muchos países los efectos de la adaptación a las normas actualizadas en los balances principales y los agregados serán poco significativos. Muchos otros países han adoptado parcialmente las normas más recientes, y continuarán este proceso durante un período de varios años.

Conforme a las recomendaciones del *SCN 1993*, varios países han abandonado progresivamente el método tradicional con *base fija a un año* que usaban para calcular las variables macroeconómicas reales y de crecimiento, y han pasado a adoptar un sistema de *encadenamiento ponderado* para el cálculo del crecimiento agregado. Este método actualiza con frecuencia las ponderaciones de los indicadores de precios y volumen y les permite a los países medir el crecimiento del PIB de forma más exacta porque reduce o elimina los

¹Muchos otros países están implementando el *SCN 2008*, y en 2014 publicarán sus datos sobre cuentas nacionales basándose en las nuevas normas. Unos pocos países utilizan versiones anteriores al *SCN 1993*. Se espera que se adopte un enfoque similar con el *MBP6*. Si bien en las normas conceptuales se utiliza el *MBP6*, en el informe WEO todavía se utilizará la presentación del *MBP5* hasta el momento en que un número representativo de países haya adoptado el marco del *MBP6* para sus cuentas de balanza de pagos.

sesgos a la baja en las series de volumen que caracteriza a los números índice que promedian los componentes del volumen usando ponderaciones provenientes de un año de un período no demasiado lejano.

Los datos compuestos sobre los grupos de países que se presentan en el informe WEO se calculan como la suma o el promedio ponderado de los datos de cada país. A menos que se indique lo contrario, los promedios multianuales de las tasas de crecimiento se expresan como tasas anuales compuestas de variación². Se utiliza el promedio aritmético ponderado para todos los datos del grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo, salvo la inflación y el crecimiento de la masa monetaria, para los que se emplean promedios geométricos. Se aplican las convenciones siguientes:

- Los datos compuestos sobre los tipos de cambio, las tasas de interés y las tasas de crecimiento de los agregados monetarios en los grupos de países se ponderan por el PIB convertido a dólares de EE.UU., al promedio de los tipos de cambio de mercado del trienio anterior, como proporción del PIB del grupo de países en cuestión.
- Las cifras compuestas sobre otros datos de la economía interna, ya sean tasas de crecimiento o razones, se ponderan por el PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo (PPA) como proporción del PIB total mundial o el PIB del grupo de países en cuestión³.
- Las cifras compuestas sobre los datos de la economía interna de la zona del euro (17 países durante todo el período, salvo indicación en contrario) son agregados de datos provenientes de fuentes nacionales ponderados según el PIB. Las cifras anteriores a 1999 son agregados de datos para los que se usan los tipos de cambio de la unidad de cuenta europea de 1995.
- Las cifras compuestas correspondientes a los datos fiscales se calculan como la suma de las cifras

²Los promedios del PIB real y sus componentes, el empleo, el PIB per cápita, la inflación, la productividad de los factores, el comercio y los precios de las materias primas se calculan con base en la tasa anual compuesta de variación; salvo el promedio de la tasa de desempleo, cuyo cálculo se basa en un promedio aritmético simple.

³Véanse el recuadro A2 del informe WEO de abril de 2004, que presenta un resumen de las ponderaciones revisadas basadas en la PPA, y el anexo IV del informe WEO de mayo de 1993. Véase también Anne-Marie Gulde y Marianne Schulze-Ghattas, "Purchasing Power Parity Based Weights for the *World Economic Outlook*", en *Staff Studies for the World Economic Outlook* (FMI, diciembre de 1993), págs. 106–23.

de los distintos países convertidas a dólares de EE.UU. al promedio de los tipos de cambio de mercado de los años indicados.

- Los datos compuestos sobre las tasas de desempleo y el aumento del empleo se ponderan por la población activa de cada país como proporción de la población activa del correspondiente grupo de países.
- Los datos compuestos sobre las estadísticas del sector externo son las sumas de los datos de los distintos países convertidos a dólares de EE.UU. al promedio de los tipos de cambio de mercado de los años indicados en el caso de la balanza de pagos, y a los tipos de cambio de mercado vigentes al final del año en el caso de la deuda denominada en otras monedas.
- Las cifras compuestas correspondientes al comercio exterior, tanto en lo que se refiere al volumen como a los precios, son promedios aritméticos de las variaciones porcentuales de los distintos países ponderadas por el valor en dólares de EE.UU. de sus respectivos niveles de exportación o importación como proporción de la exportación o importación total mundial o del grupo (en el año anterior).
- A menos que se indique lo contrario, los datos compuestos de los grupos de países se calculan cuando los datos ponderados están representados en un 90% o más.

Clasificación de los países

Resumen

En el informe WEO, el mundo se divide en dos grandes grupos de países: economías avanzadas, y economías de mercados emergentes y en desarrollo⁴. Esta clasificación no se basa en criterios estrictos, económicos o de otro tipo, sino que ha ido evolucionando con el tiempo a fin de facilitar el análisis presentando los datos en forma razonablemente significativa. En el cuadro A se presenta un esquema general de la clasificación de países, en el que se indica el número de países de cada grupo por región y se resumen algunos indicadores importantes de su

⁴En el presente informe, los términos "país" y "economía" se usan no solo para referirse a entidades territoriales que constituyen un Estado según la acepción de esa palabra en el derecho y el uso internacionales, sino también para referirse a entidades territoriales que no son Estados, pero para las cuales se mantienen datos estadísticos en forma separada e independiente.

tamaño relativo (PIB valorado con base en la PPA, exportación total de bienes y servicios y población).

En estos grupos no se incluyen actualmente algunos países, como Anguilla, Cuba, Montserrat y la República Democrática Popular de Corea, porque no son miembros del FMI y este no efectúa un seguimiento de la evolución de sus economías, o las Islas Marshall, los Estados Federados de Micronesia, Palau y Somalia, países que no se incluyen en el grupo de economías emergentes y en desarrollo debido a la limitación de sus datos.

Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación del informe WEO

Economías avanzadas

En el cuadro B se presenta la composición de las economías avanzadas (35 países). Los siete países más importantes de este grupo por el nivel del PIB —Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, el Reino Unido y Canadá— integran el subgrupo de las *principales economías avanzadas*, conocidas también como países del Grupo de los Siete (G-7). Los miembros de la *zona del euro* y las *economías asiáticas recientemente industrializadas* también forman subgrupos. Los datos compuestos que aparecen en los cuadros bajo “zona del euro” se refieren, en todos los años, a los países miembros actuales, a pesar de que la composición ha aumentado en el transcurso de los años.

En el cuadro C figuran los países miembros de la Unión Europea; no todos están clasificados como economías avanzadas en el informe WEO.

Economías de mercados emergentes y en desarrollo

El grupo de las economías de mercados emergentes y en desarrollo (151) está integrado por todos los países no clasificados como economías avanzadas.

El *desglose regional* de las economías de mercados emergentes y en desarrollo es el siguiente: *África subsahariana, América Latina y el Caribe, Comunidad de Estados Independientes (CEI), economías en desarrollo de Asia, Europa central y oriental, y Oriente Medio y Norte de África (OMNA)*.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo también se han clasificado conforme a *criterios analíticos*. Los criterios analíticos reflejan la composición de los ingresos de exportación y otra renta que

reciben los países del exterior, la distinción entre economías acreedoras netas y deudoras netas y, en el caso de estas últimas, los criterios financieros basados en las fuentes de financiamiento externo y en el cumplimiento del servicio de la deuda externa. En los cuadros D y E se presenta la composición detallada de las economías de mercados emergentes y en desarrollo clasificadas por regiones y por criterios analíticos.

Según el criterio analítico, por *fuentes de ingresos de exportación*, se distinguen: *combustibles* (Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI 3)) y *otros productos*, dentro de estos se centra la atención en los *productos primarios no combustibles* (CUCI 0, 1, 2, 4 y 68). Las economías se incluyen en uno de estos grupos cuando su principal fuente de ingresos de exportación supera, en promedio, el 50% del total de sus exportaciones entre 2006 y 2010.

Los criterios financieros se centran en las *economías acreedoras netas, economías deudoras netas y países pobres muy endeudados* (PPME). Las economías se clasifican como deudoras netas cuando la acumulación en la balanza en cuenta corriente es negativa desde 1972 (o desde una fecha anterior si estuviera disponible) hasta 2010. Las economías deudoras netas se distinguen según otros dos criterios financieros: por *financiamiento oficial externo* y por *cumplimiento del servicio de la deuda*⁵. Las deudoras netas se incluyen en la categoría “financiamiento oficial externo” cuando el 66% o más de su deuda total, en promedio, entre 2006 y 2010, se financió con recursos de acreedores oficiales.

El grupo de los PPME comprende los países que han sido o están siendo considerados por el FMI y el Banco Mundial en la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres Muy Endeudados, que tiene como objetivo la reducción de la carga de la deuda de todos los PPME habilitados hasta un nivel “sostenible”, en un período de tiempo razonablemente corto⁶. Muchos de estos países ya se han beneficiado del alivio de la deuda o se han graduado de la Iniciativa.

⁵En 2006–10, 40 economías incurrieron en atrasos en los pagos externos o celebraron acuerdos de reprogramación de deudas con acreedores oficiales o bancos comerciales. Este grupo se denomina *economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006–10*.

⁶Véase David Andrews, Anthony R. Boote, Syed S. Rizavi y Sukwinder Singh, *Alivio de la deuda para los países de bajo ingreso: Iniciativa reforzada para los países pobres muy endeudados*, Serie de folletos, No. 51-S del FMI (Washington: FMI, noviembre de 1999).

Cuadro A. Clasificación según los grupos utilizados en *Perspectivas de la economía mundial* y la participación de cada grupo en el PIB agregado, la exportación de bienes y servicios y la población, 2011¹

(Porcentaje del total del grupo o del total mundial)

	Número de economías	PIB		Exportación de bienes y servicios		Población	
		Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo
Economías avanzadas	35	100,0	51,1	100,0	62,3	100,0	15,0
Estados Unidos		37,4	19,1	15,2	9,4	30,4	4,5
Zona del euro	17	27,9	14,3	41,8	26,0	32,2	4,8
Alemania		7,7	3,9	13,1	8,2	8,0	1,2
Francia		5,5	2,8	6,0	3,7	6,2	0,9
Italia		4,6	2,3	4,5	2,8	5,9	0,9
España		3,5	1,8	3,3	2,0	4,5	0,7
Japón		11,0	5,6	6,7	4,2	12,5	1,9
Reino Unido		5,7	2,9	5,7	3,5	6,1	0,9
Canadá		3,5	1,8	3,9	2,4	3,4	0,5
Otras economías avanzadas	14	14,6	7,4	26,8	16,7	15,5	2,3
<i>Partidas informativas</i>							
Principales economías avanzadas	7	75,3	38,5	55,1	34,3	72,4	10,8
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4	7,7	3,9	15,2	9,4	8,3	1,2
		Economías de merc. emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías de merc. emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías de merc. emergentes y en desarrollo	Mundo
Economías de merc. emergentes y en desarrollo	150	100,0	48,9	100,0	37,6	100,0	85,1
Por regiones							
África subsahariana	45	5,1	2,5	5,6	2,1	14,2	12,1
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	43	2,6	1,3	3,1	1,2	10,6	9,0
América Latina y el Caribe	32	17,8	8,7	14,6	5,5	9,9	8,4
Brasil		5,9	2,9	3,5	1,3	3,3	2,8
México		4,3	2,1	4,3	1,6	1,9	1,7
Comunidad de Estados Independientes ²	13	8,8	4,3	10,7	4,0	4,9	4,2
Rusia		6,2	3,0	6,9	2,6	2,4	2,1
Economías en desarrollo de Asia	27	51,1	25,0	42,6	16,1	61,3	52,1
China		29,3	14,3	24,8	9,4	23,1	19,6
India		11,4	5,6	5,3	2,0	20,7	17,6
Excluidos China e India	25	10,4	5,1	12,4	4,7	17,5	14,9
Europa central y oriental	14	7,2	3,5	9,1	3,4	3,1	2,6
Oriente Medio y Norte de África	20	10,0	4,9	17,5	6,6	6,7	5,7
Por criterios analíticos							
Por fuentes de ingresos de exportación							
Combustibles	27	17,6	8,6	28,6	10,8	11,1	9,4
Otros productos	124	82,4	40,3	71,4	26,9	88,9	75,6
Productos primarios	23	2,7	1,3	2,8	1,1	5,8	4,9
Por fuentes de financiamiento externo³							
Economías deudoras netas	121	48,1	23,5	39,0	14,7	60,5	51,4
Financiamiento oficial	29	2,2	1,1	1,5	0,6	8,6	7,3
Economías deudoras netas según el cumplimiento de la deuda³							
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006–10	40	4,9	2,4	4,2	1,6	9,4	8,0
Otras economías deudoras netas	81	43,2	21,2	34,8	13,1	51,1	43,4
Otros grupos							
Países pobres muy endeudados	38	2,4	1,2	1,9	0,7	10,7	9,1

¹Las participaciones en el PIB se basan en la valoración del PIB de los distintos países con base en la paridad del poder adquisitivo (PPA). Los datos agregados corresponden a los países de cada grupo sobre los que se dispone de datos.

²Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

³En los datos compuestos de la clasificación de países por fuentes de financiamiento externo no se incluye a Sudán del Sur debido a la falta de una base de datos completa.

Cuadro B. Economías avanzadas por subgrupos

Principales zonas monetarias		
Estados Unidos		
Zona del euro		
Japón		
Zona del euro		
Alemania	Estonia	Luxemburgo
Austria	Finlandia	Malta
Bélgica	Francia	Países Bajos
Chipre	Grecia	Portugal
Eslovenia	Irlanda	República Eslovaca
España	Italia	
Economías asiáticas recientemente industrializadas		
Corea	Singapur	
Hong Kong, RAE de ¹	Taiwan, provincia china de	
Principales economías avanzadas		
Alemania	Francia	Reino Unido
Canadá	Italia	
Estados Unidos	Japón	
Otras economías avanzadas		
Australia	Israel	Singapur
Corea	Noruega	Suecia
Dinamarca	Nueva Zelandia	Suiza
Hong Kong, RAE de ¹	República Checa	Taiwan, provincia china de
Islandia	San Marino	

¹El 1 de julio de 1997, la República Popular China recuperó su soberanía sobre Hong Kong, que se convirtió en una Región Administrativa Especial de China.

Cuadro C. Unión Europea

Alemania	Finlandia	Malta
Austria	Francia	Países Bajos
Bélgica	Grecia	Polonia
Bulgaria	Hungría	Portugal
Chipre	Irlanda	Reino Unido
Dinamarca	Italia	República Checa
Eslovenia	Letonia	República Eslovaca
España	Lituania	Rumania
Estonia	Luxemburgo	Suecia

Cuadro D. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones y fuentes principales de ingresos de exportación

	Combustibles	Otros productos primarios
África subsahariana		
	Angola	Burkina Faso
	Chad	Burundi
	Congo, República del	Congo, República Democrática
	Gabón	Guinea
	Guinea Ecuatorial	Guinea-Bissau
	Nigeria	Malawi
	Sudán del Sur	Malí
		Mozambique
		República Centroafricana
		Sierra Leona
		Zambia
		Zimbabwe
América Latina y el Caribe		
	Ecuador	Bolivia
	Trinidad y Tabago	Chile
	Venezuela	Guyana
		Perú
		Suriname
Comunidad de Estados Independientes¹		
	Azerbaiyán	Mongolia
	Kazakstán	Uzbekistán
	Rusia	
	Turkmenistán	
Economías en desarrollo de Asia		
	Brunei Darussalam	Islas Salomón
	Timor-Leste	Papua Nueva Guinea
Oriente Medio y Norte de África		
	Arabia Saudita	Mauritania
	Argelia	Sudán
	Bahrein	
	Emiratos Árabes Unidos	
	Irán	
	Iraq	
	Kuwait	
	Libia	
	Omán	
	Qatar	
	Yemen, República del	

¹Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro E. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²		Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²
	Acreedor neto	Deudor neto ¹			Acreedor neto	Deudor neto ¹	
África subsahariana				Tanzania		*	●
Angola	*			Togo		●	●
Benin		*	●	Uganda		*	●
Botswana	*			Zambia		*	●
Burkina Faso		●	●	Zimbabwe		*	
Burundi		●	●	América Latina y el Caribe			
Camerún		*	●	Antigua y Barbuda		*	
Cabo Verde		*		Argentina		*	
Chad		*	*	Bahamas, Las		*	
Comoras		●	*	Barbados		*	
Congo, República del		●	●	Belize		*	
Congo, República Democrática del		●	●	Bolivia	*		●
Côte d'Ivoire		*	*	Brasil		*	
Eritrea		●	*	Chile		*	
Etiopía		●	●	Colombia		*	
Gabón	*			Costa Rica		*	
Gambia		*	●	Dominica		*	
Ghana		●	●	Ecuador		●	
Guinea		*	*	El Salvador		*	
Guinea-Bissau		●	●	Granada		*	
Guinea Ecuatorial		*		Guatemala		*	
Kenya		*		Guyana		●	●
Lesotho		*		Haití		●	●
Liberia		*	●	Honduras		*	●
Madagascar		*	●	Jamaica		●	
Malawi		●	●	México		*	
Malí		●	●	Nicaragua		*	●
Mauricio		*		Panamá		*	
Mozambique		*	●	Paraguay		*	
Namibia	*			Perú		*	
Níger		*	●	República Dominicana		*	
Nigeria	*			Saint Kitts y Nevis		*	
República Centroafricana		●	●	San Vicente y las Granadinas		●	
Rwanda		●	●	Santa Lucía		*	
Santo Tomé y Príncipe		●	●	Suriname		●	
Senegal		*	●	Trinidad y Tabago	*		
Seychelles		*		Uruguay		*	
Sierra Leona		*	●	Venezuela	*		
Sudáfrica		*		Comunidad de Estados Independientes⁴			
Sudán del Sur ³				Armenia		*	
Swazilandia		*		Azerbaiyán	*		
				Belarús		*	

Cuadro E (conclusión)

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²		Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²
	Acreedor neto	Deudor neto ¹			Acreedor neto	Deudor neto ¹	
Georgia		*					
Kazakstán		*					
Moldova		*					
Mongolia		●					
República Kirguisa		●					
Rusia	*						
Tayikistán		●					
Turkmenistán	*						
Ucrania		*					
Uzbekistán	*						
Economías en desarrollo de Asia							
Afganistán		●	●				
Bangladesh		●					
Bhután		*					
Brunei Darussalam	*						
Camboya		*					
China	*						
Fiji		*					
Filipinas		*					
India		*					
Indonesia	*						
Islas Salomón		*					
Kiribati		●					
Malasia	*						
Maldivas		*					
Myanmar		*					
Nepal		*					
Pakistán		*					
Papua Nueva Guinea	*						
República Democrática Popular Lao		*					
Samoa		*					
Sri Lanka		*					
Tailandia	*						
Timor-Leste	*						
Tonga		*					
Tuvalu		●					
Vanuatu		*					
Vietnam		*					
				Europa central y oriental			
				Albania		*	
				Bosnia y Herzegovina		*	
				Bulgaria		*	
				Croacia		*	
				Hungría		*	
				Kosovo		*	
				Letonia		*	
				Lituania		*	
				Macedonia, ex República Yugoslava de		*	
				Montenegro		*	
				Polonia		*	
				Rumania		*	
				Serbia		*	
				Turquía		*	
				Oriente Medio y Norte de África			
				Arabia Saudita	*		
				Argelia	*		
				Bahrein	*		
				Djibouti		*	
				Egipto		*	
				Emiratos Árabes Unidos	*		
				Irán	*		
				Iraq	*		
				Jordania		*	
				Kuwait	*		
				Libano		*	
				Libia	*		
				Marruecos		*	
				Mauritania		*	●
				Omán	*		
				Qatar	*		
				Siria		●	
				Sudán		*	*
				Túnez		*	
				Yemen		*	

¹Un punto en lugar de una estrella indica que la principal fuente de financiamiento externo del deudor neto es el financiamiento oficial.

²Un punto en lugar de una estrella indica que el país ha alcanzado el punto de culminación.

³En los datos compuestos de la clasificación de países por fuentes de financiamiento externo no se incluye a Sudán del Sur debido a la falta de una base de datos completa.

⁴Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Recuadro A1. Supuestos de política económica en que se basan las proyecciones para algunas economías

Supuestos en materia de política fiscal

Los supuestos sobre la política fiscal a corto plazo que se utilizan en el informe WEO se basan en los presupuestos anunciados oficialmente, ajustados teniendo en cuenta las diferencias que pueda haber entre los supuestos macroeconómicos y los resultados fiscales proyectados por el personal técnico del FMI y por las autoridades nacionales. En las proyecciones fiscales a mediano plazo se toman en consideración las medidas de política económica cuya aplicación se considera probable. En los casos en que el personal técnico del FMI no cuenta con datos suficientes para evaluar las intenciones de las autoridades en cuanto al presupuesto y las perspectivas de que se apliquen las políticas, se supone que no hay variación alguna del saldo primario estructural, salvo indicación en contrario. A continuación se mencionan ciertos supuestos específicos que se emplean en el caso de algunas economías avanzadas. (Véanse también los cuadros B5 a B9 en la sección del apéndice estadístico publicada en Internet, donde figuran datos sobre el préstamo/endeudamiento fiscal neto y los saldos estructurales)¹.

Argentina. Los pronósticos para 2012 se basan en los resultados presupuestarios de 2011 y los

¹La brecha de producción se calcula restando el producto potencial del producto efectivo y se expresa como porcentaje del producto potencial. Los saldos estructurales se expresan como porcentaje del producto potencial. El saldo estructural es el préstamo/endeudamiento neto efectivo menos los efectos del producto cíclico generados por el producto potencial, corregidos para tener en cuenta factores aislados y de otra índole, como los precios de los activos y de las materias primas y otros efectos de la composición del producto. En consecuencia, las variaciones del saldo estructural incluyen los efectos de las medidas fiscales temporales, el impacto de las fluctuaciones de las tasas de interés y del costo del servicio de la deuda, así como otras fluctuaciones no cíclicas del préstamo/endeudamiento neto. Los cálculos del saldo estructural se basan en las estimaciones del PIB potencial y de las elasticidades del ingreso y el gasto efectuadas por el personal técnico del FMI. (Véase el anexo I del informe WEO de octubre de 1993). La deuda neta se define como la deuda bruta menos los activos financieros del gobierno general, que incluyen los activos que constituyen tenencias del sistema de seguridad social. Las estimaciones de la brecha del producto y del saldo estructural están sujetas a gran incertidumbre

supuestos del personal técnico del FMI. Para los años siguientes, la mejora que se supone del saldo fiscal se basa en un supuesto crecimiento de los ingresos en el contexto de un repunte de la recuperación económica combinada con una reducción del crecimiento del gasto.

Alemania. Las estimaciones para 2011 son preliminares y fueron elaboradas por la Oficina Federal de Estadísticas de Alemania. Las proyecciones del personal técnico del FMI para 2012 y años siguientes reflejan el plan presupuestario básico del gobierno federal adoptado por las autoridades, ajustadas para tener en cuenta las diferencias en el marco macroeconómico y los supuestos del personal técnico del FMI sobre la evolución fiscal de los gobiernos estatales y locales, el sistema de seguro social y los fondos especiales. Las proyecciones también incorporan los planes de las autoridades para una reducción de impuestos en 2013–14. La estimación de la deuda bruta incluye carteras de activos dañados y actividades comerciales subsidiarias transferidas a instituciones en proceso de disolución, así como otras operaciones de apoyo al sector financiero y la Unión Europea.

Arabia Saudita. Las autoridades basan el presupuesto en un supuesto conservador para los precios del petróleo, y los ajustes a las asignaciones de gasto se contemplan en caso de que el ingreso supere los niveles presupuestados. Las proyecciones del personal técnico del FMI sobre los ingresos petroleros se basan en los precios de referencia del petróleo según el informe WEO. Por el lado del gasto, se supone que los salarios suben a una tasa natural de aumento a mediano plazo, con ajustes en función de los cambios de la estructura salarial recién anunciados. En 2013 y 2016, se conceden 13 meses de salario según el calendario lunar. El gasto de capital se ajusta a las prioridades establecidas en el Noveno Plan de Desarrollo de las autoridades, y se supone que el gasto de capital en vivienda anunciado hace poco comenzaría en 2012 y continuaría a mediano plazo.

Australia. Las proyecciones fiscales se basan en proyecciones del personal técnico del FMI y en el presupuesto de 2012–13 y en la Oficina Australiana de Estadística.

Recuadro A1 (continuación)

Austria. Las proyecciones tienen en cuenta el marco financiero federal para 2013–16, así como otras necesidades y otros riesgos relacionados con la implementación.

Bélgica. Las proyecciones para 2012 y los años siguientes están basadas en el supuesto de que no habrá un cambio de política, dado que ciertas medidas de reforma aún están siendo analizadas.

Brasil. Para 2012 la proyección se basa en el presupuesto y las actualizaciones posteriores de los planes anunciados por las autoridades y los resultados presupuestarios hasta julio de 2012. Para este año y los años siguientes, el personal técnico del FMI supone que se cumplirá con la meta de superávit primario anunciado y que habrá un nuevo aumento de la inversión pública acorde con las intenciones de las autoridades.

Canadá. Las proyecciones se basan en los pronósticos de base del Plan de Acción Económica 2012, Empleo, Crecimiento y Prosperidad a Largo Plazo, presentado el 29 de marzo de 2012 (presupuesto del ejercicio fiscal 2012–13). El personal técnico del FMI ajusta este pronóstico para tener en cuenta las diferencias en las proyecciones macroeconómicas. Las proyecciones del FMI también incorporan los datos más recientes dados a conocer por la Oficina de Estadística de las Cuentas Nacionales de Canadá, incluidos los resultados presupuestarios federales, de las provincias y de los territorios hasta el final del segundo trimestre de 2012.

China. Se supone que en 2012 el gobierno desacelerará el ritmo de consolidación fiscal; se supone que estímulo fiscal es neutro.

Corea. Las proyecciones fiscales se basan en el supuesto de que las políticas fiscales se aplicarán en 2012, conforme a lo anunciado por el gobierno. Las proyecciones de gasto para 2012 coinciden con el presupuesto. Las proyecciones de ingresos se basan en los supuestos macroeconómicos del personal técnico del FMI, ajustados para tener en cuenta las medidas discrecionales para captar ingresos ya anunciadas por el gobierno. Las proyecciones a mediano plazo suponen que el gobierno continuará sus planes de consolidación y equilibrará el presupuesto (excluidos los fondos de seguridad social) para 2013, de conformidad con el objetivo a mediano plazo del gobierno.

Dinamarca. Las proyecciones para 2012–13 coinciden con las últimas estimaciones presupuestarias oficiales y las proyecciones económicas subyacentes, ajustadas de acuerdo con los supuestos macroeconómicos del personal técnico del FMI. Para 2014–17, las proyecciones llevan incorporados elementos críticos del plan fiscal a mediano plazo, que forma parte del programa de convergencia de 2011 presentado a la Unión Europea.

España. Para 2012 y años siguientes, las proyecciones fiscales se basan en las medidas especificadas en la actualización del Programa de Estabilidad de 2012–15, las recomendaciones fiscales revisadas del Consejo Europeo y el posterior programa fiscal de julio, y el plan presupuestario bianual de 2013–14 anunciado en agosto de 2012. Si bien el compromiso del Eurogrupo de hasta €100.000 millones (9,4% del PIB) incluye un margen de seguridad adicional, el personal técnico del FMI, por prudencia y hasta que estén disponibles más detalles sobre la implementación, en sus proyecciones de deuda para 2012 utilizó el supuesto de que la suma se desembolsaba en su totalidad. En el escenario de no modificación de las políticas no se supone una mejora estructural adicional para los años posteriores, después de que el déficit alcance el 3% del PIB.

Estados Unidos. Las proyecciones fiscales se basan en el escenario base de la Oficina de Presupuesto del Congreso de marzo de 2012, y tienen en cuenta los supuestos macroeconómicos y de política del personal del FMI. Los supuestos fundamentales de política a corto plazo incluyen la prórroga de todos los recortes de impuestos aprobados durante la presidencia de George Bush y una prolongación de las prestaciones de emergencia por desempleo hasta 2013 y el reemplazo de los recortes automáticos del gasto (bloqueo automático) con medidas de consolidación concentradas en un período posterior. A mediano plazo, el personal del FMI supone que el Congreso seguirá efectuando ajustes regulares en los parámetros del impuesto mínimo alternativo y en los pagos de Medicare (“DocFix”), y que prolongará ciertos programas tradicionales (como el crédito tributario para actividades de investigación y desarrollo). Se supone que los recortes de impuestos para la clase media aprobados durante el gobierno de Bush

Recuadro A1 (continuación)

se harán permanentes, pero se prevé que los recortes tributarios que benefician a contribuyentes con mayores ingresos caducarán en 2014 (un año más tarde de lo previsto por el gobierno). Las proyecciones fiscales se ajustan para reflejar las proyecciones de las principales variables financieras y macroeconómicas elaboradas por el personal técnico del FMI y el tratamiento contable diferente aplicado al respaldo al sector financiero, y se convierten sobre la base del gobierno general.

Francia. Las estimaciones correspondientes al gobierno general en 2011 reflejan resultados reales. Las proyecciones para 2012 y los años siguientes reflejan el presupuesto plurianual (2011–14) de las autoridades y se ajustaron para tener en cuenta paquetes fiscales y diferencias en torno a los supuestos aplicados a las variables macroeconómicas y financieras y las proyecciones de ingreso.

Grecia. Las proyecciones macroeconómicas, monetarias y fiscales para 2012 y a mediano plazo son compatibles con las políticas debatidas entre el personal del FMI y las autoridades en el contexto del Servicio Ampliado del FMI.

Hungría. Las proyecciones fiscales incluyen las proyecciones del personal técnico del FMI sobre el marco macroeconómico y el impacto de las medidas legislativas recientes, así como de los planes de política fiscal anunciados a finales de julio de 2012.

India. Los datos históricos se basan en los datos sobre la ejecución presupuestaria. Las proyecciones se basan en la información publicada sobre los planes fiscales de las autoridades, con ajustes en función de los supuestos del personal técnico del FMI. Los datos subnacionales se incluyen con un rezago de hasta dos años; por lo tanto, los datos sobre el gobierno general se completan mucho después de los correspondientes al gobierno central. Hay diferencias entre la presentación del FMI y de India, especialmente en lo que respecta al producto de ventas y subastas de licencias, el registro neto o bruto de los ingresos en ciertas categorías de menor importancia y algunos préstamos en el sector público.

Indonesia. El déficit del gobierno central de 2011 fue inferior al esperado (1,1% del PIB) debido al menor nivel de gasto, sobre todo en inversión pública. El déficit del gobierno central de 2012

está estimado en 2,0% del PIB y es inferior al presupuesto estimado revisado de 2,2% del PIB. Se supone que los precios subsidiados de los combustibles no se ajustarán en 2012. El bajo déficit fiscal presupuestario proyectado también se debe a problemas constantes en la ejecución del presupuesto. Las proyecciones fiscales para 2013–17 giran en torno a las principales reformas de política necesarias para respaldar el crecimiento económico; a saber, medidas encaminadas a mejorar la ejecución del presupuesto para lograr una política fiscal eficaz, reducción de los subsidios energéticos a través de aumentos administrativos graduales de los precios y esfuerzos ininterrumpidos de movilización del ingreso para incrementar el espacio dedicado al desarrollo de la infraestructura.

