

Estudios económicos y financieros

Perspectivas de la economía mundial

La recuperación se afianza, pero sigue siendo despareja



ABR **14**

Estudios económicos y financieros

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL
Abril de 2014

**La recuperación se afianza, pero
sigue siendo despareja**



Fondo Monetario Internacional

©2014 International Monetary Fund
Edición en español ©2014 Fondo Monetario Internacional

Edición en inglés

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

Joint Bank-Fund Library

World economic outlook (International Monetary Fund)

World economic outlook : a survey by the staff of the International Monetary Fund. —
Washington, DC : International Monetary Fund, 1980—
v. ; 28 cm. — (1981–1984: Occasional paper / International Monetary Fund, 0251-6365).
— (1986– : World economic and financial surveys, 0256-6877)

Semiannual. Some issues also have thematic titles.

Has occasional updates, 1984–

ISSN (print) 0256-6877

ISSN (online) 1564-5215

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 978-1-48432-385-4 (edición impresa)

ISBN 978-1-48432-386-1 (ePub)

ISBN 978-1-47551-970-9 (Mobipocket)

ISBN 978-1-48432-441-7 (edición digital)

Descargo de responsabilidad: Las consideraciones de política económica y los análisis expresados en esta publicación son los del personal técnico del FMI y no representan la política oficial del FMI ni la opinión de los directores ejecutivos del FMI o las autoridades nacionales.

Cita recomendada: Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la economía mundial: La recuperación se afianza, pero sigue siendo despareja* (Washington, abril de 2014).

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. Evolución reciente y perspectivas	1
Perspectiva de la demanda y de la actividad	1
Perspectiva del sector externo	13
Riesgos a la baja	14
Políticas	21
Sección especial: Precios de las materias primas y pronósticos	28
Recuadro 1.1. Oferta de crédito y crecimiento económico	36
Recuadro 1.2. ¿Está reorientando China el gasto en materias primas?	40
Recuadro 1.3. Anclaje de las expectativas inflacionarias cuando la inflación es inferior al objetivo	45
Recuadro 1.4. Regímenes cambiarios y susceptibilidad a la crisis en los mercados emergentes	49
Referencias	52
Capítulo 2. Perspectivas nacionales y regionales	55
Estados Unidos y Canadá: El ímpetu se afianza	57
Europa	59
Asia: Recuperación sostenida	64
América Latina y el Caribe: Crecimiento atenuado	68
Comunidad de Estados Independientes: Perspectivas moderadas	71
Oriente Medio y Norte de África: ¿Punto de inflexión?	73
África subsahariana: Aceleración del crecimiento	77
Sección especial sobre los efectos de contagio: ¿Deberían preocuparse las economías avanzadas por los shocks del crecimiento de las economías de mercados emergentes?	80
Referencias	88
Capítulo 3. Panorama de las tasas de interés reales mundiales	89
Hechos estilizados: Medición de las tasas reales y del costo del capital	92
Determinantes de las tasas reales: Un marco de ahorro e inversión	95
¿Qué factores contribuyeron a la caída de las tasas de interés reales?	96
¿Cabe esperar un cambio importante de las tasas reales?	104
Resumen y conclusiones de política	107
Apéndice 3.1. Expectativas de crecimiento de la inflación y de los dividendos basadas en un modelo	108
Apéndice 3.2. Rentabilidad de la inversión	109
Apéndice 3.3. Indicador fiscal	109
Apéndice 3.4. El efecto de las crisis financieras en la inversión y el ahorro	111
Apéndice 3.5. Sensibilidad del ahorro y la inversión a las tasas reales	111