Irlanda. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2012 y en el ajuste a mediano plazo (publicado en noviembre de 2011), que compromete a realizar una consolidación total de €12.400 millones en 2012–15. Las proyecciones fiscales están ajustadas para tener en cuenta las diferencias entre las proyecciones macroeconómicas del personal técnico del FMI y las de las autoridades irlandesas.

Italia. Las proyecciones fiscales incluyen el impacto del programa de ajuste fiscal anunciado por el gobierno en el Documento di Economía e Finanza de abril de 2012, que se modificó en función del anuncio reciente del examen sobre el gasto público. Las estimaciones de los resultados de 2011 son preliminares. Las proyecciones del personal técnico del FMI se basan en las estimaciones de las autoridades con respecto al escenario de política económica, ajustadas principalmente para tener en cuenta las diferencias en los supuestos macroeconómicos. Después de 2015, se proyecta un saldo fiscal global igual a cero cíclicamente ajustado, conforme a la regla fiscal de las autoridades.

Japón. Las proyecciones incluyen las medidas fiscales ya anunciadas por el gobierno, incluidos los aumentos del impuesto al consumo y el gasto en reconstrucción relacionado con el terremoto. Las proyecciones a mediano plazo suponen que los gastos y los ingresos del gobierno general se ajustan de acuerdo con las tendencias económicas y demográficas subyacentes.

Recuadro A1 (continuación)

México. Las proyecciones fiscales para 2012 coinciden en términos generales con el presupuesto aprobado; las proyecciones de 2013 en adelante suponen el cumplimiento de la regla de equilibrio presupuestario.

Nueva Zelanda. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2012 presentado por las autoridades y en estimaciones del personal técnico del FMI. A partir del ejercicio presupuestario 2007/08, las cuentas fiscales de Nueva Zelanda se basan en las Normas Internacionales de Información Financiera de Nueva Zelanda. Se han publicado datos retroactivos que se remontan a 1997.

Países Bajos. Las proyecciones para el período 2012–17 se basan en las proyecciones presupuestarias de las autoridades de la Dirección de Análisis de Política Económica, después de realizar ajustes para tener en cuenta las diferencias en los supuestos macroeconómicos.

Portugal. Las proyecciones reflejan los compromisos asumidos por las autoridades en el marco del programa respaldado por la UE y el FMI para 2012–13, y de ahí en adelante proyecciones del personal técnico del FMI.

Región Administrativa Especial de Hong Kong. Las proyecciones se basan en las proyecciones fiscales a mediano plazo de las autoridades.

Reino Unido. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2012 anunciado por las autoridades en marzo de 2012 y las perspectivas económicas y fiscales de la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria publicadas junto con el presupuesto. Estas proyecciones incluyen los planes anunciados de consolidación a mediano plazo a partir de 2012. Las proyecciones de las autoridades se ajustan para tener en cuenta las diferencias entre los pronósticos del personal técnico del FMI sobre las variables macroeconómicas y financieras (como el crecimiento del PIB) y los pronósticos de estas variables en las proyecciones fiscales de las autoridades. Las proyecciones del personal técnico del FMI excluyen los efectos temporales de intervenciones en el sector financiero y el efecto en la inversión neta del sector público en 2012–13 derivado de la transferencia de los activos del plan de pensiones del servicio de correos (Royal Mail Pension Plan) al sector público.

Rusia. Las proyecciones para 2012–14 se basan en el déficit no petrolero como porcentaje del PIB implícito en el presupuesto a mediano plazo para 2012–14, el presupuesto suplementario de 2012 y las proyecciones del personal técnico del FMI sobre el ingreso. El personal técnico del FMI supone que el saldo no petrolero del gobierno federal como porcentaje del PIB no variará en el período 2015–17.

Singapur. Para el ejercicio 2012/13, las proyecciones se basan en las cifras presupuestarias. Para el resto del período de proyección, el personal técnico del FMI supone que no habrá modificaciones en las políticas.

Sudáfrica. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2012 y las intenciones de política de las autoridades establecidas en la revisión presupuestaria, publicadas el 22 de febrero de 2012.

Suecia. Las proyecciones fiscales para 2012 coinciden en términos generales con las de las autoridades. El impacto de la evolución cíclica en las cuentas fiscales se calcula utilizando la semielasticidad más reciente de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Suiza. Las proyecciones correspondientes a 2011–17 se basan en los cálculos del personal técnico del FMI, que incluyen medidas para restablecer el equilibrio en las cuentas federales y fortalecer las finanzas de la seguridad social.

Turquía. Las proyecciones fiscales se basan en el supuesto de que los gastos corrientes se ajustarán al Programa a Mediano Plazo de 2012–14 de las autoridades, pero que los gastos de capital se excederán en vista de los proyectos iniciados en 2011.

Supuestos en materia de política monetaria

Los supuestos en materia de política monetaria se basan en el marco de la política económica de cada país. En la mayoría de los casos, ello implica una orientación no acomodaticia con respecto al ciclo económico: las tasas de interés oficiales suben cuando los indicadores económicos muestran que la inflación prevista se elevará por encima de la tasa o banda de valores aceptables; bajan cuando, según los indicadores, la inflación prevista no excederá de la tasa o banda de valores aceptables, el crecimiento del producto previsto es inferior a la tasa de crecimiento

Recuadro A1 (continuación)

potencial y el margen de capacidad ociosa de la economía es considerable. A partir de esta base, se supone que la LIBOR para los depósitos en dólares de EE.UU. a seis meses alcanzará un promedio de 0,7% en 2012 y 0,6% en 2013 (véase el cuadro 1.1). Se supone que la tasa de interés de los depósitos en euros a tres meses se situará en promedio en 0,6% en 2012 y 0,2% en 2013. Para la tasa de interés de los depósitos en yenes a seis meses se supone un promedio de 0,4% en 2012 y 0,3% en 2013.

Arabia Saudita. Las proyecciones sobre la política monetaria se basan en que continuará la paridad cambiaria con el dólar de EE.UU.

Australia. Los supuestos de política monetaria coinciden con las expectativas de mercado.

Brasil. Los supuestos sobre la política monetaria se basan en la política actual y son coherentes con la convergencia paulatina de la inflación hacia la mitad de la banda fijada como meta para finales de 2012.

Canadá. Los supuestos sobre la política monetaria coinciden con las expectativas del mercado.

China. El endurecimiento de la política monetaria incluido en las proyecciones de base coincide con la proyección de las autoridades de un crecimiento interanual de 14% del M2 en 2012.

Corea. Los supuestos sobre la política monetaria incorporan la reanudación de la normalización de la tasa en el curso de 2013.

Dinamarca. La política monetaria consiste en mantener la paridad con el euro.

Estados Unidos. Dadas las perspectivas de inflación y tenue crecimiento, el personal técnico del FMI prevé que la tasa de fondos federales se mantendrá en niveles cercanos a cero hasta fines de 2014. Este supuesto coincide con la declaración que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal realizó tras su reunión de enero (y que reafirmó en reuniones posteriores) en el sentido de que las condiciones económicas probablemente justifiquen niveles excepcionalmente bajos de la tasa de fondos federales por lo menos hasta finales de 2014.

India. El supuesto sobre la tasa (de interés) de política monetaria está basado en el promedio de las proyecciones del mercado.

Indonesia. Se prevé que el Banco de Indonesia usará una combinación de medidas macroprudenciales

y aumentos de la tasa de interés de política monetaria.

Japón. Se mantienen las condiciones actuales de la política monetaria para el período proyectado, y no se suponen nuevos endurecimientos ni distensiones.

México. Los supuestos monetarios son congruentes con la meta de inflación.

Región Administrativa Especial de Hong Kong. El personal técnico del FMI supone que el sistema de caja de conversión permanece intacto y proyecta un crecimiento del dinero en sentido amplio basado en la relación previa con el PIB nominal.

Reino Unido. En lo que se refiere a la política monetaria, las proyecciones suponen que no se registrarán cambios ni en la tasa de política monetaria ni en el nivel de compras de activos hasta finales de 2014.

Rusia. Las proyecciones monetarias suponen que las políticas se mantendrán sin cambios, como lo indican las declaraciones recientes del Banco Central de Rusia. Concretamente, se supone que las tasas de política monetaria se mantendrán en los niveles actuales, con intervenciones limitadas en los mercados de divisas.

Singapur. Se proyecta que el dinero en sentido amplio crecerá acorde con el crecimiento proyectado del PIB nominal.

Sudáfrica. Las proyecciones monetarias son coherentes con el rango de inflación fijado como meta por Sudáfrica de entre 3% y 6%.

Suecia. Las proyecciones monetarias coinciden con las proyecciones del Banco de Suecia.

Suiza. Las variables de la política monetaria reflejan datos históricos de las autoridades nacionales y del mercado.

Turquía. El dinero en sentido amplio y el rendimiento de los bonos a largo plazo se basan en las proyecciones del personal del FMI. Se proyecta que la tasa de interés de los depósitos a corto plazo evolucionará con un diferencial constante con respecto a la tasa de interés de un instrumento similar de Estados Unidos.

Zona del euro. Los supuestos sobre la política monetaria de los países miembros de la zona del euro coinciden con las expectativas del mercado.

Lista de cuadros

Producto

A1. Resumen del producto mundial	208
A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total	209
A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real	210
A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real	212

Inflación

A5. Resumen de la inflación	216
A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor	217
A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor	218

Políticas financieras

A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general	222
---	-----

Comercio exterior

A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial	223
---	-----

Transacciones en cuenta corriente

A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente	225
A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente	227
A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente	228

Balanza de pagos y financiamiento externo

A13. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos	232
A14. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados	233

Flujo de fondos

A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial	234
--	-----

Escenario de referencia a mediano plazo

A16. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo	238
--	-----

Cuadro A1. Resumen del producto mundial¹

(Variación porcentual anual)

	Promedio										Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
Mundo	3,4	4,9	4,6	5,3	5,4	2,8	-0,6	5,1	3,8	3,3	3,6	4,6	
Economías avanzadas	2,8	3,1	2,6	3,0	2,8	0,1	-3,5	3,0	1,6	1,3	1,5	2,5	
Estados Unidos	3,3	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,1	2,4	1,8	2,2	2,1	3,3	
Zona del euro	2,2	2,2	1,7	3,2	3,0	0,4	-4,4	2,0	1,4	-0,4	0,2	1,7	
Japón	0,9	2,4	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,5	-0,8	2,2	1,2	1,1	
Otras economías avanzadas ²	3,8	4,1	3,6	3,9	4,2	0,9	-2,1	4,5	2,5	1,5	2,4	3,2	
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,4	7,5	7,3	8,2	8,7	6,1	2,7	7,4	6,2	5,3	5,6	6,2	
Por regiones													
África subsahariana	4,0	7,1	6,2	6,4	7,1	5,6	2,8	5,3	5,1	5,0	5,7	5,8	
América Latina y el Caribe	2,5	6,0	4,7	5,7	5,8	4,2	-1,5	6,2	4,5	3,2	3,9	4,0	
Comunidad de Estados Independientes ³	0,6	8,2	6,7	8,8	9,0	5,4	-6,4	4,8	4,9	4,0	4,1	4,1	
Economías en desarrollo de Asia	7,0	8,5	9,5	10,3	11,4	7,9	7,0	9,5	7,8	6,7	7,2	7,7	
Europa central y oriental	3,4	7,3	5,9	6,4	5,4	3,2	-3,6	4,6	5,3	2,0	2,6	3,8	
Oriente Medio y Norte de África	4,0	6,2	5,3	6,3	5,7	4,5	2,6	5,0	3,3	5,3	3,6	4,5	
<i>Partida informativa</i>													
Unión Europea	2,6	2,6	2,3	3,6	3,4	0,6	-4,2	2,1	1,6	-0,2	0,5	2,1	
Por criterios analíticos													
Por fuentes de ingresos de exportación													
Combustibles	2,4	8,1	6,7	7,7	7,4	5,0	-1,5	4,7	4,5	5,3	4,2	4,2	
Otros productos	5,0	7,4	7,4	8,4	9,1	6,4	3,7	8,0	6,5	5,3	5,9	6,6	
Productos primarios	4,6	5,7	6,1	6,8	7,3	6,9	2,1	6,7	5,6	4,6	5,3	5,7	
Por fuentes de financiamiento externo													
Economías deudoras netas	3,6	6,5	6,0	6,8	6,9	4,8	0,8	6,7	5,1	3,6	4,4	5,2	
Financiamiento oficial	3,4	6,4	6,4	6,0	5,9	6,3	5,2	5,5	7,2	5,7	6,1	6,2	
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda													
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006–10	2,9	7,2	7,5	7,8	7,6	5,8	2,0	6,7	6,1	3,3	4,3	4,9	
<i>Partidas informativas</i>													
Mediana de la tasa de crecimiento													
Economías avanzadas	3,3	4,1	3,1	3,9	3,8	0,8	-3,7	2,4	1,8	0,9	1,3	2,3	
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,1	5,4	5,4	5,7	6,3	5,1	1,9	4,5	4,4	4,0	4,1	4,5	
Producto per cápita													
Economías avanzadas	2,1	2,4	1,9	2,3	2,0	-0,7	-4,1	2,4	1,0	0,7	0,9	2,0	
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	3,1	6,4	6,0	7,1	7,5	4,9	1,5	6,3	5,2	4,3	4,6	5,2	
Crecimiento mundial con base en los tipos de cambio del mercado	2,9	3,9	3,4	4,0	4,0	1,5	-2,2	4,1	2,8	2,6	2,9	3,9	
Valor del producto mundial en miles de millones de dólares de EE.UU.													
A tipos de cambio del mercado	31.429	42.178	45.616	49.375	55.718	61.222	57.846	63.180	69.899	71.277	74.149	92.722	
En paridades del poder adquisitivo	39.240	52.741	56.853	61.705	66.835	70.140	70.154	74.684	78.970	82.762	86.836	110.405	

¹PIB real.

²En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón.

³Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total¹*(Variación porcentual anual)*

	Promedio 1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones			Cuarto trimestre ²		
										2012	2013	2017	2011:T4	2012:T4	2013:T4
PIB real															
Economías avanzadas	2,8	3,1	2,6	3,0	2,8	0,1	-3,5	3,0	1,6	1,2	1,5	2,6	1,3	1,1	2,1
Estados Unidos	3,3	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,1	2,4	1,8	2,2	2,1	3,3	2,0	1,7	2,5
Zona del euro	2,2	2,2	1,7	3,2	3,0	0,4	-4,4	2,0	1,4	-0,4	0,2	1,7	0,7	-0,5	0,8
Alemania	1,5	0,7	0,8	3,9	3,4	0,8	-5,1	4,0	3,1	0,9	0,9	1,3	1,9	0,9	1,4
Francia	2,2	2,5	1,9	2,5	2,3	-0,1	-3,1	1,7	1,7	0,1	0,4	1,9	1,2	0,0	0,8
Italia	1,7	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,8	0,4	-2,3	-0,7	1,4	-0,5	-2,3	0,0
España	3,6	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,5	-1,3	1,7	0,0	-2,3	0,2
Países Bajos	2,9	2,2	2,0	3,4	3,9	1,8	-3,7	1,6	1,1	-0,5	0,4	1,9	-0,4	0,1	0,9
Bélgica	2,3	3,3	1,8	2,7	2,9	1,0	-2,8	2,4	1,8	0,0	0,3	1,5	0,9	0,1	0,6
Austria	2,4	2,6	2,4	3,7	3,7	1,4	-3,8	2,1	2,7	0,9	1,1	1,6	1,1	0,6	2,2
Grecia	3,5	4,4	2,3	5,5	3,0	-0,2	-3,3	-3,5	-6,9	-6,0	-4,0	3,5	-7,5	-3,6	-2,9
Portugal	2,7	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,9	1,4	-1,7	-3,0	-1,0	1,8	-3,0	-2,7	0,5
Finlandia	3,8	4,1	2,9	4,4	5,3	0,3	-8,5	3,3	2,7	0,2	1,3	1,9	0,8	-0,1	2,4
Irlanda	6,9	4,4	5,9	5,4	5,4	-2,1	-5,5	-0,8	1,4	0,4	1,4	2,9	2,9	0,4	1,0
República Eslovaca	4,4	5,1	6,7	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,2	3,3	2,6	2,8	3,6	3,3	2,0	3,7
Eslovenia	4,1	4,4	4,0	5,8	7,0	3,4	-7,8	1,2	0,6	-2,2	-0,4	2,3	-2,3	-3,3	3,6
Luxemburgo	4,4	4,4	5,4	5,0	6,6	0,8	-5,3	2,7	1,6	0,2	0,7	2,5	1,1	0,3	0,9
Estonia	5,7	6,3	8,9	10,1	7,5	-3,7	-14,3	2,3	7,6	2,4	3,5	3,9	5,1	2,0	4,1
Chipre	4,3	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,1	0,5	-2,3	-1,0	2,0	-0,8	-2,8	-0,4
Malta	...	-0,5	3,7	3,1	4,4	4,1	-2,6	2,5	2,1	1,2	2,0	2,3	0,1	3,9	0,8
Japón	0,9	2,4	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,5	-0,8	2,2	1,2	1,1	-0,6	1,6	2,1
Reino Unido	3,5	2,9	2,8	2,6	3,6	-1,0	-4,0	1,8	0,8	-0,4	1,1	2,7	0,6	0,0	1,2
Canadá	3,5	3,1	3,0	2,8	2,2	0,7	-2,8	3,2	2,4	1,9	2,0	2,3	2,2	1,7	2,2
Corea	5,7	4,6	4,0	5,2	5,1	2,3	0,3	6,3	3,6	2,7	3,6	4,0	3,4	3,1	3,5
Australia	3,8	4,1	3,1	2,7	4,7	2,5	1,4	2,5	2,1	3,3	3,0	3,2	2,6	2,3	4,4
Taiwan, provincia china de	4,7	6,2	4,7	5,4	6,0	0,7	-1,8	10,7	4,0	1,3	3,9	5,0	2,0	3,4	3,7
Suecia	3,2	3,7	3,2	4,5	3,4	-0,8	-5,0	5,9	4,0	1,2	2,2	2,4	1,2	0,8	4,7
Hong Kong, RAE de	2,7	8,5	7,1	7,0	6,4	2,3	-2,6	7,1	5,0	1,8	3,5	4,4	3,0	3,3	2,9
Suiza	1,3	2,4	2,7	3,8	3,8	2,2	-1,9	3,0	1,9	0,8	1,4	1,9	0,9	0,6	2,3
Singapur	5,4	9,2	7,4	8,8	8,9	1,7	-1,0	14,8	4,9	2,1	2,9	3,9	3,6	2,9	4,0
República Checa	...	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,7	2,7	1,7	-1,0	0,8	3,4	0,6	-1,0	1,8
Noruega	3,2	4,0	2,6	2,4	2,7	0,0	-1,6	0,6	1,5	3,1	2,3	2,0	1,8	0,7	5,2
Israel	4,3	4,8	4,9	5,6	5,5	4,0	0,8	5,7	4,6	2,9	3,2	3,7	3,6	2,6	4,4
Dinamarca	2,4	2,3	2,4	3,4	1,6	-0,8	-5,8	1,3	0,8	0,5	1,2	1,8	0,1	1,6	0,9
Nueva Zelanda	3,6	4,3	3,1	2,3	2,9	-0,2	-2,4	1,8	1,3	2,2	3,1	2,3	1,9	2,9	2,4
Islandia	3,4	7,8	7,2	4,7	6,0	1,3	-6,8	-4,0	3,1	2,9	2,6	3,0	2,7	3,2	2,2
San Marino	...	4,6	2,4	3,8	3,5	-3,4	-12,8	-5,2	-2,6	-2,6	0,5	1,3	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>															
Principales economías avanzadas	2,6	2,8	2,3	2,6	2,3	-0,4	-3,8	2,8	1,4	1,4	1,5	2,5	1,3	1,1	2,0
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,1	5,9	4,8	5,8	5,9	1,8	-0,7	8,5	4,0	2,1	3,6	4,3	3,0	3,2	3,5
Demanda interna real total															
Economías avanzadas	2,9	3,2	2,6	2,8	2,4	-0,4	-3,8	2,9	1,3	1,1	1,3	2,6	0,9	1,1	1,6
Estados Unidos	3,8	3,9	3,2	2,6	1,2	-1,5	-4,0	2,8	1,7	2,1	2,0	3,5	1,9	1,6	2,5
Zona del euro	...	1,9	1,8	3,1	2,8	0,3	-3,8	1,3	0,5	-1,7	-0,3	1,4	-0,5	-1,3	0,3
Alemania	1,1	0,0	-0,2	2,7	1,9	1,2	-2,5	2,6	2,6	0,1	0,9	1,2	2,2	0,1	1,3
Francia	2,2	2,8	2,5	2,4	3,2	0,3	-2,6	1,6	1,7	-0,2	0,5	1,5	0,2	0,7	0,8
Italia	1,9	1,4	0,9	2,1	1,4	-1,2	-4,4	2,1	-0,9	-4,6	-0,9	1,2	-3,4	-3,5	-0,1
España	3,9	4,8	5,0	5,2	4,1	-0,5	-6,2	-0,6	-1,9	-4,0	-3,3	1,4	-3,4	-4,6	-1,3
Japón	0,9	1,5	1,0	0,9	1,1	-1,3	-4,0	2,8	0,1	2,8	1,1	1,0	0,6	1,8	1,8
Reino Unido	3,7	3,5	2,3	2,2	3,5	-1,8	-5,0	2,3	-0,5	0,3	0,6	2,1	-0,6	0,9	0,4
Canadá	3,2	3,9	4,6	4,2	3,8	2,7	-2,9	5,2	3,2	1,9	2,4	1,8	2,3	2,6	2,3
Otras economías avanzadas ³	3,7	4,6	3,4	4,0	4,9	1,5	-2,9	5,6	2,7	2,5	2,8	3,4	1,8	3,7	2,3
<i>Partidas informativas</i>															
Principales economías avanzadas	2,8	2,9	2,3	2,3	1,7	-0,9	-3,8	2,7	1,3	1,3	1,4	2,5	1,1	1,4	1,8
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,1	4,8	2,9	4,2	4,5	1,4	-3,0	7,4	2,3	2,3	3,1	4,2	0,7	5,0	1,5

¹En los casos en que los países no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de sus economías.²Con respecto al cuarto trimestre del año anterior.³En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos el G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido) y los países de la zona del euro.

Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real

(Variación porcentual anual)

	Promedios										Proyecciones	
	1994-2003	2004-13	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Gasto de consumo privado												
Economías avanzadas	3,0	1,5	2,6	2,7	2,5	2,4	0,0	-1,2	2,0	1,4	1,1	1,4
Estados Unidos	3,8	1,8	3,3	3,4	2,9	2,3	-0,6	-1,9	1,8	2,5	1,9	2,2
Zona del euro	...	0,6	1,5	1,8	2,1	1,7	0,4	-1,0	1,0	0,1	-1,1	-0,3
Alemania	1,2	0,7	0,4	0,2	1,5	-0,2	0,8	0,1	0,9	1,7	0,7	1,0
Francia	2,2	1,1	1,7	2,5	2,2	2,4	0,2	0,3	1,5	0,3	-0,2	0,2
Italia	1,7	-0,1	0,7	1,2	1,4	1,1	-0,8	-1,6	1,2	0,2	-3,3	-1,2
España	3,3	0,6	4,2	4,1	4,0	3,5	-0,6	-3,8	0,7	-1,0	-2,2	-2,4
Japón	1,1	0,9	1,2	1,5	1,1	0,9	-0,9	-0,7	2,6	0,1	2,5	1,0
Reino Unido	4,1	0,6	3,2	2,5	1,5	2,7	-1,6	-3,1	1,3	-1,0	-0,2	0,9
Canadá	3,2	2,8	3,3	3,7	4,2	4,6	3,0	0,4	3,3	2,4	1,7	2,0
Otras economías avanzadas ¹	4,0	2,9	3,6	3,5	3,7	4,6	1,3	0,2	3,7	2,7	2,4	2,8
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,8	1,3	2,4	2,5	2,3	1,9	-0,4	-1,3	1,8	1,5	1,3	1,4
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,8	3,0	3,0	3,9	4,0	4,8	1,0	0,3	4,7	3,4	2,4	3,2
Consumo público												
Economías avanzadas	2,1	1,1	1,7	1,2	1,6	1,8	2,1	3,3	1,3	-0,5	0,0	-1,0
Estados Unidos	1,9	0,5	1,4	0,6	1,0	1,3	2,2	4,3	0,9	-2,3	-1,6	-2,4
Zona del euro	...	1,2	1,6	1,6	2,1	2,2	2,3	2,6	0,8	-0,2	-0,2	-0,6
Alemania	1,4	1,3	-0,6	0,3	0,9	1,4	3,2	3,0	1,7	1,0	0,9	0,8
Francia	1,1	1,4	2,2	1,2	1,4	1,5	1,3	2,5	1,8	0,2	1,4	0,8
Italia	0,9	0,2	2,5	1,9	0,5	1,0	0,6	0,8	-0,6	-0,9	-1,6	-2,0
España	3,3	2,2	6,2	5,5	4,6	5,6	5,9	3,7	1,5	-0,5	-4,1	-5,4
Japón	3,0	1,1	1,5	0,8	0,0	1,1	-0,1	2,3	2,2	2,0	1,8	-0,6
Reino Unido	2,2	1,2	3,4	2,0	1,5	0,6	1,6	0,8	0,4	0,1	2,3	-1,1
Canadá	1,4	2,1	2,0	1,4	3,0	2,7	4,4	3,6	2,4	0,8	-0,2	0,7
Otras economías avanzadas ¹	2,9	2,4	1,8	2,0	2,9	3,1	2,6	3,4	2,6	1,7	2,5	1,8
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	1,9	0,8	1,6	0,8	1,0	1,3	1,8	3,2	1,2	-0,8	-0,3	-1,3
Economías asiáticas recientemente industrializadas	3,6	3,1	2,4	2,4	3,7	3,9	3,2	4,6	3,1	1,9	3,5	2,7
Formación bruta de capital fijo												
Economías avanzadas	3,6	0,8	4,4	4,1	4,1	2,4	-2,9	-12,6	1,6	2,2	2,4	3,3
Estados Unidos	5,3	0,6	6,3	5,3	2,5	-1,4	-5,1	-15,3	-0,3	3,4	6,2	6,2
Zona del euro	...	-0,1	2,2	3,2	5,7	4,7	-1,1	-12,8	-0,1	1,4	-3,1	0,2
Alemania	0,4	1,5	-0,2	0,8	8,2	4,7	1,3	-11,6	5,9	6,2	-0,7	1,5
Francia	2,9	1,3	3,3	4,4	4,0	6,3	0,4	-10,6	1,3	3,6	0,7	0,4
Italia	3,0	-1,5	2,0	1,3	3,4	1,8	-3,7	-11,7	2,1	-1,9	-7,8	1,0
España	6,0	-2,7	5,1	7,1	7,1	4,5	-4,7	-18,0	-6,2	-5,3	-8,9	-4,1
Japón	-1,0	-0,7	0,4	0,8	1,5	0,3	-4,1	-10,6	0,1	0,8	3,5	1,2
Reino Unido	4,6	0,6	5,0	2,4	6,3	8,2	-4,6	-13,7	3,5	-1,4	0,4	1,6
Canadá	5,0	4,0	7,7	9,3	7,0	3,6	2,0	-13,2	10,0	6,6	4,1	4,6
Otras economías avanzadas ¹	4,1	3,3	6,3	5,0	5,6	6,6	-0,4	-6,2	7,5	2,5	2,9	3,7
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	3,4	0,6	4,2	3,8	3,6	1,2	-3,5	-13,4	1,4	2,8	3,3	3,9
Economías asiáticas recientemente industrializadas	3,5	2,4	6,2	2,2	3,8	4,4	-3,1	-4,3	11,3	-0,5	1,6	3,4

Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real (conclusión)

	Promedios										Proyecciones	
	1994–2003	2004–13	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Demanda interna final												
Economías avanzadas	2,9	1,3	2,8	2,7	2,7	2,3	-0,2	-2,7	1,8	1,3	1,1	1,3
Estados Unidos	3,8	1,4	3,5	3,3	2,5	1,4	-1,0	-3,3	1,3	1,8	2,0	2,0
Zona del euro	...	0,6	1,7	2,0	2,9	2,4	0,5	-2,8	0,7	0,3	-1,3	-0,3
Alemania	1,1	1,0	0,1	0,3	2,6	1,1	1,3	-1,6	2,0	2,4	0,5	1,0
Francia	2,0	1,2	2,1	2,5	2,4	2,9	0,5	-1,4	1,5	0,9	0,4	0,4
Italia	1,8	-0,3	1,3	1,3	1,6	1,2	-1,2	-3,2	1,0	-0,4	-3,8	-1,0
España	3,9	0,1	4,8	5,2	5,0	4,1	-0,7	-6,2	-0,8	-1,8	-4,0	-3,4
Japón	0,9	0,6	1,0	1,2	1,0	0,8	-1,6	-2,3	2,1	0,6	2,6	0,7
Reino Unido	3,7	0,7	3,5	2,4	2,2	3,1	-1,4	-4,0	1,4	-0,8	0,5	0,5
Canadá	3,1	2,9	3,9	4,4	4,6	4,0	3,0	-2,1	4,5	3,0	1,8	2,3
Otras economías avanzadas ¹	3,7	2,9	3,9	3,5	3,9	4,8	1,2	-0,9	4,3	2,5	2,5	2,9
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,7	1,1	2,6	2,5	2,3	1,6	-0,6	-2,8	1,7	1,4	1,3	1,4
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,2	2,9	3,7	3,2	3,9	4,6	0,4	-0,2	5,8	2,2	2,4	3,2
Acumulación de inventarios²												
Economías avanzadas	0,0	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-1,1	1,0	0,0	-0,1	0,1
Estados Unidos	0,0	0,0	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,8	1,5	-0,2	0,2	0,0
Zona del euro	...	0,0	0,2	-0,2	0,2	0,4	-0,2	-1,0	0,6	0,2	-0,4	0,0
Alemania	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	0,8	-0,1	-0,7	0,6	-0,2	-0,4	-0,1
Francia	0,2	0,0	0,7	0,0	0,1	0,2	-0,3	-1,3	0,1	0,8	-0,6	0,1
Italia	0,0	-0,1	0,0	-0,4	0,5	0,2	0,0	-1,1	1,1	-0,5	-0,3	0,0
España	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Japón	0,0	0,0	0,5	-0,3	-0,1	0,3	0,2	-1,5	0,7	-0,4	0,0	0,4
Reino Unido	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,4	-0,4	-1,0	0,9	0,3	-0,2	0,1
Canadá	0,1	0,0	0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,8	0,6	0,2	0,0	0,0
Otras economías avanzadas ¹	0,0	0,0	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	-1,9	1,1	0,2	-0,1	-0,1
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,1	-0,3	-1,0	1,1	-0,1	0,0	0,1
Economías asiáticas recientemente industrializadas	-0,1	0,0	0,8	-0,2	0,3	-0,1	0,8	-2,5	1,4	0,1	0,0	-0,1
Saldo de la balanza de pagos²												
Economías avanzadas	-0,1	0,2	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2
Estados Unidos	-0,5	0,1	-0,7	-0,3	-0,1	0,6	1,2	1,1	-0,5	0,1	0,0	0,0
Zona del euro	...	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,1	-0,7	0,7	0,9	1,2	0,4
Alemania	0,3	0,5	1,1	0,8	1,1	1,5	0,0	-2,9	1,7	0,6	0,7	0,0
Francia	0,0	-0,3	-0,3	-0,7	0,0	-0,9	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,3	-0,1
Italia	-0,2	0,3	0,3	0,0	0,1	0,3	0,0	-1,2	-0,4	1,4	2,2	0,2
España	-0,3	0,6	-1,6	-1,7	-1,5	-0,9	1,5	2,9	0,2	2,4	2,4	1,9
Japón	0,0	0,2	0,8	0,3	0,8	1,0	0,2	-2,0	1,9	-0,8	-0,4	0,1
Reino Unido	-0,4	0,2	-0,8	0,3	0,2	-0,2	0,9	1,1	-0,6	1,2	-0,8	0,4
Canadá	0,3	-1,1	-0,8	-1,6	-1,4	-1,5	-2,1	0,2	-2,1	-0,8	0,0	-0,5
Otras economías avanzadas ¹	0,4	0,7	0,5	0,9	1,0	0,7	0,3	1,5	0,7	0,7	0,0	0,4
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0
Economías asiáticas recientemente industrializadas	0,6	1,5	1,3	2,1	1,9	2,0	0,7	1,9	1,9	2,1	0,1	1,0

¹En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos el G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido) y los países de la zona del euro.

²Variaciones expresadas como porcentaje del PIB del período anterior.

Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real¹

(Variación porcentual anual)

	Promedio										Proyecciones		
	1994-2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
África subsahariana	4,0	7,1	6,2	6,4	7,1	5,6	2,8	5,3	5,1	5,0	5,7	5,8	
Angola	6,7	11,2	20,6	20,7	22,6	13,8	2,4	3,4	3,9	6,8	5,5	5,3	
Benin	4,7	3,1	2,9	3,8	4,6	5,0	2,7	2,6	3,5	3,5	3,8	4,5	
Botswana	6,6	6,0	1,6	5,1	4,8	3,0	-4,7	7,0	5,1	3,8	4,1	4,7	
Burkina Faso	5,9	4,5	8,7	6,3	4,1	5,8	3,0	7,9	4,2	7,0	7,0	6,8	
Burundi	-1,1	3,8	4,4	5,4	4,8	5,0	3,5	3,8	4,2	4,2	4,5	5,9	
Cabo Verde	7,2	4,3	6,5	10,1	8,6	6,2	3,7	5,2	5,0	4,3	4,4	5,0	
Camerún ²	3,7	3,7	2,3	3,2	3,4	2,6	2,0	2,9	4,2	4,7	5,0	5,5	
Chad	5,2	33,6	7,9	0,2	0,2	1,7	-1,2	13,0	1,8	7,3	2,4	2,8	
Comoras	1,5	-0,2	4,2	1,2	0,5	1,0	1,8	2,1	2,2	2,5	3,5	4,0	
Congo, República del	1,9	3,5	7,8	6,2	-1,6	5,6	7,5	8,8	3,4	4,9	5,3	5,8	
Congo, República Democrática del	-1,6	6,6	7,8	5,6	6,3	6,2	2,8	7,2	6,9	7,1	8,2	7,9	
Côte d'Ivoire	1,7	1,6	1,9	0,7	1,6	2,3	3,7	2,4	-4,7	8,1	7,0	7,8	
Eritrea	3,6	1,5	2,6	-1,0	1,4	-9,8	3,9	2,2	8,7	7,5	3,4	-3,2	
Etiopía	4,0	11,7	12,6	11,5	11,8	11,2	10,0	8,0	7,5	7,0	6,5	6,5	
Gabón	1,4	1,4	3,0	1,2	5,6	2,3	-1,4	6,6	6,6	6,1	2,0	2,3	
Gambia	3,9	7,0	-0,3	0,8	4,0	6,5	6,7	5,5	3,3	-1,6	9,7	5,6	
Ghana	4,6	5,3	6,0	6,1	6,5	8,4	4,0	8,0	14,4	8,2	7,8	7,3	
Guinea	4,0	2,3	3,0	2,5	1,8	4,9	-0,3	1,9	3,9	4,8	5,0	14,3	
Guinea-Bissau	0,2	2,8	4,3	2,1	3,2	3,2	3,0	3,5	5,3	-2,8	5,7	4,5	
Guinea Ecuatorial	37,0	38,0	9,7	1,3	21,4	10,7	4,6	-0,5	7,8	5,7	6,1	3,7	
Kenya	2,5	4,6	6,0	6,3	7,0	1,5	2,7	5,8	4,4	5,1	5,6	5,9	
Lesotho	3,6	2,8	2,9	4,1	4,8	4,8	3,8	5,2	4,9	4,3	4,7	3,9	
Liberia	...	4,1	5,9	9,0	13,2	6,2	5,3	6,1	8,2	9,0	7,9	5,7	
Madagascar	2,2	5,3	4,6	5,0	6,2	7,1	-4,1	0,4	1,8	1,9	2,6	5,0	
Malawi	2,6	5,5	2,6	2,1	9,5	8,3	9,0	6,5	4,3	4,3	5,7	6,7	
Mali	4,9	2,3	6,1	5,3	4,3	5,0	4,5	5,8	2,7	-4,5	3,0	5,8	
Mauricio	4,2	5,5	1,5	4,5	5,9	5,5	3,0	4,2	4,1	3,4	3,7	4,6	
Mozambique	8,3	7,9	8,4	8,7	7,3	6,8	6,3	7,1	7,3	7,5	8,4	7,8	
Namibia	3,6	12,3	2,5	7,1	5,4	3,4	-0,4	6,6	4,9	4,0	4,1	4,2	
Niger	3,3	-0,8	8,4	5,8	3,1	9,6	-0,9	8,0	2,3	14,5	6,6	5,5	
Nigeria	5,5	10,6	5,4	6,2	7,0	6,0	7,0	8,0	7,4	7,1	6,7	6,7	
República Centroafricana	0,9	1,0	2,4	3,8	3,7	2,0	1,7	3,0	3,3	4,1	4,2	5,7	
Rwanda	3,5	7,4	9,4	9,2	5,5	11,2	4,1	7,2	8,6	7,7	7,5	7,0	
Santo Tomé y Príncipe	2,4	4,5	1,6	12,6	2,0	9,1	4,0	4,5	4,9	4,5	5,5	10,9	
Senegal	3,8	5,9	5,6	2,4	5,0	3,7	2,1	4,1	2,6	3,7	4,3	5,6	
Seychelles	2,1	-2,9	8,0	8,9	9,9	-1,0	0,5	6,7	5,1	3,0	3,5	3,8	
Sierra Leona	-1,1	6,5	4,4	4,4	8,0	5,4	3,2	5,3	6,0	21,3	7,5	5,0	
Sudáfrica	3,0	4,6	5,3	5,6	5,5	3,6	-1,5	2,9	3,1	2,6	3,0	4,1	
Sur del Sudán	...	...	...	...	...	...	...	...	1,4	-55,0	69,6	6,1
Swazilandia	2,8	2,3	2,2	2,9	2,8	3,1	1,2	2,0	0,3	-2,9	-1,0	0,2	
Tanzania	4,5	7,8	7,4	6,7	7,1	7,4	6,0	7,0	6,4	6,5	6,8	7,0	
Togo	3,3	2,1	1,2	4,1	2,3	2,4	3,5	4,0	4,9	5,0	5,3	5,8	
Uganda	7,1	6,6	8,6	9,5	8,6	7,7	7,0	6,1	5,1	4,2	5,7	7,0	
Zambia	1,0	5,4	5,3	6,2	6,2	5,7	6,4	7,6	6,6	6,5	8,2	7,7	
Zimbabwe ³	...	-6,0	-5,5	-3,5	-3,8	-18,3	6,3	9,6	9,4	5,0	6,0	4,0	

Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real¹ (continuación)

(Variación porcentual anual)

	Promedio									Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
América Latina y el Caribe	2,5	6,0	4,7	5,7	5,8	4,2	-1,5	6,2	4,5	3,2	3,9	4,0
Antigua y Barbuda	2,9	3,2	7,6	12,8	7,1	1,5	-10,7	-8,5	-5,5	1,0	1,5	3,5
Argentina ⁴	0,8	8,9	9,2	8,5	8,7	6,8	0,9	9,2	8,9	2,6	3,1	4,0
Bahamas, Las	4,2	0,9	3,4	2,5	1,4	-2,3	-4,9	0,2	1,6	2,5	2,7	2,5
Barbados	1,9	1,4	4,0	5,7	1,7	0,3	-4,1	0,2	0,6	0,7	1,0	2,5
Belice	5,0	4,6	3,0	4,7	1,3	3,5	0,0	2,7	2,0	2,3	2,5	2,5
Bolivia	3,4	2,7	6,8	2,8	5,3	6,1	3,4	4,1	5,2	5,0	5,0	5,0
Brasil	2,5	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,5	4,0	4,1
Chile	4,6	6,8	6,3	5,8	5,2	3,1	-0,9	6,1	5,9	5,0	4,4	4,6
Colombia	2,3	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,7	4,0	5,9	4,3	4,4	4,5
Costa Rica	4,4	4,3	5,9	8,8	7,9	2,7	-1,0	4,7	4,2	4,8	4,3	4,5
Dominica	2,0	3,3	-0,5	4,5	6,0	7,9	-1,3	1,2	1,0	0,4	1,3	2,0
Ecuador	2,4	8,8	5,7	4,8	2,0	7,2	0,4	3,6	7,8	4,0	4,1	3,4
El Salvador	3,4	1,9	3,6	3,9	3,8	1,3	-3,1	1,4	1,4	1,5	2,0	3,0
Grenada	5,2	0,1	12,5	-4,4	6,3	1,7	-5,7	-1,3	0,4	0,5	0,5	2,5
Guatemala	3,4	3,2	3,3	5,4	6,3	3,3	0,5	2,9	3,9	3,1	3,2	3,5
Guyana	3,0	1,6	-1,9	5,1	7,0	2,0	3,3	4,4	5,4	3,7	5,5	3,3
Haití	0,9	-3,5	1,8	2,2	3,3	0,8	2,9	-5,4	5,6	4,5	6,5	5,3
Honduras	2,9	6,2	6,1	6,6	6,2	4,1	-2,1	2,8	3,6	3,8	3,6	4,0
Jamaica	0,9	1,3	0,9	2,9	1,4	-0,8	-3,5	-1,5	1,3	0,9	1,0	1,5
México	2,6	4,0	3,2	5,1	3,2	1,2	-6,0	5,6	3,9	3,6	3,5	3,3
Nicaragua	4,2	5,3	4,3	4,2	3,6	2,8	-1,5	4,5	4,7	3,7	4,0	4,0
Panamá	3,9	7,5	7,2	8,5	12,1	10,1	3,9	7,6	10,6	8,5	7,5	6,0
Paraguay	1,7	4,1	2,1	4,8	5,4	6,4	-4,0	13,1	4,3	-1,5	11,0	4,7
Perú	4,3	5,0	6,8	7,7	8,9	9,8	0,9	8,8	6,9	6,0	5,8	6,0
República Dominicana	4,9	1,3	9,3	10,7	8,5	5,3	3,5	7,8	4,5	4,0	4,5	5,0
Saint Kitts y Nevis	3,6	3,8	9,2	3,5	5,0	4,0	-5,6	-2,7	-2,0	0,0	1,8	4,2
San Vicente y las Granadinas	3,5	4,6	3,0	6,0	3,1	-0,6	-2,3	-1,8	0,0	1,2	1,5	3,0
Santa Lucía	1,4	8,4	-1,9	9,3	1,5	5,3	0,1	0,4	1,3	0,7	1,3	2,3
Suriname	2,6	7,3	4,9	5,8	5,1	4,1	3,0	4,1	4,2	4,0	4,5	5,0
Trinidad y Tabago	7,2	7,9	6,2	13,2	4,8	2,7	-3,3	0,0	-1,5	0,7	2,2	3,0
Uruguay	0,7	4,6	6,8	4,1	6,5	7,2	2,4	8,9	5,7	3,5	4,0	4,0
Venezuela	-0,9	18,3	10,3	9,9	8,8	5,3	-3,2	-1,5	4,2	5,7	3,3	2,5
Comunidad de Estados Independientes^{5,6}	0,6	8,2	6,7	8,8	9,0	5,4	-6,4	4,8	4,9	4,0	4,1	4,1
Rusia	0,7	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,3	4,3	3,7	3,8	3,8
Excluido Rusia	0,3	10,8	7,6	10,5	10,0	5,6	-3,1	6,0	6,2	4,7	4,8	4,9
Armenia	7,5	10,5	14,1	13,2	13,7	6,9	-14,1	2,1	4,6	3,9	4,0	4,0
Azerbaiyán	2,2	10,2	26,4	34,5	25,0	10,8	9,3	5,0	0,1	3,9	2,7	3,1
Belarús	2,3	11,4	9,4	10,0	8,6	10,2	0,2	7,7	5,3	4,3	3,4	4,1
Georgia	...	5,9	9,6	9,4	12,3	2,3	-3,8	6,3	7,0	6,5	5,5	5,5
Kazajstán	2,1	9,6	9,7	10,7	8,9	3,2	1,2	7,3	7,5	5,5	5,7	6,3
Moldova	-3,1	7,4	7,5	4,8	3,0	7,8	-6,0	7,1	6,4	3,0	5,0	5,3
Mongolia	3,7	10,6	7,3	8,6	10,2	8,9	-1,3	6,4	17,5	12,7	15,7	9,7
República Kirguisa	1,1	7,0	-0,2	3,1	8,5	7,6	2,9	-0,5	5,7	1,0	8,5	5,0
Tayikistán	0,5	10,6	6,7	7,0	7,8	7,9	3,9	6,5	7,4	6,8	6,0	6,0
Turkmenistán	4,3	14,7	13,0	11,0	11,1	14,7	6,1	9,2	14,7	8,0	7,7	8,0
Ucrania	-2,3	12,1	2,7	7,3	7,9	2,3	-14,8	4,1	5,2	3,0	3,5	3,5
Uzbekistán	2,5	7,4	7,0	7,5	9,5	9,0	8,1	8,5	8,3	7,4	6,5	5,5

Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real¹ (continuación)

(Variación porcentual anual)

	Promedio										Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
Economías en desarrollo de Asia	7,0	8,5	9,5	10,3	11,4	7,9	7,0	9,5	7,8	6,7	7,2	7,7	
Afganistán	...	1,1	11,2	5,6	13,7	3,6	21,0	8,4	5,8	5,2	6,5	4,2	
Bangladesh	5,1	6,1	6,3	6,5	6,3	6,0	5,9	6,4	6,5	6,1	6,1	7,3	
Bhután	6,8	5,9	7,1	6,8	17,9	4,7	6,7	11,8	5,3	9,9	13,5	10,7	
Brunei Darussalam	2,4	0,5	0,4	4,4	0,2	-1,9	-1,8	2,6	2,2	2,7	1,5	3,6	
Camboya	7,4	10,3	13,3	10,8	10,2	6,7	0,1	6,1	7,1	6,5	6,7	7,7	
China	9,4	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,2	7,8	8,2	8,5	
Fiji	2,7	5,5	2,5	1,9	-0,9	1,4	-1,3	-0,2	2,1	2,0	2,0	2,1	
Filipinas	3,8	6,7	4,8	5,2	6,6	4,2	1,1	7,6	3,9	4,8	4,8	5,0	
India	6,0	7,6	9,0	9,5	10,0	6,9	5,9	10,1	6,8	4,9	6,0	6,9	
Indonesia	3,1	5,0	5,7	5,5	6,3	6,0	4,6	6,2	6,5	6,0	6,3	6,9	
Islas Salomón	-0,1	8,1	12,9	4,0	6,4	7,1	-4,7	7,8	10,7	7,4	4,0	4,0	
Kiribati	3,9	0,2	0,3	1,2	0,5	-2,4	-2,3	1,4	1,8	2,5	2,5	2,0	
Malasia	5,4	6,8	5,0	5,6	6,3	4,8	-1,5	7,2	5,1	4,4	4,7	5,0	
Maldivas	8,1	10,4	-8,7	19,6	10,6	12,2	-4,7	5,7	5,8	1,5	2,5	3,4	
Myanmar	...	13,6	13,6	13,1	12,0	3,6	5,1	5,3	5,5	6,2	6,3	6,5	
Nepal	4,5	4,7	3,5	3,4	3,4	6,1	4,5	4,8	3,9	4,6	3,6	4,0	
Pakistán	3,9	7,5	9,0	5,8	6,8	3,7	1,7	3,1	3,0	3,7	3,3	3,5	
Papua Nueva Guinea	1,2	0,6	3,9	2,3	7,2	6,6	6,1	7,6	8,9	7,7	4,0	4,9	
República Democrática Popular Lao	6,1	7,0	6,8	8,6	7,8	7,8	7,5	8,1	8,0	8,3	8,0	7,8	
Samoa	4,4	4,2	7,0	2,1	1,8	4,3	-5,1	0,4	2,0	1,5	1,9	2,5	
Sri Lanka	4,4	5,4	6,2	7,7	6,8	6,0	3,5	7,8	8,3	6,7	6,7	6,5	
Tailandia	3,4	6,3	4,6	5,1	5,1	2,6	-2,3	7,8	0,1	5,6	6,0	5,0	
Timor-Leste	...	4,4	6,5	-3,2	11,7	14,6	12,8	9,5	10,6	10,0	10,0	9,0	
Tonga	2,1	2,2	0,7	-4,5	-2,4	0,5	0,9	1,6	1,5	1,4	1,5	1,8	
Tuvalu	...	-1,4	-3,8	2,6	5,5	7,6	-1,7	-2,9	1,1	1,2	1,3	1,0	
Vanuatu	2,0	4,5	5,2	7,4	6,5	6,2	3,5	1,5	2,5	2,6	4,3	4,0	
Vietnam	7,4	7,8	8,4	8,2	8,5	6,3	5,3	6,8	5,9	5,1	5,9	7,5	
Europa central y oriental⁵	3,4	7,3	5,9	6,4	5,4	3,2	-3,6	4,6	5,3	2,0	2,6	3,8	
Albania	6,3	5,7	5,8	5,4	5,9	7,5	3,3	3,5	3,0	0,5	1,7	2,5	
Bosnia y Herzegovina	...	6,3	3,9	6,0	6,1	5,6	-2,9	0,7	1,3	0,0	1,0	4,0	
Bulgaria	0,6	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,7	1,0	1,5	4,5	
Croacia	4,3	4,1	4,3	4,9	5,1	2,1	-6,9	-1,4	0,0	-1,1	1,0	2,5	
Hungría	3,2	4,8	4,0	3,9	0,1	0,9	-6,8	1,3	1,7	-1,0	0,8	1,8	
Kosovo	...	2,6	3,8	3,4	6,3	6,9	2,9	3,9	5,0	3,8	4,1	4,6	
Letonia	4,8	8,9	10,1	11,2	9,6	-3,3	-17,7	-0,3	5,5	4,5	3,5	4,0	
Lituania	...	7,4	7,8	7,8	9,8	2,9	-14,8	1,4	5,9	2,7	3,0	3,6	
Macedonia, ex República Yugoslava de	1,1	4,6	4,4	5,0	6,1	5,0	-0,9	2,9	3,1	1,0	2,0	4,0	
Montenegro	...	4,4	4,2	8,6	10,7	6,9	-5,7	2,5	2,4	0,2	1,5	2,2	
Polonia	4,5	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	2,4	2,1	3,6	
Rumania	2,1	8,5	4,2	7,9	6,3	7,3	-6,6	-1,6	2,5	0,9	2,5	3,5	
Serbia	...	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-0,5	2,0	2,0	
Turquía	2,7	9,4	8,4	6,9	4,7	0,7	-4,8	9,2	8,5	3,0	3,2	4,4	

Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real¹ (conclusión)

	Promedio									Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
Oriente Medio y Norte de África	4,0	6,2	5,3	6,3	5,7	4,5	2,6	5,0	3,3	5,3	3,6	4,5
Arabia Saudita	2,2	5,3	5,6	3,2	2,0	4,2	0,1	5,1	7,1	6,0	4,2	4,2
Argelia	3,2	5,2	5,1	2,0	3,0	2,4	2,4	3,3	2,4	2,6	3,4	4,0
Bahrein	4,2	5,6	7,9	6,7	8,4	6,3	3,2	4,7	2,1	2,0	2,8	2,8
Djibouti	0,2	3,0	3,2	4,8	5,1	5,8	5,0	3,5	4,5	4,8	5,0	5,8
Egipto	4,8	4,1	4,5	6,8	7,1	7,2	4,7	5,1	1,8	2,0	3,0	6,5
Emiratos Árabes Unidos	6,1	10,1	8,6	8,8	6,5	5,3	-4,8	1,3	5,2	4,0	2,6	3,6
Irán	4,2	6,1	4,7	6,2	6,4	0,6	3,9	5,9	2,0	-0,9	0,8	2,0
Iraq	...	...	-0,7	6,2	1,5	9,5	2,9	3,0	8,9	10,2	14,7	9,4
Jordania	4,2	8,6	8,1	8,1	8,2	7,2	5,5	2,3	2,6	3,0	3,5	4,5
Kuwait	3,9	10,8	10,1	8,1	6,5	4,2	-7,8	2,5	8,2	6,3	1,9	3,9
Líbano	3,6	7,5	1,0	0,6	7,5	9,3	8,5	7,0	1,5	2,0	2,5	4,0
Libia	0,4	4,5	11,9	6,5	6,4	2,4	-1,4	3,7	-59,7	121,9	16,7	3,9
Marruecos	3,9	4,8	3,0	7,8	2,7	5,6	4,9	3,7	4,9	2,9	5,5	5,9
Mauritania	2,9	5,2	5,4	11,4	1,0	3,5	-1,2	5,1	4,0	5,3	6,9	5,5
Omán	3,2	3,4	4,0	5,5	6,7	13,1	3,9	5,0	5,4	5,0	3,9	3,7
Qatar	8,1	17,7	7,5	26,2	18,0	17,7	12,0	16,7	14,1	6,3	4,9	7,3
Siria ⁷	2,5	6,9	6,2	5,0	5,7	4,5	5,9	3,4	...	...	...	...
Sudán ⁸	14,3	6,5	3,7	11,9	12,2	2,3	4,6	2,2	-4,5	-11,2	0,0	5,0
Túnez	4,5	6,0	4,0	5,7	6,3	4,5	3,1	3,1	-1,8	2,7	3,3	6,0
Yemen	5,0	4,0	5,6	3,2	3,3	3,6	3,9	7,7	-10,5	-1,9	4,1	4,8

¹Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos de algunos países son los del ejercicio correspondiente.

²Las variaciones porcentuales se calculan a lo largo de un período de 18 meses en 2002, debido a la modificación del ciclo del ejercicio (de julio-junio a enero-diciembre).

³El dólar de Zimbabwe dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. preparadas por el personal técnico del FMI. Las estimaciones del dólar de EE.UU. del personal técnico del FMI pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades. El PIB real se calcula a precios constantes de 2009.

⁴Las cifras se basan en los datos oficiales del PBI. Las autoridades se han comprometido a mejorar la calidad de los datos oficiales sobre el PBI de Argentina, de modo tal que la provisión de dichos datos se torne consistente con el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el Convenio Constitutivo del FMI. Hasta tanto mejore la calidad de los datos reportados, el personal del FMI utilizará también otros indicadores alternativos de crecimiento del PBI para el seguimiento macroeconómico, entre los cuales se incluyen estimaciones de analistas privados, que han mostrado desde 2008 un crecimiento que, en promedio, es significativamente más bajo que el crecimiento del PBI oficial.

⁵Los datos de algunos países corresponden al producto material neto (PMN) real o son estimaciones basadas en el PMN. Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos deben interpretarse solo como indicativos del orden de magnitud, ya que en general no se dispone de datos que sean fiables y comparables. Específicamente, el crecimiento de la producción de las nuevas empresas privadas de la economía informal no se refleja enteramente en las cifras más recientes.

⁶Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

⁷No se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

⁸Los datos correspondientes a 2011 excluyen a Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.

Cuadro A5. Resumen de la inflación

(Porcentaje)

	Promedio									Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
Deflatores del PIB												
Economías avanzadas	1,7	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	0,7	1,1	1,4	1,4	1,3	1,9
Estados Unidos	1,9	2,8	3,3	3,2	2,9	2,2	0,9	1,3	2,1	1,6	1,3	2,1
Zona del euro	2,0	1,9	1,9	1,8	2,4	2,0	1,0	0,8	1,2	1,5	1,4	1,7
Japón	-0,8	-1,4	-1,3	-1,1	-0,9	-1,3	-0,5	-2,2	-2,1	-0,8	-1,0	0,7
Otras economías avanzadas ¹	2,2	2,4	2,0	2,1	2,5	3,0	0,8	2,4	2,0	1,9	2,2	2,2
Precios al consumidor												
Economías avanzadas	2,1	2,0	2,3	2,3	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	1,9	1,6	1,9
Estados Unidos	2,4	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,0	1,8	2,1
Zona del euro ²	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,3	1,6	1,7
Japón	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	1,0
Otras economías avanzadas ¹	2,3	1,7	2,1	2,1	2,1	3,8	1,4	2,4	3,4	2,3	2,2	2,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo												
Por regiones	19,8	5,9	5,8	5,6	6,5	9,3	5,1	6,1	7,2	6,1	5,8	4,6
África subsahariana	20,2	7,4	9,0	7,0	7,0	12,6	9,4	7,5	9,7	9,1	7,1	5,6
América Latina y el Caribe	25,6	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,0	6,0	6,6	6,0	5,9	5,4
Comunidad de Estados Independientes ³	62,9	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	11,2	7,2	10,1	6,8	7,7	6,8
Economías en desarrollo de Asia	6,1	4,1	3,7	4,2	5,4	7,4	3,0	5,7	6,5	5,0	4,9	3,8
Europa central y oriental	37,7	6,6	5,9	5,9	6,0	8,1	4,7	5,3	5,3	5,6	4,4	3,6
Oriente Medio y Norte de África	8,0	6,6	6,5	7,7	10,2	13,5	6,6	6,9	9,7	10,4	9,1	6,6
<i>Partida informativa</i>												
Unión Europea	4,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,6	0,9	2,0	3,1	2,5	1,8	1,9
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Combustibles	32,9	9,8	10,0	9,1	10,2	15,0	9,3	8,1	10,2	9,1	9,0	7,6
Otros productos	16,6	5,0	4,8	4,7	5,6	7,9	4,2	5,6	6,6	5,5	5,1	4,0
Productos primarios	19,9	4,4	5,5	5,4	5,6	9,7	5,7	4,7	6,9	7,0	5,5	4,2
Por fuentes de financiamiento externo												
Economías deudoras netas	22,0	5,6	5,9	5,9	6,2	9,1	7,3	7,2	7,6	7,3	6,7	4,9
Financiamiento oficial	19,8	6,2	8,2	7,7	8,1	15,2	6,7	7,0	11,2	9,3	7,3	5,6
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda												
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006–10	18,7	7,9	8,1	8,9	8,3	11,5	6,6	7,9	11,8	11,9	9,3	7,3
<i>Partida informativa</i>												
Mediana de la tasa de inflación												
Economías avanzadas	2,2	2,0	2,1	2,2	2,2	3,9	0,6	2,0	3,1	2,4	2,0	2,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	6,7	4,4	5,6	6,1	6,3	10,3	4,1	4,3	5,8	5,1	5,0	4,0

¹En este cuadro, "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón.

²Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.

³Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor*(Variación porcentual anual)*

	Promedio										Proyecciones			Fin del período ¹		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones			Proyecciones			
										2012	2013	2017	2011	2012	2013	
Economías avanzadas	2,1	2,0	2,3	2,3	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	1,9	1,6	1,9	2,5	1,7	1,7	
Estados Unidos	2,4	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,0	1,8	2,1	3,1	1,6	1,8	
Zona del euro ²	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,3	1,6	1,7	2,7	2,1	1,7	
Alemania	1,4	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	2,2	1,9	2,1	2,3	2,2	1,9	
Francia	1,5	2,1	1,8	1,7	1,5	2,8	0,1	1,5	2,1	1,9	1,0	1,9	2,1	1,9	1,0	
Italia	2,9	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	3,0	1,8	1,4	3,7	1,5	2,9	
España	3,2	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1	2,4	2,4	1,4	2,4	3,3	1,4	
Países Bajos	2,5	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	1,0	0,9	2,5	2,2	1,8	2,1	2,3	2,0	1,8	
Bélgica	1,7	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	-0,0	2,3	3,5	2,8	1,9	1,2	3,2	2,6	1,5	
Austria	1,6	2,0	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7	3,6	2,3	1,9	1,9	3,4	1,9	1,9	
Grecia	5,4	2,9	3,5	3,2	2,9	4,2	1,2	4,7	3,3	0,9	-1,1	0,6	2,2	0,4	-0,7	
Portugal	3,2	2,5	2,1	3,0	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,7	1,5	3,5	2,3	0,2	
Finlandia	1,6	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	3,3	2,9	2,3	2,0	2,6	2,6	2,3	
Irlanda	3,1	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6	1,2	1,4	1,0	1,8	1,4	1,2	1,0	
República Eslovaca	8,3	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,6	2,3	2,3	4,7	2,5	2,6	
Eslovenia	9,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,7	0,9	1,8	1,8	2,2	1,5	2,1	2,1	1,7	1,4	
Luxemburgo	1,9	3,2	3,8	3,0	2,7	4,1	0,0	2,8	3,7	2,5	2,3	2,5	3,4	1,8	2,3	
Estonia	12,9	3,0	4,1	4,4	6,6	10,4	-0,1	2,9	5,1	4,4	3,2	2,8	4,1	5,0	3,2	
Chipre	3,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	3,1	2,2	2,0	4,2	2,7	2,2	
Malta	3,0	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	2,0	2,5	3,5	2,2	2,2	1,5	3,5	2,6	
Japón	0,0	-0,0	-0,3	0,2	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	1,0	-0,3	-0,2	0,3	
Reino Unido ²	1,7	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6	2,1	3,3	4,5	2,7	1,9	1,9	4,7	2,2	1,7	
Canadá	1,8	1,8	2,2	2,0	2,1	2,4	0,3	1,8	2,9	1,8	2,0	2,0	2,7	1,7	2,0	
Corea	4,1	3,6	2,8	2,2	2,5	4,7	2,8	2,9	4,0	2,2	2,7	3,0	4,2	2,2	3,0	
Australia	2,6	2,3	2,7	3,5	2,3	4,4	1,8	2,8	3,4	2,0	2,6	2,4	3,1	3,3	1,0	
Taiwan, provincia china de	1,4	1,6	2,3	0,6	1,8	3,5	-0,9	1,0	1,4	2,5	2,0	2,0	-3,4	2,5	2,0	
Suecia	1,3	0,4	0,5	1,4	2,2	3,4	-0,5	1,2	3,0	1,4	2,0	2,0	0,4	0,9	2,0	
Hong Kong, RAE de	1,7	-0,4	0,9	2,0	2,0	4,3	0,6	2,3	5,3	3,8	3,0	3,0	5,7	3,8	3,0	
Suiza	0,9	0,8	1,2	1,1	0,7	2,4	-0,5	0,7	0,2	-0,5	0,5	1,0	-0,7	-0,5	0,5	
Singapur	1,0	1,7	0,5	1,0	2,1	6,6	0,6	2,8	5,2	4,5	4,3	2,5	5,5	3,8	4,9	
República Checa	...	2,8	1,8	2,5	2,9	6,3	1,0	1,5	1,9	3,4	2,1	2,0	2,4	3,1	2,2	
Noruega	2,2	0,5	1,5	2,3	0,7	3,8	2,2	2,4	1,3	1,0	2,2	2,5	0,2	1,7	1,8	
Israel	6,1	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,6	3,3	2,7	3,4	1,7	2,1	2,0	2,2	2,0	2,0	
Dinamarca	2,1	1,2	1,8	1,9	1,7	3,4	1,3	2,3	2,8	2,6	2,0	1,8	2,5	2,7	2,1	
Nueva Zelandia	2,0	2,3	3,0	3,4	2,4	4,0	2,1	2,3	4,0	1,9	2,4	2,0	1,8	2,4	2,5	
Islandia	3,1	3,2	4,0	6,8	5,0	12,4	12,0	5,4	4,0	5,6	4,4	2,5	5,3	5,3	3,7	
San Marino	...	1,4	1,7	2,1	2,5	4,1	2,4	2,6	2,0	3,0	2,1	1,4	2,0	1,9	1,8	
<i>Partidas informativas</i>																
Principales economías avanzadas	1,8	2,0	2,3	2,3	2,2	3,2	-0,1	1,4	2,6	1,8	1,5	1,9	2,6	1,5	1,6	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	2,8	2,4	2,2	1,6	2,2	4,5	1,3	2,3	3,6	2,7	2,7	2,7	2,3	2,6	2,9	

¹Variaciones de diciembre a diciembre. Varios países declaran variaciones de T4-T4.²Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.

Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor¹

(Variación porcentual anual)

	Promedio 1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones			Fin del período ²		
										2012	2013	2017	2011	2012	2013
África subsahariana	20,2	7,4	9,0	7,0	7,0	12,6	9,4	7,5	9,7	9,1	7,1	5,6	10,6	8,2	6,8
Angola	413,6	43,6	23,0	13,3	12,2	12,5	13,7	14,5	13,5	10,8	8,6	7,4	11,4	9,6	7,5
Benin	7,5	0,9	5,4	3,8	1,3	7,4	0,9	2,1	2,7	6,9	3,3	2,8	1,8	7,2	3,3
Botswana	8,7	7,0	8,6	11,6	7,1	12,6	8,1	6,9	8,5	7,5	6,2	5,4	9,2	6,4	6,0
Burkina Faso	5,2	-0,4	6,4	2,4	-0,2	10,7	2,6	-0,6	2,7	3,0	2,0	2,0	5,1	3,0	2,0
Burundi	14,6	11,8	1,2	9,1	14,4	26,0	4,6	4,1	14,9	14,7	8,4	5,5	14,9	14,7	8,4
Cabo Verde	3,9	-1,9	0,4	4,8	4,4	6,8	1,0	2,1	4,5	2,1	2,0	2,0	3,6	2,3	2,3
Camerún ³	6,1	0,3	2,0	4,9	1,1	5,3	3,0	1,3	2,9	3,0	3,0	2,5	2,7	3,0	3,0
Chad	7,3	-4,8	3,7	7,7	-7,4	8,3	10,1	-2,1	1,9	5,5	3,0	3,0	10,8	5,5	3,0
Comoras	5,0	4,5	3,0	3,4	4,5	4,8	4,8	3,9	6,8	5,6	3,1	3,4	7,0	4,3	2,0
Congo, República del	7,7	3,7	2,5	4,7	2,6	6,0	4,3	5,0	1,8	5,1	4,5	2,7	1,8	5,3	4,1
Congo, República Democrática del	382,7	4,0	21,4	13,2	16,7	18,0	46,2	23,5	15,5	10,4	9,5	7,2	15,4	9,9	9,0
Côte d'Ivoire	6,3	1,5	3,9	2,5	1,9	6,3	1,0	1,4	4,9	2,0	2,5	2,5	1,9	1,5	2,5
Eritrea	13,0	25,1	12,5	15,1	9,3	19,9	33,0	12,7	13,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Etiopía	3,2	3,2	11,7	13,6	17,2	44,4	8,5	8,1	33,1	22,9	10,2	9,0	35,9	16,6	9,0
Gabón	5,0	0,4	1,2	-1,4	5,0	5,3	1,9	1,4	1,3	2,3	2,6	3,0	2,3	2,3	2,6
Gambia	4,7	14,3	5,0	2,1	5,4	4,5	4,6	5,0	4,8	4,7	5,5	5,0	4,4	5,0	6,0
Ghana	27,8	12,6	15,1	10,2	10,7	16,5	19,3	10,7	8,7	9,8	10,9	7,5	8,6	11,5	9,5
Guinea	5,0	17,5	31,4	34,7	22,9	18,4	4,7	15,5	21,4	14,7	10,3	5,9	19,0	12,0	8,7
Guinea-Bissau	13,6	0,8	3,2	0,7	4,6	10,4	-1,6	1,1	5,0	5,0	2,5	2,0	3,3	3,3	1,7
Guinea Ecuatorial	9,3	4,2	5,6	4,5	2,8	4,7	8,3	6,1	6,3	5,4	7,0	6,9	6,5	7,0	7,0
Kenya	8,9	11,8	9,9	6,0	4,3	15,1	10,6	4,1	14,0	10,0	5,8	5,0	18,6	7,0	7,0
Lesotho	8,4	5,0	3,4	6,1	8,0	10,7	7,4	3,6	5,6	5,3	4,9	4,2	7,7	4,3	5,5
Liberia	...	3,6	6,9	7,2	13,7	17,5	7,4	7,3	8,5	6,6	5,4	5,0	11,4	4,9	4,7
Madagascar	15,0	14,0	18,4	10,8	10,4	9,2	9,0	9,3	10,0	6,5	7,0	5,0	7,5	7,7	7,0
Malawi	30,1	11,5	15,4	13,9	8,0	8,7	8,4	7,4	7,6	17,7	16,2	5,6	9,8	22,6	11,8
Malí	5,0	-3,1	6,4	1,5	1,5	9,1	2,2	1,3	3,1	7,2	6,2	3,5	5,3	6,4	7,6
Mauricio	6,0	4,7	4,9	8,7	8,6	9,7	2,5	2,9	6,5	4,5	5,2	4,4	4,9	4,8	5,1
Mozambique	20,6	12,6	6,4	13,2	8,2	10,3	3,3	12,7	10,4	3,0	8,6	5,6	5,5	5,5	8,2
Namibia	8,9	4,1	2,3	5,1	6,7	10,4	8,8	4,5	5,8	6,7	5,9	4,5	7,2	6,2	5,7
Níger	6,0	0,4	7,8	0,1	0,1	10,5	1,1	0,9	2,9	4,5	2,0	2,0	1,4	4,5	2,0
Nigeria	22,0	15,0	17,9	8,2	5,4	11,6	12,5	13,7	10,8	11,4	9,5	7,0	10,3	11,0	9,5
República Centroafricana	5,6	-2,2	2,9	6,7	0,9	9,3	3,5	1,5	1,2	6,8	1,6	1,8	4,3	2,9	2,3
Rwanda	13,0	12,0	9,1	8,8	9,1	15,4	10,3	2,3	5,7	7,0	6,1	5,0	8,3	6,3	5,9
Santo Tomé y Príncipe	27,6	13,3	17,2	23,1	18,6	32,0	17,0	13,3	14,3	10,5	6,2	3,0	11,9	8,3	6,0
Senegal	4,9	0,5	1,7	2,1	5,9	5,8	-1,7	1,2	3,4	2,3	2,1	2,1	2,7	2,2	2,1
Seychelles	2,5	3,9	0,6	-1,9	5,3	37,0	31,7	-2,4	2,6	7,5	4,5	3,1	5,5	7,0	3,1
Sierra Leona	15,5	14,2	12,0	9,5	11,6	14,8	9,2	17,8	18,5	13,7	7,0	5,4	16,9	11,0	7,5
Sudáfrica	7,2	1,4	3,4	4,7	7,1	11,5	7,1	4,3	5,0	5,6	5,2	4,7	6,1	5,3	5,3
Sur del Sudán	...	...	...	...	...	...	...	...	47,3	54,8	22,2	5,0	65,6	60,4	-5,9
Swazilandia	8,6	3,4	4,9	5,2	8,1	12,7	7,4	4,5	6,1	7,8	6,9	5,2	7,8	3,1	14,3
Tanzania	13,4	4,1	4,4	7,3	7,0	10,3	12,1	7,2	12,7	15,6	9,8	6,3	19,8	11,1	9,6
Togo	6,5	0,4	6,8	2,2	0,9	8,7	1,9	3,2	3,6	2,5	4,2	4,3	1,5	1,0	12,0
Uganda	4,8	3,7	8,6	7,2	6,1	12,0	13,1	4,0	18,7	14,6	6,1	5,0	27,0	7,1	5,0
Zambia	29,5	18,0	18,3	9,0	10,7	12,4	13,4	8,5	8,7	6,4	6,2	5,0	7,2	6,7	6,1
Zimbabwe ⁴	...	...	...	...	...	...	6,2	3,0	3,5	5,0	5,7	4,6	4,9	6,5	4,3

Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor¹ (continuación)

(Variación porcentual anual)

	Promedio 1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Fin del período ²					
										Proyecciones			Proyecciones		
										2012	2013	2017	2011	2012	2013
América Latina y el Caribe	25,6	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,0	6,0	6,6	6,0	5,9	5,4	6,8	5,8	5,9
Antigua y Barbuda	2,2	2,0	2,1	1,8	1,4	5,3	-0,6	3,4	3,5	3,8	3,0	2,4	4,0	3,0	3,1
Argentina ⁵	4,2	4,4	9,6	10,9	8,8	8,6	6,3	10,5	9,8	9,9	9,7	9,8	9,5	9,9	9,9
Bahamas, Las	1,7	1,2	2,0	1,8	2,5	4,4	2,1	1,0	2,5	2,0	2,0	2,0	4,0	1,5	2,0
Barbados	1,8	1,4	6,1	7,3	4,0	8,1	3,7	5,8	9,4	8,2	4,8	4,5	9,5	6,4	4,5
Belice	1,7	3,1	3,7	4,2	2,3	6,4	-1,1	0,9	1,5	2,2	2,2	2,5	2,5	1,9	2,5
Bolivia	5,5	8,1	5,2	4,1	8,7	10,3	6,5	2,5	9,9	4,8	4,7	4,0	6,9	5,0	4,5
Brasil	52,7	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,2	4,9	4,5	6,5	5,0	5,1
Chile	5,4	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	1,5	1,4	3,3	3,1	3,0	3,0	4,4	2,5	3,0
Colombia	14,2	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	4,2	2,3	3,4	3,2	2,8	3,0	3,7	2,7	3,0
Costa Rica	12,9	12,3	13,8	11,5	9,4	13,4	7,8	5,7	4,9	4,6	5,0	4,0	4,7	5,0	5,0
Dominica	1,2	2,4	1,6	2,6	3,2	6,4	0,0	2,8	1,4	2,3	2,3	2,0	2,0	3,6	1,5
Ecuador	33,0	2,7	2,1	3,3	2,3	8,4	5,2	3,6	4,5	5,1	4,3	3,0	5,4	4,6	4,5
El Salvador	4,4	4,5	4,7	4,0	4,6	7,3	0,4	1,2	3,6	4,0	2,9	2,8	5,1	3,0	2,8
Granada	1,6	2,3	3,5	4,3	3,9	8,0	-0,3	3,4	3,0	3,2	2,2	2,0	3,5	2,4	2,2
Guatemala	8,0	7,6	9,1	6,6	6,8	11,4	1,9	3,9	6,2	3,9	4,1	4,0	6,2	4,1	4,0
Guyana	6,7	4,7	6,9	6,7	12,2	8,1	3,0	3,7	5,0	3,0	5,6	4,0	3,3	4,6	6,0
Haití	19,0	28,3	16,8	14,2	9,0	14,4	3,4	4,1	7,4	6,7	5,9	3,4	10,4	6,0	5,0
Honduras	15,4	8,1	8,8	5,6	6,9	11,4	5,5	4,7	6,8	5,8	6,7	5,9	5,6	6,5	6,5
Jamaica	13,4	13,5	15,1	8,5	9,3	22,0	9,6	12,6	7,5	7,3	8,2	6,4	6,0	7,2	8,0
México	15,0	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	5,3	4,2	3,4	4,0	3,5	3,0	3,8	4,0	3,3
Nicaragua	8,2	8,5	9,6	9,7	9,3	16,8	11,6	3,0	7,4	8,2	8,3	6,9	8,0	8,0	7,5
Panamá	1,0	0,5	2,9	2,5	4,2	8,8	2,4	3,5	5,9	6,0	5,5	4,0	6,3	6,2	5,5
Paraguay	10,9	4,3	6,8	9,6	8,1	10,2	2,6	4,7	6,6	5,0	5,0	4,1	4,9	5,0	5,0
Perú	7,2	3,7	1,6	2,0	1,8	5,8	2,9	1,5	3,4	3,7	2,5	2,0	4,7	3,0	2,0
República Dominicana	9,3	51,5	4,2	7,6	6,1	10,6	1,4	6,3	8,5	4,1	4,8	4,0	7,8	4,5	5,0
Saint Kitts y Nevis	3,1	2,2	3,4	8,5	4,5	5,3	2,1	0,6	7,1	2,5	2,5	2,5	2,9	1,9	2,5
San Vicente y las Granadinas	1,3	2,9	3,4	3,0	7,0	10,1	0,4	0,8	3,2	2,6	1,7	2,5	4,7	0,8	2,6
Santa Lucía	2,6	1,5	3,9	3,6	2,8	5,5	-0,2	3,3	2,8	3,2	2,8	3,0	4,8	2,2	2,9
Suriname	62,0	9,1	9,6	11,1	6,6	15,0	-0,0	6,9	17,7	6,2	5,5	4,0	15,3	5,7	5,0
Trinidad y Tabago	4,2	3,7	6,9	8,3	7,9	12,0	7,0	10,5	5,1	10,0	6,5	4,0	5,3	9,0	4,0
Uruguay	18,6	9,2	4,7	6,4	8,1	7,9	7,1	6,7	8,1	7,9	7,6	6,0	8,6	8,0	7,3
Venezuela	39,1	21,7	16,0	13,7	18,7	30,4	27,1	28,2	26,1	23,2	28,8	27,3	27,6	22,0	29,2
Comunidad de Estados Independientes^{6,7}	62,9	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	11,2	7,2	10,1	6,8	7,7	6,8	9,2	7,4	7,4
Rusia	57,5	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	11,7	6,9	8,4	5,1	6,6	6,5	6,1	6,7	6,5
Excluido Rusia	79,1	9,1	10,6	8,8	11,6	19,5	10,1	7,9	14,0	10,8	10,2	7,6	17,0	9,2	9,6
Armenia	72,9	7,0	0,6	3,0	4,6	9,0	3,5	7,3	7,7	2,8	4,2	4,0	4,7	2,8	4,0
Azerbaiyán	62,4	6,7	9,7	8,4	16,6	20,8	1,6	5,7	7,9	3,0	6,0	5,0	5,6	6,5	5,5
Belarús	175,7	18,1	10,3	7,0	8,4	14,8	13,0	7,7	53,2	60,2	30,6	17,4	108,7	27,6	29,8
Georgia	...	5,7	8,2	9,2	9,2	10,0	1,7	7,1	8,5	0,2	5,5	6,0	2,0	3,0	6,0
Kazakstán	59,9	6,9	7,5	8,6	10,8	17,1	7,3	7,1	8,3	5,0	6,6	6,0	7,4	5,7	6,6
Moldova	34,6	12,4	11,9	12,7	12,4	12,7	0,0	7,4	7,6	5,1	5,0	5,0	7,8	5,0	5,0
Mongolia	24,2	7,9	12,5	4,5	8,2	26,8	6,3	10,2	7,7	14,1	11,7	7,0	9,4	12,9	10,4
República Kirguisa	29,4	4,1	4,3	5,6	10,2	24,5	6,8	7,8	16,6	2,9	9,4	5,9	5,7	8,0	7,5
Tayikistán	105,9	7,2	7,3	10,0	13,2	20,4	6,5	6,5	12,4	6,0	8,1	7,0	9,3	6,5	8,0
Turkmenistán	146,2	5,9	10,7	8,2	6,3	14,5	-2,7	4,4	5,3	4,3	6,0	7,0	5,6	5,0	7,0
Ucrania	70,2	9,0	13,5	9,1	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0	2,0	7,4	5,0	4,6	6,0	5,9
Uzbekistán	91,6	6,6	10,0	14,2	12,3	12,7	14,1	9,4	12,8	12,9	10,7	11,0	13,3	11,0	11,0

Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor¹ (continuación)

(Variación porcentual anual)

	Promedio 1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones			Fin del período ²		
										2012	2013	2017	2011	2012	2013
Economías en desarrollo de Asia	6,1	4,1	3,7	4,2	5,4	7,4	3,0	5,7	6,5	5,0	4,6	3,6	5,2	5,3	3,9
Afganistán	...	13,2	12,3	5,1	13,0	26,8	-12,2	7,7	11,2	4,5	5,0	5,0	7,7	5,0	5,0
Bangladesh	5,2	6,1	7,0	6,8	9,1	8,9	5,4	8,1	10,7	10,4	7,9	4,8	10,6	9,6	6,8
Bhután	6,1	4,6	5,3	5,0	5,2	8,3	4,4	7,0	8,6	8,4	7,3	5,5	6,8	8,5	6,3
Brunei Darussalam	1,1	0,9	1,1	0,2	1,0	2,1	1,0	0,4	2,0	1,6	1,4	1,3	1,8	1,6	1,4
Camboya	5,3	3,9	6,3	6,1	7,7	25,0	-0,7	4,0	5,5	4,0	3,6	5,7	4,9	5,5	4,6
China	4,9	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	3,3	3,0	3,0	4,1	3,5	2,5
Fiji	2,7	2,8	2,3	2,5	4,8	7,7	3,7	5,5	8,6	4,9	4,5	3,5	7,0	4,8	4,5
Filipinas	6,3	4,8	6,6	5,5	2,9	8,2	4,2	3,8	4,7	3,5	4,5	4,0	4,2	4,6	4,0
India	7,0	3,9	4,0	6,3	6,4	8,3	10,9	12,0	8,9	10,2	9,6	5,0	6,5	13,0	9,3
Indonesia	13,7	6,1	10,5	13,1	6,7	9,8	4,8	5,1	5,4	4,4	5,1	4,0	3,8	5,0	5,1
Islas Salomón	9,7	6,9	7,5	11,2	7,7	17,3	7,1	0,9	7,4	6,6	3,3	4,3	9,4	4,6	4,5
Kiribati	2,5	-0,9	-0,3	-1,5	4,2	11,0	8,8	-2,8	2,8	2,5	3,0	2,5	2,8	2,5	3,0
Malasia	2,7	1,4	3,0	3,6	2,0	5,4	0,6	1,7	3,2	2,0	2,4	2,5	3,0	2,0	2,4
Maldivas	2,1	6,3	2,5	3,5	7,4	12,3	4,0	4,7	14,1	12,3	8,3	3,0	20,8	8,0	8,0
Myanmar	...	3,8	10,7	26,3	32,9	22,5	8,2	8,2	4,0	5,8	6,5	5,0	5,0	5,6	5,3
Nepal	6,5	4,0	4,5	8,0	6,2	6,7	12,6	9,5	9,6	8,3	8,0	6,5	9,7	11,5	7,3
Pakistán	7,3	4,0	9,3	8,0	7,8	10,8	17,6	10,1	13,7	11,0	10,4	13,0	13,3	11,3	11,8
Papua Nueva Guinea	11,5	2,1	1,8	2,4	0,9	10,8	6,9	6,0	8,4	6,8	6,7	6,5	6,9	6,8	6,7
República Democrática Popular Lao	29,7	10,5	7,2	6,8	4,5	7,6	0,0	6,0	7,6	5,1	6,8	4,2	7,7	5,3	6,2
Samoa	4,0	7,8	7,8	3,5	4,7	6,3	14,6	-0,2	2,9	6,2	2,0	4,0	2,9	5,5	4,0
Sri Lanka	9,4	9,0	11,0	10,0	15,8	22,4	3,5	6,2	6,7	7,9	8,0	6,0	4,9	10,1	7,2
Tailandia	3,6	2,8	4,5	4,6	2,2	5,5	-0,8	3,3	3,8	3,2	3,3	2,7	3,5	4,7	1,9
Timor-Leste	...	3,2	1,1	3,9	10,3	9,0	0,7	6,8	13,5	12,0	8,0	8,0	17,4	9,0	8,0
Tonga	5,1	10,8	8,5	6,1	7,4	7,4	3,5	3,9	5,3	4,5	5,3	6,0	5,4	4,5	6,0
Tuvalu	...	2,4	3,2	4,2	2,3	10,4	-0,3	-1,9	0,5	2,6	2,7	2,7	...	...	...
Vanuatu	2,5	1,4	1,2	2,0	3,9	4,8	4,3	2,8	0,9	2,0	3,0	3,0	1,2	2,2	3,0
Vietnam	5,1	7,9	8,4	7,5	8,3	23,1	6,7	9,2	18,7	8,1	6,2	5,0	18,1	4,5	5,6
Europa central y oriental³	37,7	6,6	5,9	5,9	6,0	8,1	4,7	5,3	5,3	5,6	4,4	3,6	6,4	4,8	4,0
Albania	10,3	2,9	2,4	2,4	2,9	3,4	2,2	3,6	3,4	2,0	3,0	3,0	1,7	3,0	3,0
Bosnia y Herzegovina	...	0,3	3,6	6,1	1,5	7,4	-0,4	2,1	3,7	2,2	2,1	2,4	2,7	2,2	2,1
Bulgaria	62,5	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	3,4	1,9	2,3	3,0	2,0	2,1	2,5
Croacia	10,4	2,0	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1,0	2,3	3,0	3,0	3,0	2,0	3,7	3,0
Hungría	14,0	6,8	3,6	3,9	7,9	6,1	4,2	4,9	3,9	5,6	3,5	3,0	4,1	5,4	3,5
Kosovo	...	-1,1	-1,4	0,6	4,4	9,4	-2,4	3,5	7,3	0,6	1,2	1,3	3,6	1,0	1,9
Letonia	9,8	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,4	2,2	2,2	3,9	2,1	2,0
Lituania	...	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	2,4	2,4	3,5	3,4	2,3
Macedonia, ex República Yugoslava de	12,4	-0,4	0,5	3,2	2,3	8,4	-0,8	1,5	3,9	2,0	2,0	2,0	2,8	2,0	2,0
Montenegro	...	3,1	3,4	2,1	3,5	9,0	3,6	0,7	3,1	3,4	3,0	3,4	2,8	3,8	2,9
Polonia	12,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	2,5	4,3	3,9	2,7	2,5	4,6	3,2	2,5
Rumania	53,2	11,9	9,0	6,6	4,8	7,8	5,6	6,1	5,8	2,9	3,2	2,6	3,1	3,6	3,2
Serbia	...	10,6	16,2	10,7	6,9	12,4	8,1	6,2	11,1	5,9	7,5	3,7	7,0	8,6	5,0
Turquía	67,3	8,6	8,2	9,6	8,8	10,4	6,3	8,6	6,5	8,7	6,5	5,0	10,4	6,5	5,7

Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor¹ (conclusión)

(Variación porcentual anual)

	Promedio 1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones			Fin del período ²		
										2012	2013	2017	2011	2012	2013
Oriente Medio y Norte de África	8,0	6,6	6,5	7,7	10,2	13,5	6,6	6,9	9,7	10,4	9,1	6,6	10,1	9,2	8,9
Arabia Saudita	0,4	0,4	0,6	2,3	4,1	9,9	5,1	5,4	5,0	4,9	4,6	4,0	5,3	4,7	4,0
Argelia	9,4	3,6	1,6	2,3	3,6	4,9	5,7	3,9	4,5	8,4	5,0	4,0	5,2	6,3	5,0
Bahrein	0,9	2,2	2,6	2,0	3,3	3,5	2,8	2,0	-0,4	0,6	2,0	2,0	0,2	3,0	2,0
Djibouti	2,5	3,1	3,1	3,5	5,0	12,0	1,7	4,0	5,1	4,7	2,4	2,4	7,6	2,4	1,3
Egipto	5,1	8,1	8,8	4,2	11,0	11,7	16,2	11,7	11,1	8,6	10,7	6,5	11,8	7,3	12,3
Emiratos Árabes Unidos	3,0	5,0	6,2	9,3	11,1	12,3	1,6	0,9	0,9	0,7	1,6	2,1	0,8	1,1	1,7
Irán	21,4	15,3	10,4	11,9	18,4	25,4	10,8	12,4	21,5	25,2	21,8	15,5	21,8	22,0	20,3
Iraq	...	...	37,0	53,2	30,8	2,7	-2,2	2,4	5,6	6,0	5,5	4,0	6,0	6,0	5,5
Jordania	2,5	3,4	3,5	6,3	4,7	13,9	-0,7	5,0	4,4	4,5	3,9	3,0	3,3	4,4	4,2
Kuwait	1,7	1,3	4,1	3,1	5,5	10,6	4,0	4,0	4,7	4,3	4,1	4,1	4,7	4,3	4,1
Líbano	4,1	1,7	-0,7	5,6	4,1	10,8	1,2	4,5	5,0	6,5	5,7	2,0	3,1	10,1	2,0
Libia	0,7	1,3	2,7	1,5	6,2	10,4	2,4	2,5	15,9	10,0	0,9	4,0	26,6	-1,7	3,1
Mauritania	4,9	10,4	12,1	6,2	7,3	7,5	2,1	6,3	5,7	5,9	6,1	5,1	5,5	6,0	6,3
Marruecos	2,5	1,5	1,0	3,3	2,0	3,9	1,0	1,0	0,9	2,2	2,5	2,6	0,9	2,5	2,5
Omán	-0,3	0,7	1,9	3,4	5,9	12,6	3,5	3,3	4,0	3,2	3,0	3,3	3,3	4,7	3,0
Qatar	2,5	6,8	8,8	11,8	13,8	15,0	-4,9	-2,4	1,9	2,0	3,0	4,0	1,9	2,0	3,0
Siria ⁸	3,2	4,4	7,2	10,4	4,7	15,2	2,8	4,4	...	...	...	...	...	...	...
Sudán ⁹	36,4	8,4	8,5	7,2	8,0	14,3	11,3	13,0	18,3	28,6	17,0	6,8	18,9	28,6	17,0
Túnez	3,5	3,6	2,0	4,1	3,4	4,9	3,5	4,4	3,5	5,0	4,0	3,5	3,5	5,0	4,0
Yemen	22,6	12,5	9,9	10,8	7,9	19,0	3,7	11,2	19,5	15,0	12,7	7,1	23,2	14,0	11,5

¹En conformidad con la práctica habitual de *Perspectivas de la economía mundial*, las variaciones de los precios al consumidor se indican el año transcurrido de diciembre a diciembre, como se suele hacer en algunos países. Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos de algunos países son los del ejercicio correspondiente.

²Variaciones de diciembre a diciembre. Varios países declaran variaciones de T4-T4.

³Las variaciones porcentuales para 2002 se calcularon usando un período de 18 meses debido a una modificación del ciclo del año fiscal (de julio-junio a enero-diciembre).

⁴El dólar de Zimbabwe dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. preparadas por el personal técnico del FMI. Las estimaciones del personal técnico del FMI del dólar de EE.UU. pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades.

⁵Las cifras se basan en los datos oficiales del IPC. Las autoridades se han comprometido a mejorar la calidad de los datos oficiales sobre el IPC-GBA de Argentina, de modo tal que la provisión de dichos datos se torne consistente con el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el Convenio Constitutivo del FMI. Hasta tanto mejore la calidad de los datos reportados, el personal del FMI utilizará también otros indicadores alternativos de inflación para el seguimiento macroeconómico, entre los cuales se incluyen estimaciones de analistas privados, que han mostrado que la inflación desde 2007 es, en promedio, significativamente más alta que los datos oficiales reportados para la inflación.

⁶Para muchos países se ha utilizado el índice de precios al por menor para medir la inflación en los primeros años. En los últimos años, se han utilizado en general los índices de precios al consumidor, cuya cobertura es más amplia y actualizada.

⁷Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

⁸No se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

⁹Los datos correspondientes a 2011 excluyen a Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.