Apéndice 3.6. El ahorro y el crecimiento con el hábito de consumo	112
Apéndice 3.7. Muestra de países utilizados en los cuadros y gráficos	112
Recuadro 3.1. Ahorro y crecimiento económico	117
Referencias	121
Capítulo 4. Condiciones externas y crecimiento de los mercados emergentes antes, durante y después de la crisis financiera mundial	123
Efecto de factores externos en el crecimiento de los mercados emergentes	126
¿Una cadena global o una China globalizada? Cuantificación del impacto de China	136
Efectos en el crecimiento: Presente y futuro	138
Cambio de velocidad: ¿Ha variado la dinámica de crecimiento de los mercados emergentes desde la crisis financiera mundial?	141
Implicaciones para la política económica y conclusiones	145
Apéndice 4.1. Definiciones, fuentes y descripción de los datos	146
Apéndice 4.2. Método de estimación y verificaciones de robustez	149
Recuadro 4.1. Impacto de las condiciones externas en el crecimiento a mediano plazo de las economías de mercados emergentes	159
Referencias	164
Anexo: Deliberaciones del Directorio Ejecutivo del FMI sobre las perspectivas, marzo de 2014	167
Apéndice estadístico	169
Supuestos	169
Novedades	170
Datos y convenciones	170
Clasificación de los países	171
Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación del informe WEO	172
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, 2013	173
Cuadro B. Economías avanzadas por subgrupos	174
Cuadro C. Unión Europea	174
Cuadro D. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones y fuentes principales de ingresos de exportación	175
Cuadro E. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados y países en desarrollo de bajo ingreso	176
Cuadro F. Documentación sobre los datos fundamentales	178
Recuadro A1. Supuestos de política económica en que se basan las proyecciones para algunas economías	188
Lista de cuadros	193
Producto (cuadros A1–A4)	195
Inflación (cuadros A5–A7)	203
Políticas financieras (cuadro A8)	209
Comercio exterior (cuadro A9)	210
Transacciones en cuenta corriente (cuadros A10–A12)	212
Balanza de pagos y financiamiento externo (cuadros A13–A14)	219
Flujo de fondos (cuadro A15)	221
Escenario de referencia a mediano plazo (cuadro A16)	225
<i>Perspectivas de la economía mundial, temas seleccionados</i>	227

Cuadros

Cuadro 1.1. Panorama de las proyecciones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	2
Cuadro 1.SE.1. Error cuadrático medio en horizontes de pronóstico h (en relación con el modelo de paseo aleatorio)	35
Cuadro 1.3.1. Expectativas inflacionarias según el índice de precios al consumidor calculadas por Consensus Economics	46
Cuadro 2.1. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías avanzadas	58
Cuadro 2.2. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Europa	60
Cuadro 2.3. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Asia	66
Cuadro 2.4. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de América	69
Cuadro 2.5. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en la Comunidad de Estados Independientes	72
Cuadro 2.6. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Oriente Medio y Norte de África	75
Cuadro 2.7. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de África subsahariana	78
Cuadro 2.SE.1. Exportaciones a economías de mercados emergentes, 1995 versus 2008	82
Cuadro 3.1. Hipótesis alternativas para explicar una caída de las tasas de interés reales	96
Cuadro 3.2. Factores que afectan a las tasas de interés reales	106
Cuadro 3.3. Inversión (ahorro) y tasa de interés real, ecuaciones en forma reducida	112
Cuadro 3.4. Cobertura de los datos sobre las tasas de interés, la inversión y el ahorro mundiales	113
Cuadro 3.1.1. Ahorro y crecimiento: Pruebas de causalidad de Granger	118
Cuadro 3.1.2. Determinantes de la evolución de las relaciones ahorro/PIB	120
Cuadro 4.1. Respuestas a impulsos de shocks en el bloque externo: Modelo de base	130
Cuadro 4.2. Respuestas a impulsos de shocks en el bloque externo: Modelo de base modificado con crecimiento del PIB real de China	138
Cuadro 4.3. Proporción de la varianza del producto atribuible a factores de externos	140
Cuadro 4.4. Fuentes de datos	147
Cuadro 4.5. Muestra de economías de mercados emergentes y códigos de la Organización Internacional de Normalización para los países	149
Cuadro 4.6. Correlaciones del crecimiento del PIB real interno con variables clave, 1998–2013	152
Cuadro 4.1.1. Regresiones del crecimiento de los mercados emergentes, 1997–2011	160
Cuadro 4.1.2. Regresiones del crecimiento de mercados emergentes: Brasil, China, India, Rusia y Sudáfrica frente al crecimiento de otros mercados emergentes socios, 1997–2011	162
Cuadro 4.1.3. Regresiones del crecimiento de los mercados emergentes	163
Cuadro A1. Resumen del producto mundial	195
Cuadro A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total	196
Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real	197
Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real	199
Cuadro A5. Resumen de la inflación	203
Cuadro A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor	204
Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor	205
Cuadro A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general	209
Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial	210
Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente	212