Cuadro A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general¹

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	Promedio							Proyecciones		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
Principales economías avanzadas										
Préstamo neto/endeudamiento neto	...	-2,2	-2,1	-4,5	-10,1	-9,0	-7,8	-7,2	-6,1	-3,3
Brecha del producto ²	0,7	1,3	1,6	-0,3	-5,1	-3,5	-3,3	-3,2	-3,1	-0,3
Saldo estructural ²	...	-2,9	-2,9	-4,2	-6,6	-7,0	-6,3	-5,6	-4,6	-3,1
Estados Unidos										
Préstamo neto/endeudamiento neto	...	-2,0	-2,7	-6,7	-13,3	-11,2	-10,1	-8,7	-7,3	-4,4
Brecha del producto ²	1,6	1,8	1,4	-0,9	-5,6	-4,5	-4,4	-4,1	-4,0	-0,2
Saldo estructural ²	...	-2,7	-3,3	-5,5	-8,4	-8,7	-7,9	-6,8	-5,5	-4,2
Deuda neta	43,4	48,6	48,2	53,8	65,8	73,2	80,3	83,8	87,7	89,4
Deuda bruta	62,7	66,6	67,2	76,1	89,7	98,6	102,9	107,2	111,7	114,0
Zona del euro										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-2,4	-1,3	-0,7	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,3	-2,6	-0,8
Brecha del producto ²	0,0	1,4	2,7	1,7	-3,5	-2,3	-1,4	-2,4	-2,7	-0,4
Saldo estructural ²	-2,6	-2,4	-2,3	-2,9	-4,4	-4,2	-3,4	-2,1	-1,0	-0,5
Deuda neta	55,3	54,3	52,0	54,1	62,4	65,5	68,0	73,4	74,8	71,9
Deuda bruta	70,6	68,6	66,4	70,2	80,0	85,4	88,0	93,6	94,9	89,5
Alemania³										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-2,6	-1,6	0,2	-0,1	-3,2	-4,1	-0,8	-0,4	-0,4	0,0
Brecha del producto ²	-0,6	1,0	2,7	2,3	-3,7	-1,2	0,6	0,2	-0,2	0,0
Saldo estructural ^{2,4}	-2,5	-2,3	-1,1	-0,9	-1,2	-2,3	-0,9	-0,5	-0,3	0,0
Deuda neta	45,2	53,0	50,5	50,2	57,0	56,2	55,3	58,4	57,5	56,2
Deuda bruta	61,9	67,9	65,4	66,9	74,7	82,4	80,6	83,0	81,5	73,7
Francia										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-2,9	-2,4	-2,8	-3,3	-7,6	-7,1	-5,2	-4,7	-3,5	0,0
Brecha del producto ²	0,0	0,0	0,7	-0,6	-4,6	-3,8	-2,7	-3,0	-3,3	-0,6
Saldo estructural ^{2,4}	-2,8	-2,2	-3,0	-3,0	-4,7	-4,6	-3,5	-2,8	-1,4	0,4
Deuda neta	53,9	59,6	59,6	62,3	72,0	76,1	78,8	83,7	85,9	80,2
Deuda bruta	60,4	64,1	64,2	68,2	79,2	82,3	86,0	90,0	92,1	86,5
Italia										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-3,4	-3,4	-1,6	-2,7	-5,4	-4,5	-3,8	-2,7	-1,8	-0,7
Brecha del producto ²	0,6	2,0	2,8	1,0	-4,5	-2,9	-2,3	-4,2	-4,9	-1,4
Saldo estructural ^{2,5}	-4,4	-4,1	-3,3	-3,5	-3,6	-3,3	-3,4	-0,6	0,6	0,0
Deuda neta	94,8	89,3	86,9	88,8	97,2	99,1	99,6	103,1	103,9	98,7
Deuda bruta	110,0	106,1	103,1	105,7	116,0	118,6	120,1	126,3	127,8	120,6
Japón										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-6,4	-3,7	-2,1	-4,1	-10,4	-9,4	-9,8	-10,0	-9,1	-5,8
Brecha del producto ²	-0,9	-0,5	0,5	-1,3	-7,0	-3,0	-4,0	-2,2	-1,5	0,0
Saldo estructural ²	-6,2	-3,5	-2,2	-3,5	-7,4	-7,9	-8,3	-9,1	-8,6	-5,8
Deuda neta	60,3	81,0	80,5	95,3	106,2	112,8	126,4	135,4	144,7	158,7
Deuda bruta ⁶	144,9	186,0	183,0	191,8	210,2	215,3	229,6	236,6	245,0	250,3
Reino Unido										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-1,4	-2,7	-2,8	-5,1	-10,4	-9,9	-8,5	-8,2	-7,3	-1,7
Brecha del producto ²	1,1	2,6	3,6	1,7	-2,1	-1,8	-2,6	-4,2	-4,4	-1,4
Saldo estructural ²	-2,0	-4,7	-5,2	-7,2	-9,7	-8,5	-6,6	-5,4	-4,0	-0,5
Deuda neta	37,2	37,8	38,0	45,8	60,6	71,0	76,6	83,7	88,2	88,7
Deuda bruta	42,3	43,0	43,7	52,2	68,0	75,0	81,8	88,7	93,3	93,7
Canadá										
Préstamo neto/endeudamiento neto	0,5	1,6	1,4	-0,4	-4,9	-5,6	-4,4	-3,8	-3,0	-0,7
Brecha del producto ²	0,5	1,7	1,7	0,2	-4,0	-2,4	-1,7	-1,7	-1,6	0,0
Saldo estructural ²	0,3	0,8	0,5	-0,6	-2,5	-4,1	-3,4	-2,9	-2,1	-0,7
Deuda neta	48,9	26,3	22,9	22,4	28,3	30,4	33,1	35,8	37,5	36,3
Deuda bruta	85,1	70,3	66,5	71,3	83,3	85,1	85,4	87,5	87,8	78,1

Nota: La metodología y los supuestos específicos para cada país se analizan en el recuadro A1 del apéndice estadístico. Los datos fiscales compuestos de los grupos de países se calculan como la suma de los valores individuales de los respectivos países en dólares de EE.UU.

¹Los datos de la deuda se refieren al final del año. No siempre es posible comparar los datos de la deuda de los distintos países.

²Porcentaje del PIB potencial.

³A partir de 1995, el gobierno general se hizo cargo de las obligaciones de amortización y servicio de la deuda del Fondo Fiduciario Alemán (y de varios otros organismos). Esta deuda es equivalente al 8% del PIB, y el correspondiente servicio de la deuda representa entre 0,5% y 1% del PIB.

⁴No incluye ingresos de carácter excepcional provenientes de transacciones de activos sustanciales, incluidas las licencias.

⁵Excluye las medidas excepcionales basadas en los datos de las autoridades y, cuando no se dispone de datos, los ingresos provenientes de la venta de activos.

⁶Incluye las participaciones de capital.

Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial*(Variación porcentual anual)*

	Promedios										Proyecciones	
	1994–2003	2004–13	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Comercio de bienes y servicios												
Comercio mundial¹												
Volumen	6,9	5,2	10,7	7,7	9,2	7,8	3,0	-10,4	12,6	5,8	3,2	4,5
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	0,2	4,1	9,6	5,6	5,3	7,7	11,3	-10,8	5,6	11,2	-1,9	-0,5
En DEG	0,2	3,3	3,7	5,6	5,8	3,5	7,8	-8,5	6,8	7,5	1,7	0,2
Volumen del comercio												
Exportaciones												
Economías avanzadas	6,2	4,3	9,4	6,3	8,7	6,7	2,2	-11,3	12,0	5,3	2,2	3,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,4	7,0	13,4	11,3	11,0	9,9	3,9	-7,6	13,7	6,5	4,0	5,7
Importaciones												
Economías avanzadas	7,0	3,7	9,3	6,4	7,7	5,3	1,0	-11,9	11,4	4,4	1,7	3,3
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	7,2	9,1	16,1	12,1	12,3	14,9	8,6	-8,3	14,9	8,8	7,0	6,6
Términos de intercambio												
Economías avanzadas	0,2	-0,5	-0,4	-1,5	-1,1	0,4	-1,8	2,4	-0,9	-1,6	-0,8	0,1
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	0,7	1,8	3,5	5,5	3,4	1,7	3,3	-4,8	2,3	3,5	0,5	-0,4
Comercio de bienes												
Comercio mundial¹												
Volumen	7,1	5,2	10,6	7,7	9,1	7,2	2,5	-11,5	14,1	6,3	3,4	4,6
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	0,2	4,3	9,5	5,8	5,9	7,9	12,1	-12,0	6,6	12,6	-2,1	-0,7
En DEG	0,2	3,5	3,5	6,0	6,4	3,8	8,6	-9,8	7,8	8,8	1,5	0,0
Precios del comercio mundial en dólares de EE.UU.²												
Manufacturas	0,0	2,3	4,8	2,8	2,5	5,6	6,2	-6,6	2,7	6,5	-0,5	-0,3
Petróleo	5,6	13,8	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	2,1	-1,0
Productos primarios no combustibles	-0,3	7,4	15,2	6,1	23,2	14,1	7,5	-15,7	26,3	17,8	-9,5	-2,9
Alimentos	-0,8	6,9	14,0	-0,9	10,5	15,2	23,4	-14,7	11,5	19,7	-1,1	-2,0
Bebidas	1,2	6,3	-0,9	18,1	8,4	13,8	23,3	1,6	14,1	16,6	-20,1	-4,4
Materias primas agrícolas	-1,0	3,2	4,1	0,5	8,8	5,0	-0,8	-17,0	33,2	22,7	-12,9	-2,1
Metales	1,4	11,7	34,6	22,4	56,2	17,4	-7,8	-19,2	48,2	13,5	-16,5	-4,5
Precios del comercio mundial en DEG²												
Manufacturas	0,0	1,5	-0,9	3,0	2,9	1,5	2,8	-4,3	3,8	3,0	3,2	0,5
Petróleo	5,5	12,9	23,6	41,6	21,0	6,4	32,1	-34,8	29,3	27,2	5,8	-0,3
Productos primarios no combustibles												
combustibles	-0,4	6,6	9,0	6,3	23,8	9,6	4,1	-13,6	27,7	13,8	-6,2	-2,2
Alimentos	-0,9	6,1	7,8	-0,7	11,0	10,7	19,5	-12,6	12,7	15,7	2,6	-1,3
Bebidas	1,2	5,5	-6,3	18,3	8,8	9,4	19,4	4,1	15,4	12,7	-17,2	-3,7
Materias primas agrícolas	-1,1	2,4	-1,6	0,8	9,3	0,9	-3,9	-14,9	34,7	18,6	-9,7	-1,4
Metales	1,4	10,8	27,3	22,7	56,9	12,8	-10,7	-17,2	49,8	9,7	-13,4	-3,8
Precios del comercio mundial en euros²												
Manufacturas	0,3	1,4	-4,7	2,6	1,7	-3,2	-1,1	-1,3	7,8	1,6	9,4	1,9
Petróleo	6,0	12,8	18,9	41,0	19,5	1,4	27,1	-32,7	34,3	25,5	12,2	1,2
Productos primarios no combustibles	0,0	6,4	4,8	5,9	22,3	4,5	0,1	-10,9	32,6	12,3	-0,5	-0,8
Alimentos	-0,5	6,0	3,7	-1,1	9,6	5,6	14,9	-9,8	17,0	14,1	8,7	0,2
Bebidas	1,6	5,3	-9,9	17,8	7,5	4,2	14,8	7,3	19,8	11,2	-12,2	-2,3
Materias primas agrícolas	-0,7	2,3	-5,3	0,3	8,0	-3,8	-7,6	-12,3	39,9	17,0	-4,3	0,1
Metales	1,8	10,7	22,4	22,2	55,0	7,8	-14,1	-14,6	55,5	8,3	-8,2	-2,4

Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial (conclusión)

(Variación porcentual anual)

	Promedios										Proyecciones	
	1994–2003	2004–13	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Comercio de bienes												
Volumen del comercio												
Exportaciones												
Economías avanzadas	6,4	4,1	9,0	5,8	8,6	5,8	1,7	-13,2	14,1	5,7	2,4	3,5
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,6	6,7	12,4	11,2	10,5	9,0	3,8	-8,0	14,0	6,6	4,0	5,6
Exportadoras de combustibles	4,4	3,4	10,5	6,7	3,9	4,3	3,1	-6,8	4,4	3,6	2,8	2,7
Exportadoras de otros productos	10,4	8,0	13,1	12,8	13,3	11,1	4,0	-8,6	17,7	7,7	4,6	6,9
Importaciones												
Economías avanzadas	7,2	3,8	9,6	6,7	7,9	4,9	0,4	-12,9	13,4	4,9	1,7	3,7
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	7,3	9,0	16,4	11,9	11,6	14,4	8,1	-9,5	15,6	9,8	7,4	6,9
Exportadoras de combustibles	4,7	10,0	16,3	15,4	12,5	23,4	14,6	-12,4	8,0	9,9	9,6	6,3
Exportadoras de otros productos	8,0	8,8	16,5	11,2	11,5	12,5	6,6	-8,8	17,5	9,8	6,9	7,1
Deflactor de precios en DEG												
Exportaciones												
Economías avanzadas	-0,2	2,2	2,1	3,5	4,3	3,7	5,3	-7,0	4,7	6,5	-0,4	-0,1
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	2,0	6,7	8,6	13,8	11,4	5,4	14,4	-14,0	13,8	12,3	4,0	-0,1
Exportadoras de combustibles	5,0	11,0	15,7	31,3	19,0	7,8	25,5	-26,4	23,4	23,9	4,2	-1,1
Exportadoras de otros productos	0,9	5,0	6,1	7,3	8,1	4,3	9,7	-8,0	10,0	9,1	3,9	0,4
Importaciones												
Economías avanzadas	-0,3	2,7	2,8	5,1	5,6	3,0	7,7	-10,4	5,8	8,4	0,6	-0,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	1,2	4,7	4,3	6,9	7,6	3,7	10,0	-9,0	10,9	8,6	3,5	0,7
Exportadoras de combustibles	0,5	4,4	3,1	7,8	8,4	4,3	8,9	-5,1	7,7	6,3	2,8	0,2
Exportadoras de otros productos	1,4	4,7	4,6	6,7	7,4	3,5	11,5	-10,0	11,7	9,1	3,6	0,8
Términos de intercambio												
Economías avanzadas	0,1	-0,5	-0,7	-1,5	-1,3	0,7	-2,2	3,8	-1,1	-1,8	-1,0	0,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	0,8	2,0	4,1	6,5	3,5	1,6	3,0	-5,5	2,6	4,3	0,5	-0,8
Por regiones												
África subsahariana	...	3,5	4,4	10,0	7,3	4,8	9,1	-13,0	10,1	9,4	-2,8	-1,8
América Latina y el Caribe	1,1	2,8	6,0	5,2	6,7	1,8	3,5	-7,9	10,7	7,8	-3,1	-0,8
Comunidad de Estados Independientes ³	2,7	5,4	11,9	14,8	8,7	2,4	14,5	-19,0	12,8	11,9	1,6	-0,5
Economías en desarrollo de Asia	-1,3	-0,6	0,7	-0,6	-0,1	0,6	-3,2	4,7	-6,0	-1,8	0,6	-0,3
Europa central y oriental	0,6	-0,1	1,1	-0,1	-4,0	1,6	-2,8	2,4	-2,0	-1,3	4,9	0,0
Oriente Medio y Norte de África	4,2	5,7	9,1	22,8	7,5	2,2	12,7	-18,9	12,6	15,0	1,5	-1,6
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Exportadoras de combustibles	4,4	6,4	12,3	21,8	9,7	3,4	15,2	-22,4	14,6	16,6	1,3	-1,3
Exportadoras de otros productos	-0,4	0,2	1,5	0,6	0,6	0,7	-1,6	2,2	-1,5	0,0	0,3	-0,4
<i>Partida informativa</i>												
Exportaciones mundiales en miles de millones de dólares de EE.UU.												
Bienes y servicios	7.227	17.926	11.401	12.951	14.924	17.376	19.870	15.888	18.899	22.231	22.419	23.303
Bienes	5.830	14.490	9.148	10.433	12.069	13.984	16.053	12.499	15.207	18.177	18.329	18.999
Precio medio del petróleo ⁴	5,6	13,8	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	2,1	-1,0
En dólares de EE.UU. el barril	21,03	77,96	37,76	53,35	64,27	71,13	97,04	61,78	79,03	104,01	106,18	105,10
Valor unitario de la exportación de manufacturas ⁵	0,0	2,3	4,8	2,8	2,5	5,6	6,2	-6,6	2,7	6,5	-0,5	-0,3

¹Promedio de la variación porcentual anual de las exportaciones e importaciones mundiales.

²Representados, respectivamente, por el índice de valor unitario de exportación, en el caso de las manufacturas de las economías avanzadas y que representa el 83% de las ponderaciones de las economías avanzadas (exportaciones de bienes); por el precio promedio de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate, y por los precios promedios del mercado mundial de los productos primarios no combustibles ponderados por su participación en la exportación mundial de productos de 2002–04.

³Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

⁴Variación porcentual del promedio de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate.

⁵Variación porcentual de las manufacturas exportadas por las economías avanzadas.

Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
Economías avanzadas	-209,6	-383,8	-426,1	-317,7	-482,1	-71,1	-20,5	-93,3	-165,0	-130,4	-185,1
Estados Unidos	-628,5	-745,8	-800,6	-710,3	-677,1	-381,9	-442,0	-465,9	-486,5	-499,2	-687,9
Zona del euro ^{1,2}	121,7	51,4	53,7	45,6	-99,8	18,2	48,8	56,6	136,0	151,7	237,4
Japón	172,1	166,1	170,9	212,1	159,9	146,6	204,0	119,3	95,4	137,8	127,6
Otras economías avanzadas ³	125,1	144,5	149,9	134,9	135,0	146,1	168,6	196,8	90,1	79,3	137,7
<i>Partida informativa</i>											
Economías asiáticas recientemente industrializadas	87,1	83,2	99,0	128,3	86,5	123,8	137,2	138,0	121,0	123,3	136,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	206,4	416,9	639,5	629,6	673,7	291,8	336,2	481,2	361,8	310,1	258,3
Por regiones											
África subsahariana	-8,2	-1,4	28,5	10,8	-2,5	-28,3	-13,1	-20,6	-41,0	-45,7	-70,4
América Latina y el Caribe	22,1	35,9	48,7	13,2	-32,2	-21,9	-57,4	-73,7	-97,1	-111,2	-180,7
Comunidad de Estados Independientes ⁴	63,5	87,6	96,3	71,5	107,7	41,6	71,9	111,8	110,4	82,5	-31,4
Economías en desarrollo de Asia	92,4	141,2	268,3	399,9	405,8	296,9	233,6	188,2	118,6	149,6	466,9
Europa central y oriental	-55,1	-61,3	-89,0	-136,3	-159,9	-49,5	-81,4	-116,6	-90,6	-94,6	-145,9
Oriente Medio y Norte de África	91,7	214,9	286,7	270,4	354,8	52,9	182,5	392,1	361,4	329,5	219,6
<i>Partida informativa</i>											
Unión Europea	66,8	7,9	-27,5	-61,7	-171,6	-0,2	5,7	34,5	82,4	111,0	232,5
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Combustibles	175,5	354,7	482,1	435,8	596,4	148,3	331,4	612,4	577,6	515,1	250,3
Otros productos	30,9	62,3	157,4	193,8	77,3	143,4	4,8	-131,1	-215,8	-205,1	8,0
Productos primarios	-1,2	-3,2	6,5	5,2	-17,0	-8,7	-8,7	-22,6	-35,5	-33,5	-25,9
Por fuentes de financiamiento externo											
Economías deudoras netas	-61,2	-89,6	-119,2	-229,2	-375,8	-190,7	-282,2	-364,8	-399,3	-417,8	-539,7
Financiamiento oficial	-5,2	-6,0	-3,5	-5,1	-12,3	-9,0	-11,0	-13,0	-18,1	-14,8	-19,2
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006-10	-3,7	-5,4	-4,1	-14,1	-27,4	-23,5	-33,5	-42,8	-50,5	-48,2	-60,5
Mundo¹	-3,2	33,2	213,4	311,9	191,6	220,7	315,7	387,9	196,8	179,6	73,1

Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente (conclusión)

(Porcentaje del PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
Economías avanzadas	-0,6	-1,1	-1,2	-0,8	-1,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4
Estados Unidos	-5,3	-5,9	-6,0	-5,1	-4,7	-2,7	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1	-3,5
Zona del euro ^{1,2}	1,2	0,5	0,5	0,4	-0,7	0,1	0,4	0,4	1,1	1,3	1,8
Japón	3,7	3,6	3,9	4,9	3,3	2,9	3,7	2,0	1,6	2,3	1,9
Otras economías avanzadas ³	1,8	2,0	1,9	1,5	1,4	1,8	1,8	1,9	0,9	0,7	1,1
<i>Partida informativa</i>											
Economías asiáticas recientemente industrializadas	6,5	5,5	5,9	7,0	5,0	7,7	7,2	6,6	5,6	5,5	4,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	2,3	3,8	5,0	4,0	3,5	1,6	1,5	1,9	1,3	1,1	0,6
Por regiones											
África subsahariana	-1,5	-0,2	4,0	1,3	-0,3	-3,2	-1,2	-1,7	-3,2	-3,3	-3,9
América Latina y el Caribe	1,0	1,4	1,6	0,4	-0,7	-0,5	-1,2	-1,3	-1,7	-1,9	-2,4
Comunidad de Estados Independientes ⁴	8,2	8,7	7,4	4,2	4,9	2,5	3,6	4,6	4,2	2,9	-0,8
Economías en desarrollo de Asia	2,6	3,5	5,6	6,6	5,4	3,7	2,4	1,6	0,9	1,1	2,3
Europa central y oriental	-5,6	-5,2	-6,8	-8,3	-8,3	-3,1	-4,7	-6,1	-5,0	-4,9	-5,8
Oriente Medio y Norte de África	8,3	16,0	18,0	14,5	15,3	2,6	7,7	14,2	12,2	10,6	5,8
<i>Partida informativa</i>											
Unión Europea	0,5	0,1	-0,2	-0,4	-0,9	0,0	0,0	0,2	0,5	0,7	1,2
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Combustibles	9,7	15,4	16,8	12,4	13,3	4,0	7,7	11,7	10,3	8,6	3,2
Otros productos	0,4	0,7	1,6	1,6	0,5	1,0	0,0	-0,6	-1,0	-0,9	0,0
Productos primarios	-0,4	-1,0	1,7	1,2	-3,4	-1,7	-1,4	-3,3	-4,8	-4,2	-2,4
Por fuentes de financiamiento externo											
Economías deudoras netas	-1,3	-1,5	-1,8	-2,8	-4,0	-2,2	-2,7	-3,1	-3,4	-3,3	-3,2
Financiamiento oficial	-2,6	-2,6	-1,4	-1,7	-3,4	-2,4	-2,7	-3,3	-4,3	-3,2	-3,0
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006-10	-0,9	-1,1	-0,7	-2,0	-3,2	-2,9	-3,5	-4,0	-4,4	-4,0	-4,0
Mundo¹	0,0	0,1	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,6	0,3	0,2	0,1
<i>Partidas informativas</i>											
Porcentaje del total mundial de las transacciones en cuenta corriente	0,0	0,1	0,7	0,9	0,5	0,7	0,8	0,9	0,4	0,4	0,1
Porcentaje del PIB mundial	0,0	0,1	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,6	0,3	0,2	0,1

¹Refleja los errores, omisiones y asimetrías de las estadísticas de balanza de pagos en cuenta corriente, así como la exclusión de los datos correspondientes a los organismos internacionales y a un número limitado de países. Véase "Clasificación de los países" en la introducción de este apéndice estadístico.

²Calculado como la suma de los balances en cuenta corriente de los países de la zona del euro.

³En este cuadro, "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón.

⁴Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente*(Porcentaje del PIB)*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
Economías avanzadas	-0,6	-1,1	-1,2	-0,8	-1,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4
Estados Unidos	-5,3	-5,9	-6,0	-5,1	-4,7	-2,7	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1	-3,5
Zona del euro ¹	1,2	0,5	0,5	0,4	-0,7	0,1	0,4	0,4	1,1	1,3	1,8
Alemania	4,7	5,1	6,3	7,4	6,2	5,9	6,0	5,7	5,4	4,7	4,2
Francia	0,5	-0,5	-0,6	-1,0	-1,7	-1,3	-1,6	-1,9	-1,7	-1,7	-0,3
Italia	-0,3	-0,8	-1,5	-1,2	-2,9	-2,1	-3,6	-3,3	-1,5	-1,4	-1,0
España	-5,2	-7,4	-9,0	-10,0	-9,6	-4,8	-4,5	-3,5	-2,0	-0,1	2,2
Países Bajos	7,6	7,4	9,3	6,7	4,3	4,1	7,0	8,5	8,2	8,2	6,5
Bélgica	3,2	2,0	1,9	1,6	-1,6	-1,6	1,4	-1,0	-0,1	0,3	1,4
Austria	2,2	2,2	2,8	3,5	4,9	2,7	3,0	1,9	1,9	1,6	1,1
Grecia	-5,8	-7,6	-11,4	-14,6	-14,9	-11,1	-10,1	-9,8	-5,8	-2,9	0,5
Portugal	-8,3	-10,3	-10,7	-10,1	-12,6	-10,9	-10,0	-6,4	-2,9	-1,7	0,7
Finlandia	6,2	3,4	4,2	4,3	2,6	1,8	1,4	-1,2	-1,6	-1,7	-1,4
Irlanda	-0,6	-3,5	-3,5	-5,4	-5,7	-2,3	1,1	1,1	1,8	2,7	3,8
República Eslovaca	-7,8	-8,5	-7,8	-5,3	-6,6	-2,6	-2,5	0,1	0,8	0,3	0,3
Eslovenia	-2,6	-1,7	-2,5	-4,8	-6,2	-0,7	-0,6	0,0	1,1	1,0	0,5
Luxemburgo	11,9	11,5	10,4	10,1	5,1	6,5	7,7	7,1	7,3	7,1	6,7
Estonia	-11,3	-10,0	-15,3	-15,9	-9,1	3,4	2,9	2,1	0,7	-0,1	-2,6
Chipre	-5,0	-5,9	-7,0	-11,8	-15,6	-10,7	-9,9	-10,4	-3,5	-2,0	-2,8
Malta	-5,9	-8,7	-9,9	-4,5	-5,0	-7,5	-5,8	-1,3	-1,5	-1,6	-2,1
Japón	3,7	3,6	3,9	4,9	3,3	2,9	3,7	2,0	1,6	2,3	1,9
Reino Unido	-2,1	-2,1	-2,9	-2,3	-1,0	-1,3	-2,5	-1,9	-3,3	-2,7	-0,7
Canadá	2,3	1,9	1,4	0,8	0,3	-3,0	-3,1	-2,8	-3,4	-3,7	-3,0
Corea	4,5	2,2	1,5	2,1	0,3	3,9	2,9	2,4	1,9	1,7	0,7
Australia	-6,1	-5,7	-5,3	-6,2	-4,4	-4,2	-2,9	-2,3	-4,1	-5,5	-5,6
Taiwan, provincia china de	5,8	4,8	7,0	8,9	6,9	11,4	9,3	8,9	6,9	7,3	7,4
Suecia	6,5	6,7	8,3	9,1	8,7	7,0	6,8	6,9	7,2	7,8	7,5
Hong Kong, RAE de	9,5	11,4	12,1	12,3	13,7	8,6	5,5	5,3	4,1	3,8	6,5
Suiza	13,0	13,6	14,4	8,6	2,1	10,6	14,3	10,5	10,1	10,0	9,4
Singapur	17,1	21,4	24,5	25,8	13,9	16,2	24,4	21,9	21,0	20,7	16,3
República Checa	-5,0	-0,9	-2,1	-4,4	-2,1	-2,5	-3,8	-3,0	-2,4	-2,2	-2,0
Noruega	12,6	16,1	16,4	12,5	16,0	10,8	12,4	14,5	15,2	15,6	13,4
Israel	1,7	3,1	4,8	2,7	0,9	3,8	3,8	0,8	-2,1	-1,3	1,2
Dinamarca	3,0	4,3	3,0	1,4	2,9	3,3	5,5	6,7	5,0	4,6	4,7
Nueva Zelandia	-5,7	-7,9	-8,3	-8,1	-8,8	-2,6	-3,5	-4,2	-5,4	-5,9	-6,9
Islandia	-9,8	-16,1	-25,6	-15,7	-28,4	-11,8	-8,5	-6,2	-2,7	-2,1	-2,8
San Marino	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>											
Principales economías avanzadas	-1,3	-1,8	-1,9	-1,2	-1,3	-0,6	-0,8	-1,1	-1,3	-1,2	-1,3
Zona del euro ²	0,8	0,1	-0,1	0,1	-1,6	-0,2	-0,1	0,0	1,1	1,3	1,8
Economías asiáticas recientemente industrializadas	6,5	5,5	5,9	7,0	5,0	7,7	7,2	6,6	5,6	5,5	4,6

¹Calculado sumando los saldos de cada uno de los países que integran la zona del euro.²Corregido para declarar las discrepancias en las transacciones.

Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente

(Porcentaje del PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
África subsahariana	-1,5	-0,2	4,0	1,3	-0,3	-3,2	-1,2	-1,7	-3,2	-3,3	-3,9
Angola	3,8	18,2	25,6	19,9	10,3	-9,9	9,0	9,6	8,5	6,6	-2,7
Benin	-7,0	-6,3	-5,3	-10,2	-8,1	-8,9	-7,3	-10,0	-9,3	-9,1	-7,7
Botswana	3,5	15,2	17,2	15,0	6,9	-5,2	-2,0	1,6	3,9	3,4	2,4
Burkina Faso	-11,0	-11,6	-9,5	-8,3	-11,5	-4,7	-2,3	-1,1	-4,2	-3,2	-4,0
Burundi	-6,3	-4,9	-21,5	-5,4	-1,0	1,8	-9,4	-11,4	-11,4	-10,7	-6,3
Cabo Verde	-14,3	-3,5	-5,4	-14,7	-15,7	-15,6	-12,5	-12,5	-11,5	-8,9	-7,4
Camerún	-3,4	-3,4	1,6	1,4	-1,2	-3,6	-3,0	-4,1	-4,1	-3,8	-2,7
Chad	-17,1	1,2	5,9	11,6	9,0	-4,0	-3,5	2,0	-1,9	-2,0	-5,4
Comoras	-4,6	-7,4	-6,0	-5,7	-10,9	-7,8	-7,0	-9,5	-10,4	-9,6	-7,5
Congo República del	-5,7	3,7	3,6	-6,5	2,3	-7,4	5,1	0,8	-0,6	-0,4	-11,9
Congo, República Democrática del	-3,0	-13,3	-2,7	-1,1	-17,5	-10,5	-8,1	-11,5	-12,5	-14,3	-8,4
Côte d'Ivoire	1,6	0,2	2,8	-0,7	1,9	7,0	1,1	6,7	-3,1	-1,6	-4,7
Eritrea	-0,7	0,3	-3,6	-6,1	-5,5	-7,6	-5,6	0,5	2,1	2,0	-3,0
Etiopía	-1,4	-6,3	-9,1	-4,5	-5,6	-5,0	-4,0	0,6	-6,1	-7,7	-5,9
Gabón	11,2	22,9	15,6	17,0	24,2	6,3	9,1	10,6	9,1	4,1	1,9
Gambia	-4,5	-10,3	-6,9	-8,3	-12,1	-12,3	-15,7	-14,2	-15,9	-14,2	-12,0
Ghana	-4,7	-7,0	-8,2	-8,7	-11,9	-5,4	-8,4	-9,2	-9,1	-7,0	-4,7
Guinea	-2,5	-1,0	-4,6	-11,7	-10,3	-9,9	-12,4	-16,3	-38,8	-39,2	0,2
Guinea-Bissau	1,4	-2,1	-5,6	-3,5	-4,9	-6,4	-8,3	-6,4	-3,5	-2,9	-1,6
Guinea Ecuatorial	-21,6	-6,2	7,7	4,0	-2,3	-17,7	-20,5	-6,0	-7,7	-7,7	-8,3
Kenya	0,1	-1,5	-2,3	-4,0	-6,6	-5,8	-6,5	-10,6	-8,5	-8,6	-5,6
Lesotho	8,1	1,4	11,5	8,2	10,0	0,2	-12,1	-17,3	-11,2	-10,6	2,9
Liberia	-16,3	-30,3	-11,2	-22,4	-43,7	-29,2	-33,2	-34,6	-55,8	-71,0	-36,6
Madagascar	-10,6	-11,6	-9,9	-12,7	-20,6	-21,1	-9,7	-6,9	-7,9	-8,0	2,4
Malawi	-11,2	-11,9	-11,3	1,0	-9,7	-4,8	-1,3	-5,9	-4,1	-1,4	-2,8
Malí	-7,9	-8,5	-4,1	-6,9	-12,2	-7,3	-12,6	-10,2	-5,4	-4,8	-8,6
Mauricio	-1,8	-5,0	-9,1	-5,4	-10,1	-7,4	-8,2	-10,3	-10,5	-9,1	-6,7
Mozambique	-10,7	-11,6	-10,7	-9,7	-11,9	-12,2	-11,7	-12,8	-11,6	-12,4	-8,8
Namibia	7,0	4,7	13,8	9,1	2,8	-0,3	0,3	-1,7	-3,8	-4,5	0,8
Níger	-7,3	-8,9	-8,6	-8,2	-13,0	-25,0	-21,1	-25,9	-26,3	-20,7	-11,8
Nigeria	5,7	8,9	25,3	16,8	14,1	8,3	5,9	3,6	3,5	3,1	0,9
República Centroafricana	-1,8	-6,5	-3,0	-6,2	-10,0	-9,2	-10,2	-8,7	-7,6	-6,3	-4,6
Rwanda	1,8	1,0	-4,3	-2,2	-4,9	-7,3	-5,9	-7,3	-9,8	-9,9	-5,6
Santo Tomé y Príncipe	-16,0	-11,0	-25,8	-30,1	-22,0	-25,5	-27,6	-25,4	-22,8	-24,5	14,9
Senegal	-6,9	-8,9	-9,2	-11,6	-14,1	-6,7	-4,4	-6,4	-8,5	-6,9	-6,3
Seychelles	-9,1	-22,2	-15,8	-15,3	-20,2	-9,8	-20,1	-21,5	-19,8	-19,5	-10,1
Sierra Leona	-4,4	-5,3	-4,3	-4,3	-9,1	-6,5	-19,3	-52,3	-13,1	-9,3	-6,6
Sudáfrica	-3,0	-3,5	-5,3	-7,0	-7,2	-4,0	-2,8	-3,3	-5,5	-5,8	-5,9
Sudán	...	...	...	...	...	...	4,8	21,6	-12,6	5,8	-4,1
Swazilandia	3,1	-4,1	-7,4	-2,2	-8,2	-14,0	-10,5	-9,1	0,1	-5,4	-4,0
Tanzania	-2,3	-6,6	-9,6	-11,0	-10,2	-9,8	-9,3	-13,7	-15,4	-13,4	-8,4
Togo	-10,0	-9,9	-8,4	-8,7	-6,8	-6,6	-6,7	-7,2	-8,8	-9,1	-7,2
Uganda	0,1	-1,3	-3,1	-2,9	-5,7	-9,4	-10,2	-11,4	-11,0	-11,7	-8,7
Zambia	-10,4	-8,5	-0,4	-6,5	-7,2	4,2	7,1	1,2	-1,8	-1,1	1,8
Zimbabwe ¹	-8,0	-10,3	-8,0	-6,7	-21,6	-22,2	-28,8	-36,2	-20,4	-20,0	-18,4

Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)

(Porcentaje del PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
América Latina y el Caribe	1,0	1,4	1,6	0,4	-0,7	-0,5	-1,2	-1,3	-1,7	-1,9	-2,4
Antigua y Barbuda	-13,1	-18,8	-27,8	-30,9	-27,2	-19,3	-13,1	-10,7	-11,4	-12,3	-16,2
Argentina ²	1,8	2,6	3,4	2,6	1,8	2,5	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-1,9
Bahamas Las	-2,4	-8,4	-17,7	-11,5	-10,6	-10,5	-10,5	-14,0	-16,0	-16,8	-8,9
Barbados	-7,6	-7,5	-4,8	-2,7	-9,6	-5,6	-8,2	-8,7	-7,9	-7,1	-3,8
Belice	-14,7	-13,6	-2,1	-4,1	-10,6	-5,9	-2,9	-2,6	-2,3	-4,4	-5,9
Bolivia	3,7	5,9	11,2	11,3	12,0	4,3	4,9	2,2	1,8	1,1	-0,0
Brasil	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,1	-2,6	-2,8	-3,3
Chile	2,6	1,5	4,6	4,1	-3,2	2,0	1,5	-1,3	-3,2	-3,0	-2,7
Colombia	-0,8	-1,3	-1,9	-2,8	-2,8	-2,1	-3,1	-3,0	-2,9	-2,9	-2,4
Costa Rica	-4,3	-4,9	-4,5	-6,3	-9,3	-2,0	-3,5	-5,3	-5,5	-5,3	-5,5
Dominica	-16,0	-21,0	-12,9	-20,8	-27,1	-21,0	-16,0	-12,7	-13,3	-13,7	-15,6
Ecuador	-1,5	1,3	4,2	4,3	3,0	0,3	-2,8	-0,3	-0,3	3,0	-2,6
El Salvador	-4,1	-3,6	-4,1	-6,1	-7,1	-1,5	-3,1	-5,4	-5,0	-4,3	-3,0
Granada	-2,9	-22,1	-26,3	-27,8	-25,7	-23,9	-25,2	-24,6	-22,3	-23,2	-15,4
Guatemala	-4,9	-4,6	-5,0	-5,2	-4,3	0,0	-1,5	-3,1	-3,5	-3,6	-3,6
Guyana	-6,7	-10,1	-13,1	-11,1	-13,2	-9,1	-9,9	-13,6	-14,0	-17,6	-12,2
Haití	-1,6	0,7	-1,5	-1,5	-4,4	-3,5	-2,5	-4,6	-4,3	-5,3	-4,0
Honduras	-7,7	-3,0	-3,7	-9,0	-15,4	-3,6	-6,2	-8,7	-9,8	-9,6	-6,8
Jamaica	-6,3	-9,3	-10,2	-16,9	-18,4	-11,1	-8,8	-11,7	-11,7	-11,1	-6,9
México	-0,7	-0,7	-0,6	-1,1	-1,6	-0,6	-0,4	-1,0	-0,9	-1,1	-1,1
Nicaragua	-14,5	-14,3	-13,4	-17,8	-23,8	-12,2	-14,4	-18,0	-20,5	-18,1	-14,1
Panamá	-7,5	-4,9	-3,1	-7,9	-10,9	-0,7	-10,8	-12,8	-12,1	-11,8	-9,5
Paraguay	1,8	0,2	1,2	1,3	-1,7	0,4	-3,1	-1,0	-1,1	-0,4	-1,3
Perú	0,1	1,5	3,2	1,4	-4,2	-0,5	-2,5	-1,9	-3,0	-3,0	-2,4
República Dominicana	4,8	-1,4	-3,6	-5,3	-9,9	-5,0	-8,6	-8,1	-7,5	-7,3	-5,8
Saint Kitts y Nevis	-16,2	-14,9	-14,1	-16,7	-24,3	-27,3	-22,1	-15,2	-17,1	-16,4	-14,9
San Vicente y las Granadinas	-19,6	-18,0	-19,3	-28,0	-32,9	-29,4	-31,6	-30,2	-27,3	-25,7	-16,6
Santa Lucía	-10,6	-14,3	-30,4	-30,4	-28,9	-11,9	-15,1	-23,1	-24,0	-20,5	-17,9
Suriname	-8,2	-11,7	4,5	8,1	6,6	-0,5	6,4	5,5	-0,1	-2,1	3,1
Trinidad y Tabago	12,4	22,5	39,6	23,9	30,5	8,3	20,0	7,1	8,1	7,6	6,7
Uruguay	0,0	0,2	-2,0	-0,9	-5,7	-1,5	-2,2	-3,1	-3,0	-1,9	-1,9
Venezuela	13,8	17,7	14,8	8,7	11,9	2,6	4,9	8,6	6,7	5,6	2,7
Comunidad de Estados Independientes³	8,2	8,7	7,4	4,2	4,9	2,5	3,6	4,6	4,2	2,9	-0,8
Rusia	10,1	11,1	9,5	5,9	6,2	4,0	4,7	5,3	5,2	3,8	-1,1
Excluido Rusia	2,2	1,3	0,6	-1,3	0,8	-1,9	0,4	2,2	1,3	0,2	0,1
Armenia	-0,5	-1,0	-1,8	-6,4	-11,8	-15,8	-14,7	-10,9	-9,8	-9,3	-6,4
Azerbaiyán	-29,8	1,3	17,6	27,3	35,5	23,0	28,4	26,5	20,4	16,1	6,0
Belarús	-5,3	1,4	-3,9	-6,7	-8,2	-12,6	-15,0	-10,5	-3,6	-5,8	-4,9
Georgia	-6,9	-11,1	-15,1	-19,7	-21,9	-10,6	-10,3	-11,8	-12,6	-11,2	-6,7
Kazakstán	0,8	-1,8	-2,5	-8,1	4,7	-3,6	1,6	7,6	6,2	4,5	2,9
Moldova	-1,8	-7,6	-11,3	-15,2	-16,2	-8,6	-7,9	-11,5	-11,4	-10,7	-8,8
Mongolia	1,2	1,2	6,5	6,3	-12,9	-9,0	-14,9	-31,8	-31,4	-10,1	4,4
República Kirguisa	4,9	2,8	-3,1	-6,2	-15,5	-2,5	-6,4	-6,3	-12,8	-6,2	-2,8
Tayikistán	-3,9	-1,7	-2,8	-8,6	-7,6	-5,9	-0,3	0,6	-0,4	-1,5	-1,5
Turkmenistán	0,6	5,1	15,7	15,5	16,5	-14,7	-10,6	2,0	-1,5	-1,6	5,3
Ucrania	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,1	-1,5	-2,2	-5,5	-5,6	-6,6	-5,5
Uzbekistán	7,2	7,7	9,1	7,3	8,7	2,2	6,2	5,8	4,7	3,3	1,0

Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)

(Porcentaje del PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones			
									2012	2013	2017	
Economías en desarrollo												
de Asia	2,6	3,5	5,6	6,6	5,4	3,7	2,4	1,6	0,9	1,1	2,3	
Afganistán	-0,3	3,1	-1,1	5,8	5,1	1,6	3,9	3,3	2,1	0,5	-3,8	
Bangladesh	-0,3	0,0	1,2	0,8	1,4	2,8	1,6	0,0	-0,3	-0,3	0,2	
Bhután	-32,6	-4,8	14,8	-2,5	-2,3	-10,6	-22,9	-25,4	-31,4	-28,7	-16,4	
Brunei Darussalam	42,2	47,3	50,1	47,8	48,9	40,2	45,5	48,5	49,1	50,3	61,6	
Camboya	-2,2	-3,8	-0,6	-1,9	-5,7	-4,5	-3,9	-8,1	-9,7	-9,1	-5,4	
China	3,6	5,9	8,6	10,1	9,1	5,2	4,0	2,8	2,3	2,5	4,3	
Fiji	-12,6	-8,6	-17,5	-12,8	-18,1	-7,6	-11,3	-10,1	-9,8	-16,4	-7,7	
Filipinas	1,8	1,9	4,4	4,8	2,1	5,6	4,5	3,1	3,0	2,6	1,8	
India	0,1	-1,3	-1,0	-0,7	-2,5	-2,0	-3,2	-3,4	-3,8	-3,3	-2,3	
Indonesia	0,6	0,1	3,0	2,4	0,0	2,0	0,7	0,2	-2,1	-2,4	-2,9	
Islas Salomón	16,8	-6,7	-9,1	-15,7	-20,5	-21,4	-30,8	-6,7	-7,8	-10,7	-7,0	
Kiribati	-25,2	-34,4	-17,6	-19,3	-16,8	-26,6	-15,4	-22,9	-24,0	-20,2	-21,2	
Malasia	12,1	14,4	16,1	15,4	17,1	15,5	11,1	11,0	7,5	6,9	5,8	
Maldivas	-11,4	-27,5	-23,2	-28,4	-34,2	-21,0	-17,3	-15,7	-29,1	-29,3	-31,1	
Myanmar	2,4	3,7	7,1	-0,5	-3,3	-2,8	-1,3	-2,6	-4,4	-4,0	-4,0	
Nepal	2,7	2,0	2,1	-0,1	2,7	4,2	-2,4	-1,0	4,4	-0,2	-0,4	
Pakistán	1,8	-1,4	-3,9	-4,8	-8,5	-5,7	-2,2	0,1	-2,0	-1,7	-3,5	
Papua Nueva Guinea	0,4	13,9	-1,7	4,0	8,4	-16,4	-25,6	-36,4	-28,4	-20,2	8,3	
República Democrática Popular Lao	-17,9	-18,1	-9,9	-15,7	-18,5	-21,0	-18,3	-21,4	-21,9	-24,0	-15,2	
Samoa	-8,4	-9,6	-10,2	-15,5	-6,5	-3,1	-7,2	-8,6	-11,4	-12,3	-10,1	
Sri Lanka	-3,1	-2,5	-5,3	-4,3	-9,5	-0,5	-2,2	-7,7	-5,4	-4,7	-3,3	
Tailandia	1,7	-4,3	1,1	6,3	0,8	8,3	4,1	3,4	-0,2	0,1	1,0	
Timor-Leste	11,4	32,2	50,0	65,1	66,7	51,7	48,1	57,2	45,4	37,9	28,7	
Tonga	0,4	-5,0	-5,5	-5,5	-8,1	-7,8	-3,9	-4,0	-4,2	-3,1	-3,3	
Tuvalu	5,9	24,7	27,2	14,2	-13,2	27,8	-3,8	-29,2	-8,5	-3,3	4,2	
Vanuatu	-6,2	-8,8	-4,8	-3,4	-8,5	-6,3	-5,1	-6,5	-6,1	-10,2	-9,9	
Vietnam	-3,5	-1,1	-0,3	-9,8	-11,9	-6,6	-4,1	0,2	0,3	-0,9	-1,5	
Europa central y oriental	-5,6	-5,2	-6,8	-8,3	-8,3	-3,1	-4,7	-6,1	-5,0	-4,9	-5,8	
Albania	-4,0	-6,1	-5,6	-10,4	-15,1	-14,0	-11,4	-12,3	-11,8	-11,5	-8,2	
Bosnia y Herzegovina	-16,2	-17,1	-7,9	-10,7	-14,1	-6,3	-5,7	-8,8	-8,0	-7,7	-4,6	
Bulgaria	-6,4	-11,6	-17,6	-25,2	-23,0	-8,9	-1,0	0,9	-0,3	-1,5	-4,1	
Croacia	-4,1	-5,3	-6,7	-7,3	-9,0	-5,1	-1,1	-1,0	-1,2	-1,3	-2,9	
Hungría	-8,4	-7,5	-7,4	-7,3	-7,4	-0,2	1,2	1,4	2,6	2,7	-2,2	
Kosovo	-8,4	-7,4	-6,7	-8,3	-15,3	-15,4	-17,4	-20,3	-18,3	-18,2	-13,8	
Letonia	-12,9	-12,6	-22,6	-22,4	-13,2	8,7	3,0	-1,2	-1,6	-2,8	-3,8	
Lituania	-7,6	-7,0	-10,6	-14,5	-13,3	4,7	1,5	-1,5	-1,1	-1,4	-3,3	
Macedonia, ex República Yugoslava de	-8,1	-2,5	-0,4	-7,1	-12,8	-6,8	-2,1	-2,7	-4,0	-6,0	-4,9	
Montenegro	-7,2	-16,6	-31,3	-39,5	-50,6	-29,6	-24,6	-19,5	-20,0	-19,8	-15,6	
Polonia	-5,2	-2,4	-3,8	-6,2	-6,6	-4,0	-4,7	-4,3	-3,7	-3,8	-3,5	
Rumania	-8,4	-8,6	-10,4	-13,4	-11,6	-4,2	-4,5	-4,4	-3,7	-3,8	-4,4	
Serbia	-12,2	-8,8	-10,2	-16,1	-21,5	-7,1	-7,4	-9,5	-11,5	-12,6	-11,6	
Turquía	-3,7	-4,6	-6,1	-5,9	-5,7	-2,2	-6,4	-10,0	-7,5	-7,1	-7,9	

Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (conclusión)

(Porcentaje del PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
Oriente Medio y Norte de África	8,3	16,0	18,0	14,5	15,3	2,6	7,7	14,2	12,2	10,6	5,8
Arabia Saudita	20,7	28,5	27,8	24,3	27,8	5,6	14,6	26,5	26,1	22,7	12,8
Argelia	13,0	20,5	24,7	22,8	20,1	0,3	7,5	10,0	6,2	6,1	3,5
Bahrein	4,2	11,0	13,8	15,7	10,2	2,9	3,6	12,6	9,9	10,5	6,2
Djibouti	-1,3	-3,2	-11,5	-21,4	-24,3	-9,1	-5,8	-12,6	-12,2	-12,5	-8,2
Egipto	4,3	3,2	1,6	1,7	0,5	-2,3	-2,0	-2,6	-3,4	-3,3	-1,9
Emiratos Árabes Unidos	6,1	12,4	16,3	6,9	7,9	3,5	3,2	9,7	9,3	10,1	9,7
Irán	0,5	7,6	8,5	10,6	6,5	2,6	6,0	12,5	3,4	1,3	-0,4
Iraq	-43,2	5,7	18,1	11,5	18,8	-13,4	-3,0	8,3	0,3	6,1	9,8
Jordania	0,1	-5,1	-11,5	-17,2	-9,3	-4,9	-7,1	-12,0	-14,1	-9,9	-4,3
Kuwait	26,2	37,2	44,6	36,8	40,9	26,7	31,9	44,0	44,1	39,2	29,4
Líbano	-15,3	-13,4	-5,3	-6,8	-9,2	-9,8	-9,6	-14,0	-16,2	-15,6	-10,8
Libia	21,1	36,5	50,7	43,8	42,3	14,7	19,8	1,3	21,8	10,3	-0,4
Marruecos	1,7	1,8	2,2	-0,1	-5,2	-5,4	-4,3	-8,0	-7,9	-5,4	-3,4
Mauritania	-34,6	-47,2	-1,3	-17,2	-14,8	-10,7	-8,7	-7,5	-23,6	-13,9	-6,4
Omán	4,5	16,8	15,4	5,9	8,3	-1,2	8,6	16,7	14,0	10,0	-5,7
Qatar	22,4	29,9	25,1	25,4	28,7	10,2	26,7	30,2	29,6	26,8	11,5
Siria ⁴	-3,1	-2,2	1,4	-0,2	-1,3	-3,6	-3,3	...	...	...	...
Sudán ⁵	-4,9	-10,0	-8,8	-5,9	-2,0	-10,0	-2,1	-0,5	-7,8	-6,6	-4,6
Tunéz	-2,4	-0,9	-1,8	-2,4	-3,8	-2,8	-4,8	-7,3	-7,9	-7,7	-5,6
Yemen	1,6	3,8	1,1	-7,0	-4,6	-10,2	-4,4	-3,0	-2,7	-4,0	-6,0

¹El dólar de Zimbabwe dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. preparadas por el personal técnico del FMI. Las estimaciones del personal técnico del FMI del dólar de EE.UU. pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades.

²Los cálculos se basan en los datos oficiales del PIB de Argentina. Véase la nota del cuadro A4.

³Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

⁴No se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

⁵Los datos correspondientes a 2011 excluyen a Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.

Cuadro A13. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos¹

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	Promedio									Proyecciones	
	2001-03	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Economías de mercados emergentes y en desarrollo											
Flujos financieros privados netos	113,0	267,7	316,0	314,7	694,4	264,5	337,1	604,7	503,0	268,3	399,6
Inversión privada directa neta	157,1	191,9	293,2	303,7	440,8	484,8	317,0	392,0	462,4	393,8	409,0
Flujos privados netos de cartera	-11,9	68,8	38,0	-28,5	108,6	-61,9	124,8	240,8	129,7	133,0	150,9
Otros flujos financieros privados netos	-32,2	7,0	-15,2	39,5	145,0	-158,4	-104,7	-28,1	-89,1	-258,6	-160,2
Flujos financieros oficiales netos ²	-14,6	-94,5	-88,2	-188,8	-84,3	-104,2	100,6	62,8	-108,3	-51,8	-89,2
Variación de las reservas ³	-182,3	-422,4	-592,8	-756,0	-1.210,2	-723,4	-522,7	-862,9	-765,3	-565,7	-632,3
<i>Partida informativa</i>											
Cuenta corriente ⁴	93,0	206,4	416,9	639,5	629,6	673,7	291,8	336,2	481,2	361,8	310,1
África subsahariana											
Flujos financieros privados netos	1,5	10,9	18,4	7,7	19,0	10,6	17,5	-13,2	6,2	22,6	35,2
Inversión privada directa neta	13,6	11,7	18,5	8,6	22,3	39,0	32,1	22,9	36,5	34,1	41,6
Flujos privados netos de cartera	-4,0	2,5	0,0	6,2	0,3	-28,1	-3,1	-1,3	-8,7	6,0	6,2
Otros flujos financieros privados netos	-8,1	-3,3	-0,2	-7,1	-3,6	-0,3	-11,5	-34,8	-21,6	-17,6	-12,5
Flujos financieros oficiales netos ²	0,6	-0,4	-5,3	-33,9	-0,8	11,3	13,2	29,4	27,9	30,7	26,8
Variación de las reservas ³	-0,4	-18,6	-23,4	-29,2	-28,6	-17,0	7,9	-2,8	-22,2	-16,7	-21,6
América Latina y el Caribe											
Flujos financieros privados netos	26,4	7,9	40,3	30,1	85,8	79,5	74,3	126,2	186,4	131,0	125,3
Inversión privada directa neta	53,6	50,5	57,4	33,0	91,2	98,7	69,9	76,1	128,2	122,5	121,6
Flujos privados netos de cartera	-8,7	-15,9	0,8	8,6	32,7	-5,3	33,4	59,4	49,9	16,6	22,2
Otros flujos financieros privados netos	-18,5	-26,8	-17,9	-11,5	-38,2	-13,9	-29,1	-9,2	8,3	-8,1	-18,6
Flujos financieros oficiales netos ²	16,7	-2,2	-35,6	-49,4	1,4	-4,7	40,2	48,1	21,2	62,9	55,5
Variación de las reservas ³	-10,3	-24,5	-36,0	-53,2	-134,9	-50,8	-50,4	-104,8	-119,7	-70,0	-54,2
Comunidad de Estados Independientes⁵											
Flujos financieros privados netos	6,8	5,6	29,1	51,6	129,7	-97,8	-62,9	-22,8	-64,4	-55,9	-39,5
Inversión privada directa neta	5,1	13,2	11,7	21,4	28,3	50,6	16,2	10,3	17,6	7,9	10,4
Flujos privados netos de cartera	1,6	4,7	3,9	4,9	19,5	-31,7	-9,3	10,1	-29,0	-5,5	-3,3
Otros flujos financieros privados netos	0,0	-12,3	13,5	25,4	82,0	-116,8	-69,8	-43,2	-53,0	-58,3	-46,5
Flujos financieros oficiales netos ²	-1,3	-10,1	-18,3	-25,4	-5,9	-19,0	42,4	0,4	-16,5	-19,7	-20,6
Variación de las reservas ³	-20,7	-54,9	-77,1	-127,9	-168,0	27,0	-7,9	-53,0	-24,7	-29,3	-19,2
Economías en desarrollo de Asia											
Flujos financieros privados netos	53,6	161,3	128,4	94,4	205,0	80,4	192,3	407,4	302,6	113,3	182,5
Inversión privada directa neta	55,0	68,3	131,9	131,6	175,3	169,6	104,0	223,7	217,9	166,9	162,8
Flujos privados netos de cartera	-2,9	38,7	16,0	-45,1	68,4	9,7	57,8	101,2	41,6	42,4	52,3
Otros flujos financieros privados netos	1,5	54,2	-19,5	7,9	-38,7	-98,9	30,5	82,6	43,2	-96,0	-32,6
Flujos financieros oficiales netos ²	-9,2	-18,2	-1,7	3,5	6,3	-5,7	24,5	23,1	14,9	7,6	7,7
Variación de las reservas ³	-120,7	-245,8	-281,4	-360,9	-611,2	-492,5	-467,1	-573,9	-452,6	-241,8	-352,5
Europa central y oriental											
Flujos financieros privados netos	23,5	49,4	102,1	117,4	182,5	153,5	25,6	78,9	88,9	79,6	82,7
Inversión privada directa neta	14,4	30,6	37,8	64,1	74,7	67,5	30,7	21,4	35,6	33,1	39,0
Flujos privados netos de cartera	2,4	15,6	20,8	0,8	-4,1	-10,4	8,5	26,8	30,8	19,9	22,7
Otros flujos financieros privados netos	6,8	3,2	43,5	52,5	111,8	96,4	-13,7	30,7	22,5	26,6	21,0
Flujos financieros oficiales netos ²	5,5	9,9	3,3	5,2	-6,2	20,5	48,8	35,6	26,9	10,5	4,8
Variación de las reservas ³	-6,9	-12,8	-43,6	-32,3	-36,4	-4,1	-29,0	-36,8	-14,7	-13,0	-1,0
Oriente Medio y Norte de África											
Flujos financieros privados netos	1,2	32,7	-2,3	13,4	72,3	38,4	90,3	28,2	-16,8	-22,3	13,4
Inversión privada directa neta	15,4	17,6	35,9	45,0	48,9	59,4	64,0	37,7	26,7	29,3	33,6
Flujos privados netos de cartera	-0,3	23,2	-3,5	-3,9	-8,3	3,8	37,4	44,6	45,1	53,6	50,9
Otros flujos financieros privados netos	-14,0	-8,1	-34,7	-27,8	31,6	-24,8	-11,1	-54,0	-88,6	-105,2	-71,1
Flujos financieros oficiales netos ²	-26,8	-73,6	-30,5	-88,8	-79,2	-106,7	-68,6	-73,7	-182,6	-143,9	-163,4
Variación de las reservas ³	-23,2	-65,8	-131,4	-152,6	-231,0	-186,1	23,6	-91,5	-131,6	-194,9	-183,9
<i>Partidas informativas</i>											
Exportadores de combustibles											
Flujos financieros privados netos	-2,7	26,6	-3,6	25,4	124,0	-142,9	-30,3	-73,5	-142,6	-161,2	-108,1
Otros países											
Flujos financieros privados netos	115,7	241,1	319,6	289,4	570,4	407,4	367,4	678,2	645,7	429,5	507,7

¹Los flujos financieros netos comprenden la inversión directa neta, la inversión de cartera neta y otros flujos financieros privados y oficiales netos y variación de las reservas.

²Excluidas las donaciones e incluidas las transacciones en activos y pasivos externos realizadas por organismos oficiales.

³El signo menos indica un aumento.

⁴La suma del saldo en cuenta corriente, los flujos financieros privados netos, los flujos oficiales netos y la variación de las reservas equivale, con signo contrario, a la suma de la cuenta de capital y los errores y omisiones.

⁵Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A14. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados¹*(Miles de millones de dólares de EE.UU.)*

	Promedio									Proyecciones	
	2001-03	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Economías de mercados emergentes y en desarrollo											
Flujos financieros privados netos	113,0	267,7	316,0	314,7	694,4	264,5	337,1	604,7	503,0	268,3	399,6
Entradas	-100,0	-258,7	-343,6	-616,5	-823,4	-582,3	-287,2	-610,7	-624,2	-680,9	-610,5
Salidas	212,6	525,5	652,9	927,9	1.511,8	848,3	623,5	1.213,5	1.126,7	948,9	1.008,4
África subsahariana											
Flujos financieros privados netos	1,5	10,9	18,4	7,7	19,0	10,6	17,5	-13,2	6,2	22,6	35,2
Entradas	-8,7	-11,5	-15,9	-28,1	-33,9	-18,0	-15,0	-28,2	-25,0	-28,0	-30,9
Salidas	10,5	22,7	34,6	36,0	53,3	28,4	32,7	15,2	30,7	50,5	65,5
América Latina y el Caribe											
Flujos financieros privados netos	26,4	7,9	40,3	30,1	85,8	79,5	74,3	126,2	186,4	131,0	125,3
Entradas	-31,5	-45,3	-50,1	-91,4	-114,5	-74,5	-98,3	-167,1	-113,3	-84,7	-82,2
Salidas	57,0	53,0	89,3	121,5	200,4	153,0	172,3	292,3	299,2	214,7	206,5
Comunidad de Estados Independientes²											
Flujos financieros privados netos	6,8	5,6	29,1	51,6	129,7	-97,8	-62,9	-22,8	-64,4	-55,9	-39,5
Entradas	-20,6	-53,1	-80,5	-100,3	-160,8	-265,2	-73,9	-104,0	-170,4	-171,8	-162,8
Salidas	27,4	58,5	109,4	152,0	290,4	167,5	11,2	81,1	105,9	115,9	123,3
Economías en desarrollo de Asia											
Flujos financieros privados netos	53,6	161,3	128,4	94,4	205,0	80,4	192,3	407,4	302,6	113,3	182,5
Entradas	-18,9	-54,8	-121,4	-224,6	-254,0	-167,5	-96,3	-253,5	-281,3	-377,9	-311,4
Salidas	72,6	215,1	244,3	315,8	453,4	251,3	287,3	659,6	584,3	491,9	493,6
Europa central y oriental											
Flujos financieros privados netos	23,5	49,4	102,1	117,4	182,5	153,5	25,6	78,9	88,9	79,6	82,7
Entradas	-6,9	-30,0	-17,8	-56,4	-44,5	-29,3	-10,3	-6,9	8,3	3,7	5,2
Salidas	30,5	79,4	119,8	173,5	226,1	182,0	36,5	86,0	80,9	76,1	77,8
Oriente Medio y Norte de África											
Flujos financieros privados netos	1,2	32,7	-2,3	13,4	72,3	38,4	90,3	28,2	-16,8	-22,3	13,4
Entradas	-13,4	-64,0	-57,8	-115,7	-215,8	-27,8	6,7	-50,9	-42,5	-22,1	-28,4
Salidas	14,5	96,7	55,5	129,1	288,1	66,2	83,6	79,1	25,7	-0,2	41,8

¹Los flujos financieros netos comprenden la inversión directa, la inversión de cartera y otros flujos de inversión a largo y corto plazo.²Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial

(Porcentaje del PIB)

	Promedios								Proyecciones		
	1990-97	1998-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio 2014-17
Mundo											
Ahorro	22,1	21,7	24,0	24,3	24,2	21,8	23,1	23,9	24,0	24,6	25,5
Inversión	22,9	21,9	23,2	23,8	23,8	21,7	22,7	23,4	23,9	24,4	25,4
Economías avanzadas											
Ahorro	21,7	20,5	20,9	20,8	19,8	17,1	18,1	18,2	18,3	18,7	19,6
Inversión	22,2	21,1	21,6	21,6	21,0	17,7	18,4	18,7	18,8	19,1	20,1
Préstamos netos	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,2	-0,6	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4
Transferencias corrientes	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Renta de los factores	-0,5	0,4	1,1	0,5	0,6	0,2	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
Saldo de los recursos	0,5	-0,3	-1,0	-0,5	-0,8	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2
Estados Unidos											
Ahorro	16,0	16,3	16,4	14,6	13,4	11,1	12,2	12,2	13,1	13,7	15,5
Inversión	18,3	19,8	20,6	19,6	18,1	14,7	15,5	15,5	16,2	16,8	18,8
Préstamos netos	-2,3	-3,5	-4,2	-5,0	-4,7	-3,6	-3,3	-3,3	-3,1	-3,1	-3,3
Transferencias corrientes	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7
Renta de los factores	-0,7	1,0	2,2	0,8	1,0	0,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,3
Saldo de los recursos	-1,1	-3,9	-5,6	-5,0	-4,9	-2,7	-3,4	-3,7	-3,7	-3,7	-3,8
Zona del euro											
Ahorro	...	21,5	22,4	23,0	21,5	19,0	19,6	20,0	19,9	20,0	20,6
Inversión	...	21,0	21,9	22,6	22,2	18,8	19,2	19,5	18,7	18,7	19,0
Préstamos netos	...	0,5	0,5	0,4	-0,7	0,2	0,4	0,5	1,2	1,3	1,6
Transferencias corrientes ¹	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1
Renta de los factores ¹	-0,6	-0,4	0,3	-0,2	-0,6	-0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,4	-0,5
Saldo de los recursos ¹	1,2	1,7	1,2	1,6	1,0	1,5	1,5	1,6	2,5	2,8	3,2
Alemania											
Ahorro	21,9	20,9	24,4	26,7	25,5	22,4	23,5	23,9	23,4	22,5	22,1
Inversión	22,8	19,6	18,1	19,3	19,3	16,5	17,5	18,3	18,0	17,9	17,8
Préstamos netos	-0,9	1,2	6,3	7,4	6,2	5,9	6,0	5,7	5,4	4,7	4,3
Transferencias corrientes	-1,6	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4
Renta de los factores	0,0	-0,2	1,9	1,8	1,3	2,4	2,0	1,9	1,5	1,0	0,8
Saldo de los recursos	0,6	2,7	5,6	7,0	6,2	4,9	5,6	5,1	5,4	5,1	4,9
Francia											
Ahorro	19,1	20,5	20,3	21,0	20,2	17,6	17,7	18,7	18,5	18,4	19,5
Inversión	18,5	19,1	20,9	22,0	21,9	19,0	19,3	20,6	20,2	20,1	20,4
Préstamos netos	0,6	1,4	-0,6	-1,0	-1,7	-1,3	-1,6	-1,9	-1,7	-1,7	-0,9
Transferencias corrientes	-0,7	-1,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,8	-1,7	-1,8	-1,4	-1,4	-1,4
Renta de los factores	-0,3	1,1	1,6	1,7	1,7	1,7	2,1	2,1	1,5	1,5	1,5
Saldo de los recursos	1,6	1,3	-1,0	-1,4	-2,2	-1,3	-1,9	-2,2	-1,8	-1,7	-1,0
Italia											
Ahorro	20,8	20,8	20,3	20,9	18,7	16,8	16,7	16,4	16,9	17,4	18,6
Inversión	20,6	20,7	21,8	22,1	21,6	18,9	20,2	19,6	18,4	18,8	19,7
Préstamos netos	0,2	0,1	-1,5	-1,2	-2,9	-2,1	-3,6	-3,3	-1,5	-1,4	-1,1
Transferencias corrientes	-0,5	-0,5	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Renta de los factores	-1,7	-0,6	0,2	-0,1	-1,2	-0,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8
Saldo de los recursos	2,5	1,2	-0,8	-0,3	-0,7	-0,5	-1,9	-1,5	0,2	0,4	0,7
Japón											
Ahorro	31,7	26,7	26,6	27,8	26,3	22,6	23,5	21,9	21,9	22,9	23,0
Inversión	29,7	23,8	22,7	22,9	23,0	19,7	19,8	19,9	20,3	20,6	20,7
Préstamos netos	2,0	2,9	3,9	4,9	3,3	2,9	3,7	2,0	1,6	2,3	2,2
Transferencias corrientes	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Renta de los factores	0,8	1,6	2,7	3,2	3,2	2,7	2,6	3,0	2,9	2,9	2,8
Saldo de los recursos	1,4	1,5	1,4	1,9	0,4	0,5	1,4	-0,7	-1,2	-0,4	-0,4
Reino Unido											
Ahorro	15,8	15,4	14,5	16,0	16,1	12,9	12,5	12,9	11,4	12,1	14,7
Inversión	17,1	17,4	17,4	18,3	17,1	14,1	15,0	14,8	14,7	14,9	16,1
Préstamos netos	-1,2	-2,0	-2,9	-2,3	-1,0	-1,3	-2,5	-1,9	-3,3	-2,7	-1,4
Transferencias corrientes	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
Renta de los factores	-0,4	0,9	0,6	1,3	2,2	1,3	1,0	1,1	0,6	0,6	0,6
Saldo de los recursos	-0,1	-2,1	-2,6	-2,7	-2,3	-1,5	-2,1	-1,6	-2,4	-1,8	-0,5

Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (continuación)

(Porcentaje del PIB)

	Promedios								Proyecciones		
	1990–97	1998–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio 2014–17
Canadá											
Ahorro	16,5	21,7	24,4	24,1	23,6	17,9	19,1	20,0	20,3	20,7	21,4
Inversión	19,0	20,3	23,0	23,2	23,2	20,9	22,2	22,8	23,7	24,4	24,8
Préstamos netos	-2,5	1,4	1,4	0,8	0,3	-3,0	-3,1	-2,8	-3,4	-3,7	-3,4
Transferencias corrientes	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Renta de los factores	-3,6	-2,7	-0,9	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,3	-1,2	-1,2	-1,7
Saldo de los recursos	1,1	4,1	2,4	1,9	1,5	-1,8	-2,0	-1,3	-2,0	-2,4	-1,5
Economías asiáticas recientemente industrializadas											
Ahorro	34,6	32,2	32,5	33,4	32,6	31,2	33,7	32,6	31,5	31,5	30,7
Inversión	32,7	26,5	26,4	26,2	27,6	23,5	26,4	25,9	25,8	26,0	25,9
Préstamos netos	1,9	5,7	6,1	7,2	4,9	7,7	7,3	6,6	5,6	5,5	4,8
Transferencias corrientes	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8
Renta de los factores	0,8	0,4	0,6	0,7	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
Saldo de los recursos	1,2	5,9	6,2	7,2	4,7	7,7	7,2	6,6	5,7	5,5	4,7
Economías de mercados emergentes y en desarrollo											
Ahorro	23,7	26,3	32,8	33,3	33,7	32,0	32,5	33,7	33,3	33,6	33,6
Inversión	26,2	25,1	27,9	29,2	30,1	30,5	31,0	31,8	32,1	32,6	32,9
Préstamos netos	-1,9	1,2	4,9	4,1	3,5	1,6	1,5	1,8	1,3	1,0	0,6
Transferencias corrientes	0,6	1,3	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0	1,1
Renta de los factores	-1,7	-2,0	-1,8	-1,5	-1,5	-1,6	-1,8	-1,8	-1,6	-1,5	-1,1
Saldo de los recursos	-0,8	1,8	5,1	4,0	3,6	1,7	2,1	2,6	1,8	1,5	0,7
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,7	4,8	10,5	12,6	6,9	5,0	7,0	6,0	4,4	3,9	3,5
Variación de las reservas	1,1	2,5	5,9	7,7	3,8	2,9	4,0	3,0	2,1	2,2	2,2
Por regiones											
África subsahariana											
Ahorro	15,5	16,8	24,8	23,4	21,9	19,3	20,2	19,2	18,8	18,9	18,9
Inversión	16,8	19,0	20,6	21,9	22,0	22,4	21,4	21,1	22,0	22,2	22,8
Préstamos netos	-1,4	-2,2	4,1	1,5	-0,0	-3,1	-1,2	-1,8	-3,2	-3,2	-3,9
Transferencias corrientes	1,9	2,3	4,6	4,6	4,6	4,7	4,2	4,0	3,7	3,5	3,3
Renta de los factores	-3,1	-4,8	-4,0	-5,4	-6,1	-4,5	-4,8	-5,5	-5,3	-5,4	-4,7
Saldo de los recursos	0,0	0,3	3,5	2,3	1,3	-3,4	-0,1	0,0	-1,5	-1,2	-2,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,1	2,3	8,3	7,5	3,8	2,5	3,3	2,6	3,1	3,6	3,5
Variación de las reservas	0,9	1,2	4,1	3,4	1,8	-0,9	0,3	1,8	1,3	1,6	1,1
América Latina y el Caribe											
Ahorro	18,8	19,1	23,3	23,0	22,9	20,0	20,5	21,0	20,5	20,7	20,8
Inversión	21,0	20,5	21,7	22,6	23,8	20,6	21,8	22,6	22,4	22,7	23,2
Préstamos netos	-2,2	-1,4	1,6	0,4	-0,9	-0,5	-1,3	-1,6	-1,9	-2,0	-2,4
Transferencias corrientes	0,9	1,5	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Renta de los factores	-2,5	-3,0	-3,1	-2,7	-2,7	-2,5	-2,6	-2,8	-2,5	-2,6	-2,5
Saldo de los recursos	-0,5	0,1	2,6	1,3	0,2	0,5	-0,0	0,1	-0,5	-0,6	-1,1
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,3	2,3	3,1	5,7	2,3	4,6	5,3	4,7	2,6	1,8	1,0
Variación de las reservas	0,9	0,5	1,7	3,6	1,2	1,3	2,1	2,1	1,2	0,9	0,4
Comunidad de Estados Independientes²											
Ahorro	...	27,1	30,2	30,7	30,1	21,9	25,7	28,2	27,9	28,3	25,7
Inversión	...	20,2	23,0	26,7	25,2	19,1	21,9	23,6	23,6	25,3	25,3
Préstamos netos	...	6,9	7,3	4,0	4,8	2,8	3,8	4,6	4,3	3,0	0,3
Transferencias corrientes	...	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Renta de los factores	...	-3,0	-3,3	-2,9	-3,4	-3,6	-3,7	-4,0	-3,3	-3,1	-2,3
Saldo de los recursos	...	9,2	10,3	6,8	8,0	5,7	7,1	8,3	7,4	5,8	2,4
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	...	9,3	14,9	17,5	10,0	1,5	6,1	6,2	5,5	4,2	3,2
Variación de las reservas	...	4,0	9,8	9,8	-1,2	0,5	2,7	1,0	1,1	0,7	0,4

Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (continuación)

(Porcentaje del PIB)

	Promedios								Proyecciones		
	1990–97	1998–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio 2014–17
Economías en desarrollo de Asia											
Ahorro	31,6	34,3	42,6	43,6	43,8	45,2	43,9	43,6	43,0	43,1	43,3
Inversión	33,6	32,0	37,0	36,9	38,3	41,4	41,4	41,9	42,1	42,0	41,5
Préstamos netos	-2,0	2,4	5,5	6,6	5,4	3,7	2,4	1,6	0,9	1,0	1,8
Transferencias corrientes	1,0	1,8	2,2	2,2	2,1	1,9	1,7	1,5	1,4	1,4	1,7
Renta de los factores	-1,7	-1,5	-0,9	-0,5	-0,3	-0,5	-1,0	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4
Saldo de los recursos	-1,3	2,1	4,3	4,9	3,7	2,4	1,7	0,9	0,2	0,1	0,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	3,2	5,4	11,1	13,4	7,6	6,9	8,7	6,2	4,1	3,9	4,0
Variación de las reservas	1,8	3,8	7,5	10,1	6,6	5,9	6,0	3,9	1,9	2,5	3,1
Europa central y oriental											
Ahorro	20,3	17,3	16,2	17,3	17,5	15,3	15,4	17,1	16,0	16,5	16,7
Inversión	22,0	21,0	23,4	24,7	25,0	18,9	20,5	23,1	21,1	21,5	22,2
Préstamos netos	-1,6	-3,7	-7,2	-7,4	-7,5	-3,6	-5,2	-6,0	-5,2	-5,0	-5,6
Transferencias corrientes	1,8	2,0	1,8	1,6	1,5	1,7	1,5	1,6	1,6	1,6	1,4
Renta de los factores	-1,2	-1,4	-2,7	-1,9	-1,6	-2,9	-2,8	-2,4	-2,6	-2,4	-2,3
Saldo de los recursos	-2,3	-4,5	-6,3	-7,1	-7,5	-2,6	-4,0	-5,3	-4,3	-4,3	-4,7
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,9	2,7	6,1	4,8	1,7	1,7	2,7	-0,2	0,7	0,1	0,4
Variación de las reservas	0,4	1,4	2,5	2,2	0,2	1,8	2,1	0,8	0,7	0,1	0,4
Oriente Medio y Norte de África											
Ahorro	22,4	29,9	41,0	40,9	43,0	31,4	35,4	40,7	38,3	37,5	34,9
Inversión	24,4	23,4	22,9	26,7	27,6	29,0	27,7	26,6	26,1	27,0	27,5
Préstamos netos	-2,0	6,6	18,3	14,6	15,1	3,0	8,1	14,5	12,8	10,8	7,4
Transferencias corrientes	-2,5	-1,0	-0,4	-0,9	-0,8	-1,5	-1,3	-1,5	-1,5	-1,8	-2,0
Renta de los factores	1,1	0,1	0,9	1,0	0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	1,2
Saldo de los recursos	-0,6	7,3	18,1	14,6	15,6	3,9	9,4	16,1	14,0	12,4	8,2
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	-0,2	9,2	23,9	28,0	15,8	4,7	9,3	13,1	10,8	10,5	7,7
Variación de las reservas	0,8	3,6	9,6	12,4	8,0	-1,1	3,8	4,8	6,6	5,9	4,2
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Exportadoras de combustibles											
Ahorro	22,9	30,4	39,5	38,5	38,9	28,7	32,2	36,4	35,0	34,4	30,7
Inversión	26,0	22,7	22,7	26,5	25,6	24,7	24,5	24,7	24,7	25,8	25,8
Préstamos netos	-1,2	7,7	16,8	12,2	13,0	4,3	7,8	11,7	10,5	8,6	4,7
Transferencias corrientes	-3,5	-1,6	-0,4	-0,7	-0,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2
Renta de los factores	-0,2	-1,9	-1,7	-1,6	-2,2	-2,2	-2,5	-2,9	-2,5	-2,3	-1,1
Saldo de los recursos	2,6	11,2	19,1	14,6	16,1	7,2	11,3	15,7	13,9	12,1	7,3
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,3	10,0	21,0	23,5	14,2	3,7	8,0	11,0	9,3	8,3	5,6
Variación de las reservas	0,2	3,7	10,2	10,9	3,7	-1,5	3,0	3,5	4,6	3,7	2,3
Exportadoras de otros productos											
Ahorro	23,8	25,4	30,9	31,8	32,1	32,9	32,6	33,0	32,9	33,4	34,3
Inversión	25,9	25,7	29,3	30,0	31,5	31,9	32,6	33,6	34,0	34,3	34,6
Préstamos netos	-2,1	-0,3	1,6	1,8	0,7	1,0	-0,0	-0,7	-1,1	-0,9	-0,4
Transferencias corrientes	1,4	1,9	2,4	2,3	2,2	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	1,7
Renta de los factores	-2,0	-2,0	-1,9	-1,5	-1,3	-1,4	-1,7	-1,5	-1,4	-1,3	-1,1
Saldo de los recursos	-1,5	-0,2	1,1	1,0	-0,2	0,3	-0,2	-0,8	-1,3	-1,3	-0,9
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,9	3,7	7,4	9,4	4,6	5,3	6,8	4,7	3,1	2,8	2,9
Variación de las reservas	1,3	2,2	4,6	6,7	3,8	4,0	4,2	2,9	1,4	1,8	2,1

Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (conclusión)

(Porcentaje del PIB)

	Promedios								Proyecciones		
	1990-97	1998-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio 2014-17
Economías deudoras netas											
Ahorro	19,2	19,4	22,4	22,9	21,9	20,8	21,2	21,4	21,0	21,4	22,3
Inversión	21,5	21,4	24,1	25,5	25,7	23,1	24,0	24,5	24,5	24,8	25,7
Préstamos netos	-2,3	-2,0	-1,8	-2,6	-3,9	-2,3	-2,8	-3,2	-3,5	-3,4	-3,3
Transferencias corrientes	1,8	2,6	3,0	2,9	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	2,6	2,5
Renta de los factores	-2,0	-2,3	-2,6	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,4	-2,4	-2,4
Saldo de los recursos	-2,1	-2,3	-2,2	-3,2	-4,5	-2,9	-3,1	-3,3	-3,7	-3,6	-3,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,1	2,3	4,2	5,8	1,5	2,9	3,9	2,5	1,5	1,2	1,2
Variación de las reservas	0,9	1,1	2,5	3,9	0,7	1,5	2,0	1,2	0,5	0,5	0,7
Financiamiento oficial											
Ahorro	17,3	19,3	22,9	23,5	21,7	21,7	22,3	22,6	22,1	22,7	22,7
Inversión	19,9	21,6	23,6	23,6	24,0	23,4	24,2	25,1	26,0	26,0	26,3
Préstamos netos	-2,6	-2,4	-0,7	-0,1	-2,4	-1,6	-1,9	-2,4	-3,9	-3,3	-3,6
Transferencias corrientes	4,7	7,5	10,6	11,4	11,1	11,0	11,0	11,9	11,8	11,5	10,5
Renta de los factores	-2,8	-3,0	-2,6	-1,1	-1,6	-1,7	-1,6	-2,1	-2,6	-3,2	-3,6
Saldo de los recursos	-4,6	-7,0	-8,7	-10,3	-11,7	-10,9	-11,2	-12,2	-13,1	-11,7	-10,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,4	1,6	0,6	3,8	1,6	2,8	2,7	2,8	0,9	1,8	1,4
Variación de las reservas	1,4	1,2	1,0	2,1	0,9	1,9	2,0	1,1	0,1	1,4	1,5
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006-10											
Ahorro	15,0	17,0	22,7	22,1	21,1	18,9	19,4	19,4	18,9	19,6	19,8
Inversión	18,9	19,0	23,1	24,0	24,7	21,7	23,7	24,6	24,5	24,5	24,5
Préstamos netos	-3,8	-2,0	-0,4	-1,9	-3,6	-2,9	-4,3	-5,2	-5,6	-4,9	-4,7
Transferencias corrientes	1,7	3,9	5,6	5,0	4,6	4,7	4,4	3,8	3,7	3,6	3,4
Renta de los factores	-3,5	-4,1	-3,0	-2,9	-3,4	-3,2	-3,9	-4,1	-4,0	-3,8	-3,5
Saldo de los recursos	-2,1	-1,9	-3,1	-4,1	-4,9	-4,5	-4,8	-4,9	-5,3	-4,7	-4,6
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	2,8	2,7	3,5	6,0	1,3	1,4	3,0	3,0	0,8	1,0	0,5
Variación de las reservas	0,8	0,7	2,0	3,9	0,6	1,8	1,4	0,2	-0,2	0,5	0,5

Nota: Las estimaciones de este cuadro se basan en las cuentas nacionales y las estadísticas de balanza de pagos de cada país. Los datos compuestos sobre los grupos de países se calculan sumando las cifras en dólares de EE.UU. correspondientes a los respectivos países que integran el grupo. Esta práctica difiere de la utilizada en la edición de abril de 2005 y ediciones anteriores de Perspectivas de la economía mundial, donde los datos compuestos sobre los países se ponderaban por el PIB valorado en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA), como proporción del PIB total mundial. En el caso de muchos países, las estimaciones del ahorro nacional se obtienen a partir de los datos de las cuentas nacionales sobre inversión interna bruta y de los datos de la balanza de pagos sobre inversión extranjera neta. Esta última, que es equivalente a la balanza en cuenta corriente, comprende tres componentes: transferencias corrientes, renta neta de los factores y saldo de los recursos. Como los datos se han obtenido de fuentes distintas, según la disponibilidad, los cálculos de las estimaciones del ahorro nacional contienen discrepancias estadísticas. Además, los errores, omisiones y asimetrías de las estadísticas de balanza de pagos afectan las estimaciones de los préstamos netos. A escala mundial, los préstamos netos, que teóricamente deberían ser iguales a cero, son equivalentes a la discrepancia en la cuenta corriente mundial. A pesar de estas deficiencias estadísticas, las estimaciones de los flujos de fondos como las que se presentan en este cuadro proporcionan un marco útil para analizar la evolución del ahorro y la inversión a lo largo del tiempo, así como por regiones y países.

¹Cálculo proveniente de los datos de cada uno de los países que integran la zona del euro.

²Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A16. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo

	Promedios				Proyecciones			
	1994–2001	2002–09	2010	2011	2012	2013	Promedios	
							2010–13	2014–17
	<i>Variación porcentual anual</i>							
PIB real mundial	3,5	3,6	5,1	3,8	3,3	3,6	4,0	4,4
Economías avanzadas	3,1	1,5	3,0	1,6	1,3	1,5	1,9	2,5
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,2	6,4	7,4	6,2	5,3	5,6	6,1	6,1
<i>Partida informativa</i>								
Producto potencial								
Principales economías avanzadas	2,5	1,9	1,0	1,2	1,3	1,4	1,3	1,7
Comercio mundial, volumen¹	7,4	4,5	12,6	5,8	3,2	4,5	6,5	6,1
Importaciones								
Economías avanzadas	7,8	2,9	11,4	4,4	1,7	3,3	5,1	5,1
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	6,9	8,8	14,9	8,8	7,0	6,6	9,3	7,8
Exportaciones								
Economías avanzadas	7,0	3,4	12,0	5,3	2,2	3,6	5,7	5,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,3	7,2	13,7	6,5	4,0	5,7	7,4	7,5
Términos de intercambio								
Economías avanzadas	0,0	-0,0	-0,9	-1,6	-0,8	0,1	-0,8	-0,1
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	0,7	1,7	2,3	3,5	0,5	-0,4	1,4	-0,6
Precios mundiales en dólares de EE.UU.								
Manufacturas	-0,8	2,7	2,7	6,5	-0,5	-0,3	2,1	0,3
Petróleo	4,7	12,4	27,9	31,6	2,1	-1,0	14,2	-4,1
Productos primarios no combustibles	-1,4	6,7	26,3	17,8	-9,5	-2,9	6,9	-2,5
Precios al consumidor								
Economías avanzadas	2,1	2,0	1,5	2,7	1,9	1,6	1,9	1,9
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	23,3	6,5	6,1	7,2	6,1	5,8	6,3	4,9
	<i>Porcentaje</i>							
Tasas de interés								
LIBOR real a seis meses ²	3,7	0,5	-0,8	-1,6	-1,0	-0,8	-1,1	0,4
Tasas de interés real mundial a largo plazo ³	3,5	1,9	1,6	0,3	0,3	1,0	0,8	2,1
	<i>Porcentaje del PIB</i>							
Balanza en cuenta corriente								
Economías avanzadas	-0,2	-0,8	-0,0	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	-0,6	2,9	1,5	1,9	1,3	1,1	1,5	0,7
Deuda externa total								
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	37,0	30,2	25,4	24,0	24,4	24,1	24,5	23,1
Servicio de la deuda								
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,8	9,9	8,0	8,1	8,3	8,6	8,3	8,5

¹Los datos corresponden al comercio de bienes y servicios.

²Tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para los depósitos en dólares de EE.UU. menos la variación porcentual del deflactor del PIB de Estados Unidos.

³Promedio ponderado por el PIB de las tasas de los bonos públicos a 10 años (o al vencimiento más próximo a 10 años) para Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

TEMAS SELECCIONADOS

Archivos de *Perspectivas de la economía mundial*

<i>Perspectivas de la economía mundial: Recesiones y recuperaciones</i>	Abril de 2002
<i>Perspectivas de la economía mundial: Comercio y finanzas</i>	Septiembre de 2002
<i>Perspectivas de la economía mundial: El crecimiento y las instituciones</i>	Abril de 2003
<i>Perspectivas de la economía mundial: La deuda pública en los mercados emergentes</i>	Septiembre de 2003
<i>Perspectivas de la economía mundial: Hacia las reformas estructurales</i>	Abril de 2004
<i>Perspectivas de la economía mundial: La estructura demográfica mundial en transición</i>	Septiembre de 2004
<i>Perspectivas de la economía mundial: Globalización y desequilibrios externos</i>	Abril de 2005
<i>Perspectivas de la economía mundial: El desarrollo de las instituciones</i>	Septiembre de 2005
<i>Perspectivas de la economía mundial: Globalización e inflación</i>	Abril de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial: Sistemas financieros y ciclos económicos</i>	Septiembre de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial: Desbordamientos y ciclos de la economía mundial</i>	Abril de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial: Globalización y desigualdad</i>	Octubre de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial: La vivienda y el ciclo económico</i>	Abril de 2008
<i>Perspectivas de la economía mundial: Tensiones financieras, desaceleraciones y recuperaciones</i>	Octubre de 2008
<i>Perspectivas de la economía mundial: Crisis y recuperación</i>	Abril de 2009
<i>Perspectivas de la economía mundial: Sustentar la recuperación</i>	Octubre de 2009
<i>Perspectivas de la economía mundial: Reequilibrar el crecimiento</i>	Abril de 2010
<i>Perspectivas de la economía mundial: Recuperación, riesgo y reequilibrio</i>	Octubre de 2010
<i>Perspectivas de la economía mundial: Las tensiones de una recuperación a dos velocidades: Desempleo, materias primas y flujos de capital</i>	Abril de 2011
<i>Perspectivas de la economía mundial: Desaceleración del crecimiento, agudización de los riesgos</i>	Septiembre de 2011
<i>Perspectivas de la economía mundial: Reanudación del crecimiento, peligros persistentes</i>	Abril de 2012
<i>Perspectivas de la economía mundial: Hacer frente a los altos niveles de deuda y al lento crecimiento</i>	Octubre de 2012

I. Metodología: Cifras agregadas, modelos y pronósticos

El modelo de la economía mundial	Abril de 2003, recuadro 4.3
¿Cómo deberíamos medir el crecimiento de la economía mundial?	Septiembre de 2003, recuadro 1.2
Medición de las reservas en divisas	Septiembre de 2003, recuadro 2.2
Efectos de la reducción de impuestos en un modelo fiscal mundial	Abril de 2004, recuadro 2.2
¿Cuán exactas son las previsiones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i> ?	Abril de 2006, recuadro 1.3
La diferencia entre el ahorro de los hogares y el de las empresas	Abril de 2006, recuadro 4.1
Medición de la desigualdad: Cuestiones conceptuales, metodológicas y de medición	Octubre de 2007, recuadro 4.1
Nuevos índices del ciclo económico para América Latina: Una reconstrucción histórica	Octubre de 2007, recuadro 5.3
Implicaciones de las nuevas estimaciones de la PPA para el cálculo del crecimiento mundial	Abril de 2008, apéndice 1.1
Medición de las brechas del producto	Octubre de 2008, recuadro 1.3

Evaluación y divulgación de los riesgos para las perspectivas mundiales	Octubre de 2008, apéndice 1.1
Gráfico de abanico del crecimiento mundial	Abril de 2009, apéndice 1.2
Indicadores para seguir la trayectoria del crecimiento	Octubre de 2010, apéndice 1.2
El producto potencial inferido a partir de datos con ruido estadístico: La perspectiva del modelo de proyección mundial	Octubre de 2010, recuadro 1.3
Reequilibramiento desigual	Octubre de 2010, recuadro 1.4
Escenarios a la baja de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	Abril de 2011, recuadro 1.2

II. Estudios históricos

Una perspectiva histórica sobre los auges, las caídas y las recesiones	Abril de 2003, recuadro 2.1
Influencia de la historia y la geografía en el desarrollo institucional	Abril de 2003, recuadro 3.1
Desequilibrios externos: Ayer y hoy	Abril de 2005, recuadro 3.1
Las tasas de interés a largo plazo desde una perspectiva histórica	Abril de 2006, recuadro 1.1
El reciclaje de petrodólares durante los años setenta	Abril de 2006, recuadro 2.2
Perspectiva histórica sobre el crecimiento y la cuenta corriente	Octubre de 2008, recuadro 6.3
Perspectiva histórica de las crisis financieras internacionales	Octubre de 2009, recuadro 4.1
Lo bueno, lo malo y lo feo: Cien años de lucha contra el sobreendeudamiento público	Octubre de 2012, capítulo 3

III. Crecimiento económico: Fuentes y perfil

El crecimiento y las instituciones	Abril de 2003, capítulo 3
¿Ha muerto la Nueva Economía?	Abril de 2003, recuadro 1.2
¿Se ha acelerado en la práctica la reforma institucional gracias a un ancla externa?	Abril de 2003, recuadro 3.2
El papel del FMI en el desarrollo institucional	Abril de 2003, recuadro 3.4
¿Cómo afectará la guerra en Iraq a la economía mundial?	Abril de 2003, apéndice 1.2
¿Cómo puede acelerarse el crecimiento económico en Oriente Medio y Norte de África?	Septiembre de 2003, capítulo 2
Cambios recientes de las condiciones monetarias y financieras en las principales zonas monetarias	Septiembre de 2003, recuadro 1.1
Análisis del crecimiento económico en la región de Oriente Medio y Norte de África	Septiembre de 2003, recuadro 2.1
La gestión de los crecientes flujos de asistencia a los países en desarrollo	Septiembre de 2003, recuadro 1.3
Promoción de las reformas estructurales en los países industriales	Abril de 2004, capítulo 3
¿Cómo afectará el cambio demográfico a la economía mundial?	Septiembre de 2004, capítulo 3
VIH/SIDA: Consecuencias demográficas, económicas y fiscales	Septiembre de 2004, recuadro 3.3
Las repercusiones del cambio demográfico en los sistemas de atención de la salud	Septiembre de 2004, recuadro 3.4
Remesas de trabajadores y desarrollo económico	Abril de 2005, capítulo 2
La volatilidad del producto en los países de mercados emergentes y en desarrollo	Abril de 2005, capítulo 2
La inestabilidad macroeconómica y la paralización del crecimiento en África subsahariana	Abril de 2005, recuadro 1.5
¿Cómo deberían usar los países de Oriente Medio y Asia central los ingresos producidos por las exportaciones de petróleo?	Abril de 2005, recuadro 1.6
¿Por qué es perjudicial la volatilidad?	Abril de 2005, recuadro 2.3
El desarrollo de las instituciones	Septiembre de 2005, capítulo 3
Rendimiento de la inversión en los países industriales y en desarrollo	Septiembre de 2005, recuadro 2.2

Instrumentos específicos para luchar contra la corrupción	Septiembre de 2005, recuadro 3.2
Efecto de las transferencias sin contrapartida en las instituciones	Septiembre de 2005, recuadro 3.3
Impacto de los recientes ajustes del mercado inmobiliario en los países industriales	Abril de 2006, recuadro 1.2
Abundancia de efectivo: ¿Por qué ahorran tanto las empresas?	Abril de 2006, capítulo 4
Las repercusiones mundiales de una pandemia de gripe aviar	Abril de 2006, apéndice 1.2
El despertar de Asia: Estructuras de desarrollo y crecimiento económico	Septiembre de 2006, capítulo 3
El crecimiento del producto potencial y la productividad en Japón	Septiembre de 2006, recuadro 3.1
La evolución y el impacto de la calidad de la gestión empresarial en Asia	Septiembre de 2006, recuadro 3.2
¿Es posible desacoplar el tren? Desbordamientos y ciclos en la economía mundial	Abril de 2007, capítulo 4
Desbordamientos y sincronización de los ciclos económicos internacionales: Una perspectiva más amplia	Abril de 2007, recuadro 4.3
¿Qué riesgos plantean los mercados de la vivienda para el crecimiento mundial?	Octubre de 2007, recuadro 2.1
El cambio climático: Impacto económico y medidas de política	Octubre de 2007, apéndice 1.2
El debate sobre el descuento	Octubre de 2007, recuadro 1.7
Los impuestos o la cantidad en un marco de incertidumbre (Weitzman, 1974)	Octubre de 2007, recuadro 1.8
Resultados obtenidos mediante el comercio de emisiones de la Unión Europea	Octubre de 2007, recuadro 1.9
La dinámica cambiante del ciclo económico mundial	Octubre de 2007, capítulo 5
Las principales economías y las fluctuaciones en el crecimiento mundial	Octubre de 2007, recuadro 5.1
La mejora de los resultados macroeconómicos: ¿Buena suerte o buenas políticas?	Octubre de 2007, recuadro 5.2
Precios de la vivienda: Correcciones y consecuencias	Octubre de 2008, recuadro 1.2.
Los ciclos económicos mundiales	Abril de 2009, recuadro 1.1
¿Se parece la actual crisis a la Gran Depresión?	Abril de 2009, recuadro 3.1
¿Es el crédito un factor vital para la recuperación? Datos sectoriales	Abril de 2009, recuadro 3.2
De la recesión a la recuperación: ¿Cuándo y a qué ritmo?	Abril de 2009, capítulo 3
¿Cuáles han sido los daños? Dinámica del producto a mediano plazo después de una crisis financiera	Octubre de 2009, capítulo 4
¿Será una recuperación con desempleo?	Octubre de 2009, recuadro 1.3
La dinámica del desempleo durante recesiones y recuperaciones: La ley de Okun como punto de partida	Abril de 2010, capítulo 3
Un crecimiento lento en las economías avanzadas ¿implica necesariamente un crecimiento lento en las economías emergentes?	Octubre de 2010, recuadro 1.1
La recuperación mundial: ¿en qué punto estamos?	Abril de 2012, recuadro 1.2
¿Cómo afecta la incertidumbre al desempeño económico?	Octubre de 2012, recuadro 1.3
¿Perdurará la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo?	Octubre de 2012, capítulo 4
¿Son inseparables el empleo y el crecimiento?	Octubre de 2012, recuadro 4.1