Cuadro A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente	214
Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente	215
Cuadro A13. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos	219
Cuadro A14. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados	220
Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial	221
Cuadro A16. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo	225

Gráficos

Gráfico 1.1. Indicadores de la actividad mundial	3
Gráfico 1.2. Pronósticos de crecimiento del PIB	3
Gráfico 1.3. Condiciones monetarias en las economías avanzadas	4
Gráfico 1.4. Políticas fiscales	5
Gráfico 1.5. Inflación mundial	7
Gráfico 1.6. Capacidad, desempleo y tendencia del producto	7
Gráfico 1.7. Indicadores de sobrecalentamiento de las economías del Grupo de los Veinte	9
Gráfico 1.8. Condiciones de los mercados financieros en las economías avanzadas	10
Gráfico 1.9. Condiciones financieras y flujos de capitales en las economías de mercados emergentes	11
Gráfico 1.10. Políticas monetarias y crédito en las economías de mercados emergentes	12
Gráfico 1.11. Tipos de cambio y reservas	13
Gráfico 1.12. Sector externo	14
Gráfico 1.13. Riesgos para las perspectivas mundiales	15
Gráfico 1.14. Recesión y riesgos de deflación	16
Gráfico 1.15. Desaceleración del crecimiento en las economías de mercados emergentes y aceleración de la recuperación en Estados Unidos	20
Gráfico 1.SE.1. Evolución de los mercados de materias primas	29
Gráfico 1.SE.2. Variedad Brent: Errores de pronóstico y futuros	31
Gráfico 1.SE.3. Autorregresión vectorial y pronósticos combinados	33
Gráfico 1.SE.4. Errores cuadráticos medios móviles: Estimación recursiva	34
Gráfico 1.1.1. Respuestas acumulativas del PIB a un endurecimiento de 10 puntos porcentuales de las normas de concesión de crédito	37
Gráfico 1.1.2. Shocks de oferta de crédito	38
Gráfico 1.1.3. Contribución de los shocks de oferta de crédito al PIB	38
Gráfico 1.2.1. China: Crecimiento del PIB real y precios de las materias primas	40
Gráfico 1.2.2. Tasa de crecimiento del consumo mundial de materias primas	41
Gráfico 1.2.3. Consumo per cápita de materias primas, efectivo y proyectado	42
Gráfico 1.2.4. Patrones de gasto	43
Gráfico 1.3.1. Expectativa de inflación en la zona del euro, Estados Unidos, Japón y Noruega	45
Gráfico 1.4.1. Distribución de los regímenes cambiarios de los mercados emergentes, 1980–2011	49
Gráfico 1.4.2. Probabilidad proyectada de crisis en los mercados emergentes, 1980–2011	50
Gráfico 1.4.3. Probabilidad de crisis bancaria o cambiaria	51
Gráfico 2.1. Pronósticos de crecimiento del PIB en 2014 y los efectos de un escenario a la baja verosímil	56
Gráfico 2.2. Estados Unidos y Canadá: La recuperación se afianza	57
Gráfico 2.3. Economías avanzadas de Europa: De la recesión a la recuperación	61
Gráfico 2.4. Economías emergentes y en desarrollo de Europa: La recuperación se afianza, pero con vulnerabilidades	63
Gráfico 2.5. Asia: Recuperación sostenida	65
Gráfico 2.6. América Latina y el Caribe: Crecimiento atenuado	68
Gráfico 2.7. Comunidad de Estados Independientes: Perspectivas moderadas	71
Gráfico 2.8. Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: ¿Punto de inflexión?	74

Gráfico 2.9. África subsahariana: Aceleración del crecimiento	79
Gráfico 2.SE.1. Vínculos comerciales reales entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes	81
Gráfico 2.SE.2. Exposición financiera de las economías avanzadas a las economías de mercados emergentes	82
Gráfico 2.SE.3. Estudios de eventos sobre episodios de desaceleración de economías de mercados emergentes	84
Gráfico 2.SE.4. Efecto máximo de un shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes en el aumento del producto de las economías avanzadas	85
Gráfico 2.SE.5. Simulaciones del modelo de efectos de contagio de las economías de mercados emergentes en el crecimiento potencial de las economías avanzadas	86
Gráfico 3.1. Tasa de interés a diez años de los títulos públicos e inflación	89
Gráfico 3.2. Comparación de tasas de interés reales	93
Gráfico 3.3. Tasas de interés reales, rentabilidad real sobre el capital y costo del capital	94
Gráfico 3.4. Factores comunes en las tasas de interés reales	94
Gráfico 3.5. Tasas de interés reales y cambios en la oferta y demanda de fondos	95
Gráfico 3.6. Relaciones inversión/PIB	97
Gráfico 3.7. Cambios en la inversión en las economías avanzadas	98
Gráfico 3.8. Cambios en el ahorro en los mercados emergentes	99
Gráfico 3.9. Efecto de la política fiscal en las tasas de interés reales	100
Gráfico 3.10. Efectos de los shocks de política monetaria de Estados Unidos en las tasas de interés reales	101
Gráfico 3.11. Tasas de interés reales a largo plazo y rentabilidad real sobre el capital	102
Gráfico 3.12. Cambios en las carteras y demanda relativa de bonos frente a las acciones	103
Gráfico 3.13. Cambios en las carteras y riesgo relativo de los bonos frente a las acciones, 1980–2013	103
Gráfico 3.14. Efecto de las crisis financieras en las relaciones ahorro/PIB e inversión/PIB	105
Gráfico 3.15. Implicaciones de una disminución de las tasas de interés reales para la sostenibilidad de la deuda	107
Gráfico 3.16. Cambios en la inversión en las economías avanzadas	110
Gráfico 3.17. Tasas de interés reales mundiales a largo plazo	116
Gráfico 3.18. Convergencia de las tasas de interés reales en la zona del euro	116
Gráfico 3.1.1. Tasa de ahorro y aceleraciones	119
Gráfico 3.1.2. Ahorro total: Efectivo frente a pronósticos condicionales	119
Gráfico 4.1. Evolución del crecimiento en las economías avanzadas y de mercados emergentes y en desarrollo	124
Gráfico 4.2. Clasificación de los países de la muestra promedio, 2000–12	129
Gráfico 4.3. Respuestas del crecimiento del PIB real interno a impulsos derivados de shocks de la demanda externa	131
Gráfico 4.4. Respuestas a impulsos de un shock financiero externo	131
Gráfico 4.5. Respuestas a impulsos de un shock del diferencial de bonos estadounidenses de alto rendimiento	132
Gráfico 4.6. Correlaciones entre la respuesta del crecimiento a shocks externos y las características específicas de los países	133
Gráfico 4.7. Respuestas del crecimiento del PIB real interno a impulsos derivados de shocks del crecimiento de los términos de intercambio	134
Gráfico 4.8. Descomposiciones históricas del crecimiento del PIB real por factores internos y externos	135
Gráfico 4.9. Respuestas a impulsos derivados a un shock del crecimiento del PIB real en China	137
Gráfico 4.10. Descomposiciones históricas del crecimiento del PIB real con China como factor externo explícito	139
Gráfico 4.11. Evolución del producto y el crecimiento de los mercados emergentes después de recesiones mundiales	141
Gráfico 4.12. Pronósticos de crecimiento ajenos a la muestra condicionados por factores externos, por país	143