IV. Inflación y deflación; mercados de materias primas

¿Podría la deflación convertirse en un problema mundial?	Abril de 2003, recuadro 1.1
Mercados inmobiliarios de los países industriales	Abril de 2004, recuadro 1.2
¿Vuelve la inflación mundial?	Septiembre de 2004, recuadro 1.1
¿A qué se debe la reciente escalada de los precios de la vivienda?	Septiembre de 2004, recuadro 2.1
¿Se mantendrá la tensión en el mercado del petróleo?	Abril de 2005, capítulo 4
¿Deberían preocuparse los países por las fluctuaciones de los precios del petróleo?	Abril de 2005, recuadro 4.1

Calidad de los datos del mercado del petróleo	Abril de 2005, recuadro 4.2
Expectativas de inflación a largo plazo y credibilidad	Septiembre de 2005, recuadro 4.2
¿Podrá continuar el auge de precios de los productos básicos no combustibles?	Septiembre de 2006, capítulo 5
Shocks de precios de los productos básicos, crecimiento y financiamiento en África subsahariana	Septiembre de 2006, recuadro 2.2
Las empresas petroleras internacionales y nacionales y los cambios en el sector petrolero	Septiembre de 2006, recuadro 1.4
¿Ha contribuido la especulación al aumento de los precios de los productos básicos?	Septiembre de 2006, recuadro 5.1
La liberalización del comercio agrícola y los precios de los productos básicos	Septiembre de 2006, recuadro 5.2
Evolución reciente de los mercados de productos básicos	Septiembre de 2006, apéndice 2.1
¿A quién perjudica la subida de los precios de los alimentos?	Octubre de 2007, recuadro 1.1
Estrangulamientos de la producción en las refinerías	Octubre de 2007, recuadro 1.5
El mejor uso posible de los biocombustibles	Octubre de 2007, recuadro 1.6
Evolución y perspectivas de los mercados de productos básicos	Abril de 2008, apéndice 1.2
La depreciación del dólar y los precios de los productos básicos	Abril de 2008, recuadro 1.4
¿Por qué la oferta de petróleo no ha respondido al alza de los precios?	Abril de 2008, recuadro 1.5
Precios de referencia del petróleo	Abril de 2008, recuadro 1.6
La globalización, los precios de los productos básicos y los países en desarrollo	Abril de 2008, capítulo 5
El auge actual de los precios de los productos básicos en perspectiva	Abril de 2008, recuadro 5.2
¿Ha vuelto la inflación? Precios de las materias primas e inflación	Octubre de 2008, capítulo 3
¿Influye la inversión financiera en el comportamiento de los precios de las materias primas?	Octubre de 2008, recuadro 3.1
Medidas fiscales adoptadas ante los recientes aumentos de precios de las materias primas: Una evaluación	Octubre de 2008, recuadro 3.2
Los regímenes de política monetaria y los precios de las materias primas	Octubre de 2008, recuadro 3.3
Evaluación del riesgo de deflación en las economías del G-3	Abril de 2009, recuadro 1.3
¿Volverán a subir los precios de las materias primas cuando se recupere la economía mundial?	Abril de 2009, recuadro 1.5
Evolución y perspectivas de los mercados de materias primas	Abril de 2009, apéndice 1.1
Situación y perspectivas de los mercados de materias primas	Octubre de 2009, apéndice 1.1
¿Qué nos dicen los mercados de opciones sobre las perspectivas de precios de las materias primas?	Octubre de 2009, recuadro 1.6
¿A qué se debe el aumento de la volatilidad de los precios de los alimentos?	Octubre de 2009, recuadro 1.7
¿Cuán inusual es la actual recuperación de los precios de las materias primas?	Abril de 2010, recuadro 1.2
Curvas de precios de los futuros de materias primas y ajuste cíclico del mercado	Abril de 2010, recuadro 1.3
Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	Octubre de 2010, apéndice 1.1
Sombrias perspectivas para el sector inmobiliario	Octubre de 2010, recuadro 1.2
¿Cómo influiría una mayor escasez de metales en los precios?	Octubre de 2010, recuadro 1.5
Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	Abril de 2011, apéndice 1.2
Escasez de petróleo, crecimiento y desequilibrios mundiales	Abril de 2011, capítulo 3
Las limitaciones del ciclo de vida a la producción mundial de petróleo	Abril de 2011, recuadro 3.1
Gas natural no convencional: ¿Un recurso revolucionario?	Abril de 2011, recuadro 3.2
Efectos a corto plazo de los shocks petroleros en la actividad económica	Abril de 2011, recuadro 3.3
Filtrado de baja frecuencia para la extracción de tendencias de ciclos económicos	Abril de 2011, apéndice 3.1
Los modelos empíricos de la energía y del petróleo	Abril de 2011, apéndice 3.2
Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	Septiembre de 2011, apéndice 1.1
Inversión financiera, especulación y precios de las materias primas	Septiembre de 2011, recuadro 1.4

Una meta pragmática: Las fluctuaciones de precios de las materias primas y la política monetaria	Septiembre de 2011, capítulo 3
Análisis de los mercados de materias primas	Abril de 2012, sección especial
Las fluctuaciones de precios de las materias primas y los países exportadores de materias primas	Abril de 2012, capítulo 4
Efectos macroeconómicos de los shocks de precios de las materias primas en los países de bajo ingreso	Abril de 2012, recuadro 4.1
La volatilidad de precios de las materias primas y el reto para el desarrollo de los países de bajo ingreso	Abril de 2012, recuadro 4.2
Análisis de los mercados de materias primas	Octubre de 2012, sección especial del capítulo 1
Energía no convencional en Estados Unidos	Octubre de 2012, recuadro 1.4
Escasez de oferta de alimentos: ¿Quién es más vulnerable?	Octubre de 2012, recuadro 1.5
V. Política fiscal	
Datos sobre la deuda pública de las economías de mercados emergentes	Septiembre de 2003, recuadro 3.1
Riesgo fiscal: Pasivos contingentes y demografía	Septiembre de 2003, recuadro 3.2
Evaluación de la viabilidad de las finanzas públicas frente a la incertidumbre	Septiembre de 2003, recuadro 3.3
Las ventajas de los bonos indexados según el crecimiento	Septiembre de 2003, recuadro 3.4
¿Es demasiado grande la deuda pública de los mercados emergentes?	Septiembre de 2003, capítulo 3
¿Cómo ha cambiado el comportamiento fiscal en el marco de la UEM?	Septiembre de 2004, capítulo 2
Integración de las microempresas a la economía formal	Septiembre de 2004, recuadro 1.5
VIH/SIDA: Consecuencias demográficas, económicas y fiscales	Septiembre de 2004, recuadro 3.3
Las repercusiones del cambio demográfico en los sistemas de atención de la salud	Septiembre de 2004, recuadro 3.4
El impacto del envejecimiento en los planes públicos de jubilación	Septiembre de 2004, recuadro 3.5
¿Cómo deberían usar los países de Oriente Medio y Asia central los ingresos producidos por las exportaciones de petróleo?	Abril de 2005, recuadro 1.6
Globalización financiera y conducción de la política macroeconómica	Abril de 2005, recuadro 3.3
¿Siguen siendo demasiado alto el nivel de deuda pública en los países de mercados emergentes?	Septiembre de 2005, recuadro 1.1
El mejoramiento del desempeño fiscal de los mercados emergentes, ¿es cíclico o estructural?	Septiembre de 2006, recuadro 2.1
¿En qué casos funciona el estímulo fiscal?	Abril de 2008, recuadro 2.1
La política fiscal como herramienta anticíclica	Octubre de 2008, capítulo 5
Diferencias en la magnitud de los estabilizadores automáticos y relación con la política fiscal discrecional	Octubre de 2008, recuadro 5.1
¿Por qué es tan difícil determinar los efectos del estímulo fiscal?	Octubre de 2008, recuadro 5.2
La puntualidad, provisionalidad y focalización de los recortes de impuestos en Estados Unidos	Octubre de 2008, recuadro 5.3
¿Serán dolorosos los efectos macroeconómicos de la consolidación fiscal?	Octubre de 2010, capítulo 3
¿Gemelos separados al nacer? El balance presupuestario y la balanza comercial	Septiembre de 2011, capítulo 4
¿Estamos subestimando los multiplicadores fiscales a corto plazo?	Octubre de 2012, recuadro 1.1
Efectos de los elevados niveles de deuda pública en las economías avanzadas	Octubre de 2012, recuadro 1.2
Lo bueno, lo malo y lo feo: Cien años de lucha contra el sobreendeudamiento público	Octubre de 2012, capítulo 3

VI. Política monetaria; mercados financieros; flujo de fondos

Cuando estallan las burbujas	Abril de 2003, capítulo 2
¿Cómo afectan las vulnerabilidades de los balances a la inversión?	Abril de 2003, recuadro 2.3
Reconocimiento de los auges y caídas de los precios de los activos	Abril de 2003, apéndice 2.1
¿Es demasiado alto el nivel de reservas en divisas de Asia?	Septiembre de 2003, capítulo 2
Las reservas y la deuda a corto plazo	Septiembre de 2003, recuadro 2.3
¿Deberían ser motivo de preocupación los auges del crédito en los mercados emergentes?	Abril de 2004, capítulo 4
¿Cómo afectan a la situación financiera de los mercados emergentes las tasas de interés y los tipos de cambio en Estados Unidos?	Abril de 2004, recuadro 2.1
¿Contribuye el desarrollo del sector financiero al crecimiento y bienestar económicos?	Abril de 2004, recuadro 4.1
Hipotecas con tasa de interés variable o fija: ¿Qué factores influyen en las decisiones de los países?	Septiembre de 2004, recuadro 2.2
¿Cuáles son los riesgos que plantean las bajas tasas de interés a largo plazo en Estados Unidos?	Abril de 2005, recuadro 1.2
El control de las remesas	Abril de 2005, recuadro 2.2
Globalización financiera y conducción de la política macroeconómica	Abril de 2005, recuadro 3.3
La política monetaria en un mundo globalizado	Abril de 2005, recuadro 3.4
Régimen de metas de inflación: ¿Es viable en los países de mercados emergentes?	Septiembre de 2005, capítulo 4
Estrategias alternativas al régimen de metas de inflación: Metas monetarias y cambiarias	Septiembre de 2005, recuadro 4.1
¿De qué forma la globalización ha afectado la inflación?	Abril de 2006, capítulo 3
El impacto de los petrodólares en el rendimiento de los bonos estadounidenses y de mercados emergentes	Abril de 2006, recuadro 2.3
Globalización e inflación en los mercados emergentes	Abril de 2006, recuadro 3.1
La globalización y la baja inflación desde una óptica histórica	Abril de 2006, recuadro 3.2
Traslado del tipo de cambio a los precios de importación	Abril de 2006, recuadro 3.3
Evolución de las utilidades y el ahorro del sector financiero	Abril de 2006, recuadro 4.2
¿Cómo influyen los sistemas financieros en los ciclos económicos?	Septiembre de 2006, capítulo 4
Endeudamiento financiero y deuda-deflación	Septiembre de 2006, recuadro 4.1
Vínculos financieros y desbordamientos	Abril de 2007, recuadro 4.1
Condiciones macroeconómicas en los países industriales y flujos financieros hacia los mercados emergentes	Abril de 2007, recuadro 4.2
¿Qué es la liquidez mundial?	Octubre de 2007, recuadro 1.4
Implicaciones macroeconómicas de la reciente turbulencia en los mercados financieros: Evolución con respecto a episodios anteriores	Octubre de 2007, recuadro 1.2
Evolución del ciclo de la vivienda e implicaciones para la política monetaria	Abril de 2008, capítulo 3
Evaluación de los focos de vulnerabilidad ante las correcciones del mercado de la vivienda	Abril de 2008, recuadro 3.1
¿Hay una contracción crediticia?	Abril de 2008, recuadro 1.1
Tensiones financieras y desaceleraciones económicas	Octubre de 2008, capítulo 4
Políticas adecuadas para resolver las tensiones en el sistema financiero y restablecer una intermediación financiera eficaz	Octubre de 2008, recuadro 4.1
El último brote de tensiones financieras: ¿Cómo cambia las perspectivas de la economía mundial?	Octubre de 2008, recuadro 1.1
Precios de la vivienda: Correcciones y consecuencias	Octubre de 2008, recuadro 1.2
¿Cuán vulnerables son las empresas no financieras?	Abril de 2009, recuadro 1.2
El problema de la disminución del patrimonio de los hogares	Abril de 2009, recuadro 2.1

Impacto de la presencia de bancos extranjeros en las crisis nacionales	Abril de 2009, recuadro 4.1
Un índice de tensiones financieras para las economías emergentes	Abril de 2009, apéndice 4.1
Las tensiones financieras en las economías emergentes: Análisis econométrico	Abril de 2009, apéndice 4.2
¿Cómo empeoran la situación las vinculaciones?	Abril de 2009, capítulo 4
Fluctuaciones de precios de los activos: Lecciones para la política monetaria	Octubre de 2009, capítulo 3
Los mercados financieros de las economías emergentes, ¿resistieron mejor que en crisis anteriores?	Octubre de 2009, recuadro 1.2
Los riesgos provenientes del mercado inmobiliario	Octubre de 2009, recuadro 1.4
Índices de condiciones financieras	Abril de 2011, apéndice 1.1
El colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas:	
Repercusiones para los mercados financieros mundiales	Abril de 2011, recuadro 1.1
Repercusiones internacionales y formulación de la política macroeconómica	Abril de 2011, recuadro 1.3
Ciclos de auge y colapso crediticio: Sus causas y sus implicaciones para la política económica	Septiembre de 2011, recuadro 1.2
Las caídas de precios de las acciones, ¿vaticinan una recesión?	Septiembre de 2011, recuadro 1.3
Efectos transfronterizos del despalancamiento de los bancos de la zona del euro	Abril de 2012, sección especial
La transmisión financiera de las tensiones en la economía mundial	Octubre de 2012, sección especial sobre los efectos de contagio del capítulo 2

VII. Mercado laboral, pobreza y desigualdad

Desempleo e instituciones del mercado de trabajo: Por qué las reformas son beneficiosas	Abril de 2003, capítulo 4
Disparidades regionales en materia de desempleo	Abril de 2003, recuadro 4.1
Reformas del mercado de trabajo en la Unión Europea	Abril de 2003, recuadro 4.2
La globalización de la mano de obra	Abril de 2007, capítulo 5
Emigración y comercio exterior: ¿Qué efecto tienen en los países en desarrollo?	Abril de 2007, recuadro 5.1
Reformas del mercado del trabajo en la zona del euro y la relación de sustitución entre salarios y desempleo	Octubre de 2007, recuadro 2.2
Globalización y desigualdad	Octubre de 2007, capítulo 4
La dualidad entre los contratos temporales y permanentes: Indicadores, efectos y cuestiones de política	Abril de 2010, recuadro 3.1
Programas de reducción del tiempo de trabajo	Abril de 2010, recuadro 3.2
¿Una recuperación lenta y sin destino? Panorama sectorial de los mercados laborales de las economías avanzadas	Septiembre de 2011, recuadro 1.1
Participación de la fuerza laboral en Europa y en Estados Unidos durante y después de la Gran Recesión	Abril de 2012, recuadro 1.1
¿Son inseparables el empleo y el crecimiento?	Octubre de 2012, recuadro 4.1

VIII. Regímenes cambiarios

Expectativas de los mercados acerca de las fluctuaciones cambiarias	Septiembre de 2002, recuadro 1.2
¿Es demasiado alto el nivel de reservas en divisas de Asia?	Septiembre de 2003, capítulo 2
¿En qué medida deberían preocuparse los países en desarrollo por la volatilidad cambiaria de las tres grandes monedas del mundo?	Septiembre de 2003, capítulo 2
Las reservas y la deuda a corto plazo	Septiembre de 2003, recuadro 2.3

Efectos de un descenso del dólar	Abril de 2004, recuadro 1.1
Aprendiendo a flotar: La experiencia de los países de mercados emergentes desde principios de los años noventa	Septiembre de 2004, capítulo 2
¿Cómo aprendieron a flotar Chile, India y Brasil?	Septiembre de 2004, recuadro 2.3
Desarrollo del mercado cambiario e intervención en el mismo	Septiembre de 2004, recuadro 2.4
Los posibles efectos de los shocks externos en los países de mercados emergentes	Septiembre de 2006, recuadro 1.3
Los tipos de cambio y el ajuste de los desequilibrios externos	Abril de 2007, capítulo 3
La transmisión del tipo de cambio a los precios del comercio y el ajuste externo	Abril de 2007, recuadro 3.3
Causas y consecuencias de la depreciación del dólar de EE.UU.	Abril de 2008, recuadro 1.2
Enseñanzas de la crisis: La selección del régimen cambiario	Abril de 2010, recuadro 1.1

IX. Pagos externos, comercio exterior, movimientos de capital y deuda externa

Riesgos para el sistema multilateral de comercio	Abril de 2004, recuadro 1.3
¿Se ha reencauzado la Ronda de Doha?	Septiembre de 2004, recuadro 1.3
Tratados regionales de comercio e integración: La experiencia con el TLCAN	Septiembre de 2004, recuadro 1.4
Integración comercial y financiera en Europa: Cinco años después del euro	Septiembre de 2004, recuadro 2.5
Globalización y desequilibrios externos	Abril de 2005, capítulo 3
El final de los contingentes en el comercio mundial de productos textiles	Abril de 2005, recuadro 1.3
¿Cuánto se ha avanzado con las políticas de reducción de los desequilibrios mundiales?	Abril de 2005, recuadro 1.4
Medición de la posición externa neta de un país	Abril de 2005, recuadro 3.2
Desequilibrios mundiales: Perspectiva del ahorro y la inversión	Septiembre de 2005, capítulo 2
El impacto de los cambios demográficos en el ahorro, la inversión y los saldos en cuenta corriente	Septiembre de 2005, recuadro 2.3
¿Cómo se ajustarán los desequilibrios mundiales?	Septiembre de 2005, apéndice 1.2
Los precios del petróleo y los desequilibrios mundiales	Abril de 2006, capítulo 2
¿En qué medida se han logrado superar los desequilibrios mundiales?	Abril de 2006, recuadro 1.4
La Ronda de Doha después de las reuniones en la RAE de Hong Kong	Abril de 2006, recuadro 1.5
Perspectivas a largo plazo de las corrientes de capital hacia los países de mercados emergentes	Septiembre de 2006, recuadro 1.1
¿Cómo se ajustarán los desequilibrios mundiales?	Septiembre de 2006, recuadro 2.1
Sostenibilidad externa e integración financiera	Abril de 2007, recuadro 3.1
Grandes y persistentes desequilibrios en cuenta corriente	Abril de 2007, recuadro 3.2
Consulta Multilateral sobre los desequilibrios mundiales	Octubre de 2007, recuadro 1.3
Consecuencias macroeconómicas de la gestión de las afluencias de ayuda cuantiosas y volátiles	Octubre de 2007, recuadro 2.3
Gestión de las grandes entradas de capital	Octubre de 2007, capítulo 3
¿Pueden dar resultado los controles de capital?	Octubre de 2007, recuadro 3.1
Consulta Multilateral sobre los Desequilibrios Mundiales: Informe de avance	Abril de 2008, recuadro 1.3
¿Cómo afecta la globalización del comercio y las finanzas al crecimiento?	
Teoría y datos empíricos	Abril de 2008, recuadro 5.1
Divergencias de los saldos en cuenta corriente en las economías emergentes	Octubre de 2008, capítulo 6
Factores determinantes de la cuenta corriente de los países exportadores de petróleo	Octubre de 2008, recuadro 6.1

Fondos soberanos de inversión: Implicaciones para los mercados financieros mundiales	Octubre de 2008, recuadro 6.2
Los desequilibrios mundiales y la crisis financiera	Abril de 2009, recuadro 1.4
El comercio mundial y su financiamiento: Nuevos datos de encuestas bancarias	Octubre de 2009, recuadro 1.1
De déficit a superávit: Cambios recientes en las cuentas corrientes mundiales	Octubre de 2009, recuadro 1.5
Alcanzar el equilibrio adecuado: Reversión de superávits en cuenta corriente sostenidos	Abril de 2010, capítulo 4
Economías emergentes de Asia: Respuesta a las entradas de capital	Octubre de 2010, recuadro 2.1
América Latina-5: Nueva oleada de entradas de capital	Octubre de 2010, recuadro 2.2
¿Tienen efectos duraderos en el comercio las crisis financieras?	Octubre de 2010, capítulo 4
Corrección de los desequilibrios externos en la periferia de la Unión Europea	Abril de 2011, recuadro 2.1
Flujos internacionales de capital: ¿Confiables o inconstantes?	Abril de 2011, capítulo 4
Los pasivos externos y los puntos de arranque de las crisis	Septiembre de 2011, recuadro 1.5

X. Temas regionales

Fomento de instituciones más sólidas y el crecimiento: La Nueva Asociación para el Desarrollo de África	Abril de 2003, recuadro 3.3
¿Cómo puede acelerarse el crecimiento económico en Oriente Medio y Norte de África?	Septiembre de 2003, capítulo 2
El Consejo para la Cooperación en el Golfo: Desafíos en el camino hacia la unión monetaria	Septiembre de 2003, recuadro 1.5
Análisis del crecimiento económico en la región de Oriente Medio y Norte de África	Septiembre de 2003, recuadro 2.1
¿Se están convirtiendo las economías emergentes de Asia en el motor del crecimiento económico mundial?	Abril de 2004, recuadro 1.4
Una estrategia para África	Abril de 2004, recuadro 1.5
Integración económica y reformas estructurales: El caso de Europa	Abril de 2004, recuadro 3.4
¿Cuáles son los riesgos de una desaceleración en el crecimiento de China?	Septiembre de 2004, recuadro 1.2
Desafíos y avances en materia de gobernabilidad en África subsahariana	Septiembre de 2004, recuadro 1.6
El tsunami del océano Índico: Impacto en las economías de Asia meridional	Abril de 2005, recuadro 1.1
Las remesas de los trabajadores y la emigración en la región del Caribe	Abril de 2005, recuadro 2.1
¿Qué explica las diferencias en el desempeño del sector externo en la zona del euro?	Septiembre de 2005, recuadro 1.3
Más presión para los productores africanos de algodón	Septiembre de 2005, recuadro 1.5
¿Es insuficiente la inversión en los países de mercados emergentes de Asia?	Septiembre de 2005, recuadro 2.4
Un fortalecimiento institucional que armonice con las circunstancias de cada país: Comparación de la transformación de la propiedad en China y en Europa central y oriental	Septiembre de 2005, recuadro 3.1
¿A qué ritmo se están gastando los ingresos adicionales en los países exportadores de petróleo?	Abril de 2006, recuadro 2.1
La Unión Económica y Monetaria: 10 años después	Octubre de 2008, recuadro 2.1
Factores de vulnerabilidad en las economías emergentes	Abril de 2009, recuadro 2.2
Vinculaciones Este-Oeste y efectos de contagio en Europa	Abril de 2012, recuadro 2.1

XI. Análisis de situaciones específicas

¿En qué medida la atonía de la banca explica el estancamiento de Alemania?	Abril de 2003, recuadro 1.3
Las condiciones financieras de las empresas y la intensidad de las recesiones en Estados Unidos	Abril de 2003, recuadro 2.2

Reconstrucción de Iraq en la etapa de posguerra	Septiembre de 2003, recuadro 1.4
¿Cómo afectará al resto del mundo el déficit presupuestario de Estados Unidos?	Abril de 2004, capítulo 2
La presencia cada vez mayor de China y sus efectos en la economía mundial	Abril de 2004, capítulo 2
¿Puede mantener China el rápido crecimiento del producto?	Abril de 2004, recuadro 2.3
Cuantificación del impacto a nivel internacional de la adhesión de China a la OMC	Abril de 2004, recuadro 2.4
Reformas estructurales y crecimiento económico: El caso de Nueva Zelandia	Abril de 2004, recuadro 3.1
Reformas estructurales en el Reino Unido durante los años ochenta	Abril de 2004, recuadro 3.2
Países Bajos: ¿Cómo contribuyó la interacción entre las reformas del mercado de trabajo y la reducción de los impuestos al fuerte aumento del empleo?	Abril de 2004, recuadro 3.3
¿Por qué sigue siendo positivo el saldo de ingresos del exterior de Estados Unidos? y ¿podrá mantenerse?	Septiembre de 2005, recuadro 1.2
¿Será India el motor del crecimiento mundial?	Septiembre de 2005, recuadro 1.4
Ahorro e inversión en China	Septiembre de 2005, recuadro 2.1
Revisión del PIB de China: ¿Qué significa para el país y para la economía mundial?	Abril de 2006, recuadro 1.6
¿Qué nos indican los estudios de países sobre el impacto de la globalización en la desigualdad? Ejemplos de México, China e India	Octubre de 2007, recuadro 4.2
Japón después del Acuerdo del Plaza	Abril de 2010, recuadro 4.1
La provincia china de Taiwan a finales de los años ochenta	Abril de 2010, recuadro 4.2
¿Causó el Acuerdo del Plaza las décadas perdidas de Japón?	Abril de 2011, recuadro 1.4
¿Hacia dónde va el superávit externo de China?	Abril de 2012, recuadro 1.3
La Corporación de Préstamos a Propietarios de Viviendas de Estados Unidos (HOLC)	Abril de 2012, recuadro 3.1
Reestructuración de la deuda de los hogares en Islandia	Abril de 2012, recuadro 3.2
¿Cómo afectaría la desaceleración de la inversión en china a otras economías de mercados emergentes y en desarrollo?	Octubre de 2012, recuadro 4.2
Capacidad de resistencia del crecimiento en países de bajo ingreso: Kenya y Tanzania	Octubre de 2012, recuadro 4.3

XII. Temas destacados

El cambio climático y la economía mundial	Abril de 2008, capítulo 4
Aumento de la propiedad de automóviles en las economías emergentes: Consecuencias para el cambio climático	Abril de 2008, recuadro 4.1
Asia Meridional: Impacto ilustrativo de un shock climático abrupto	Abril de 2008, recuadro 4.2
Políticas macroeconómicas para un ajuste más suave a shocks climáticos abruptos	Abril de 2008, recuadro 4.3
Seguros y bonos de catástrofe: Nuevos instrumentos de cobertura para el riesgo de fenómenos meteorológicos extremos	Abril de 2008, recuadro 4.4
Iniciativas de política recientes para reducir las emisiones	Abril de 2008, recuadro 4.5
Complejidades del diseño de las políticas internas de mitigación	Abril de 2008, recuadro 4.6

Expand your global expertise. Visit the IMF Bookstore.

Global Financial Stability Report

The *Global Financial Stability Report* provides expert and up-to-date analysis of global capital flows that play a critical role in world economic growth and financial stability.



The Economics of Public Health Care Reform in Advanced and Emerging Economies

Health care reform will present fiscal policy challenges in both advanced and emerging economies in coming years. This book provides insights into these challenges, potential policy responses, cross-country analysis, and case studies.

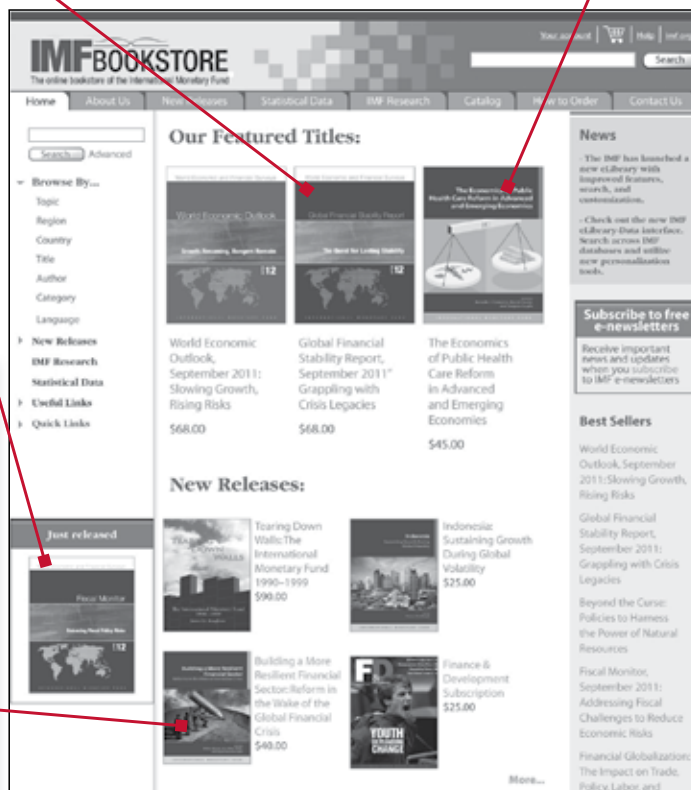
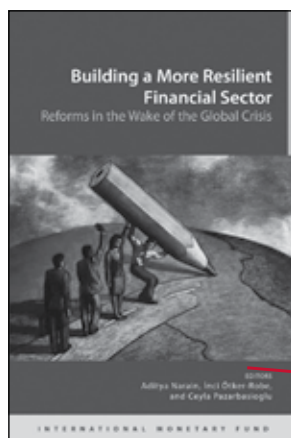


Fiscal Monitor

The *Fiscal Monitor*, published twice a year, surveys and analyzes developments in public finance, updates medium-term fiscal projections, and assesses policies to put public finances on a sustainable footing. The *Monitor's* projections are based on the same database used for the *World Economic Outlook*.

Building a More Resilient Financial Sector: Reform in the Wake of the Global Financial Crisis

This book reviews facets of the discussion on reform of the global financial system, including greater transparency to strengthen market discipline and limit risk taking. It also looks at how the financial system is likely to be shaped by the efforts of policymakers and the private sector response.



Order Now: Visit the IMF Bookstore today and browse the latest reports, publications, and data.