Gráfico 4.13. Pronóstico condicionado y crecimiento efectivo desde la crisis financiera mundial, por país	144
Gráfico 4.14. Crecimiento del PIB real interno de los mercados emergentes frente a Estados Unidos y China	150
Gráfico 4.15. Crecimiento promedio de grupos regionales de economías de mercados emergentes	151
Gráfico 4.16. Impacto de opciones tomadas a priori en las respuestas promedio al impulso	153
Gráfico 4.17. Respuestas promedio al impulso que representan los shocks de las demás variables de la política monetaria estadounidense	154
Gráfico 4.18. Respuesta del crecimiento del PIB real a la tasa de fondos federales estadounidense y a la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años con otras especificaciones	155
Gráfico 4.19. Respuestas promedio al impulso a otros indicadores de shock de la política monetaria estadounidense	156
Gráfico 4.20. Otros shocks de política monetaria	156
Gráfico 4.21. Respuesta del crecimiento del PIB real interno al impulso que representan los shocks del financiamiento externo	157
Gráfico 4.22. Respuestas promedio del crecimiento del PIB real al impulso que representan los shocks con otras especificaciones de la autorregresión vectorial	157
Gráfico 4.23. Brasil: Comparación de las respuestas del modelo de base con las respuestas de un modelo con una muestra que comienza el primer trimestre de 1995	158
Gráfico 4.24. Comparación de las respuestas al impulso de la autorregresión vectorial con datos en panel con las respuestas del modelo de base	158
Gráfico 4.1.1. Elasticidad del crecimiento de los socios exportadores	161
Gráfico 4.1.2. Crecimiento de los socios exportadores	161

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: los tipos de cambio efectivos reales permanecieron constantes en su nivel promedio del período comprendido entre el 31 de enero y el 28 de febrero de 2014, 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 promedio del petróleo será de US\$104,17 el barril en 2014 y US\$97,92 el barril en 2015, 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 0,4% en 2014 y 0,8% en 2015; la tasa de los depósitos a tres meses en euros será, en promedio, 0,3% en 2014 y 0,4% en 2015, y el promedio de la tasa de los depósitos a seis meses en yenes japoneses será de 0,2% en 2014 y en 2015. 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 el 24 de marzo de 2014.

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, 2013–14 o enero–junio) para indicar los años o meses comprendidos, incluidos los años o meses mencionados.

/ Se emplea entre años o meses (por ejemplo, 2013/14) para indicar un ejercicio fiscal o financiero.

Los “puntos básicos” son centésimos de punto porcentual (por ejemplo, 25 puntos básicos equivalen a ¼ de punto porcentual).

En el caso de algunos países, las cifras de 2013 y períodos anteriores se basan en estimaciones y no en resultados efectivos.

Los datos se basan en años calendario, con la excepción de unos pocos países cuyos datos se basan en el ejercicio fiscal. El cuadro F del apéndice estadístico indica los períodos de referencia de cada país.

No se incluyen las proyecciones para Ucrania debido a la crisis actual.

No se incluyen proyecciones sobre los precios al consumidor de Argentina debido a un quiebre estructural de los datos. Para más detalles, véase la nota 6 del cuadro A7.

La serie del PIB real de Corea se basa en el año de referencia 2005, y no refleja las cuentas nacionales revisadas que se dieron a conocer el 26 de marzo de 2014, que ocurrió posteriormente a la finalización del informe WEO. Estas revisiones exhaustivas incluyen la implementación del *Sistema de Cuentas Nacionales 2008* y la actualización del año de referencia a 2010. Como consecuencia de esas revisiones, el crecimiento del PIB real de 2013 se revisó al alza, de 2,8% (la cifra que consta en los cuadros 2.3 y A2) a 3%.

El 1 de enero de 2014, Letonia pasó a ser el decimoctavo miembro de la zona del euro. Sus datos no están incluidos en los agregados de la zona del euro porque la base de datos aún no se ha convertido a euros, pero sí forman parte de los datos agregados de las economías avanzadas.

A partir de la edición de abril de 2014 del informe WEO, las regiones de Europa central y oriental y las regiones emergentes de Europa han pasado a denominarse Economías emergentes y en desarrollo de Europa. La región en desarrollo de Asia ha pasado a denominarse Economías emergentes y en desarrollo de Asia.

Al igual que en el informe WEO de octubre de 2013, no se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

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 la siguiente dirección:

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 Thomas Helbling, Jefe de División en el Departamento de Estudios, y Jörg Decressin, Subdirector del Departamento de Estudios.

Los principales colaboradores fueron Abdul Abiad, Aseel Almansour, Aqib Aslam, Samya Beidas-Strom, John Bluedorn, Rupa Duttagupta, Davide Furceri, Andrea Pescatori, Marco E. Terrones y Juan Yopez Albornoz.

Colaboraron también Ali Alichí, Angana Banerji, Benjamin Beckers, Alberto Behar, Sami Ben Naceur, Patrick Blagrave, Kevin Clinton, Alexander Culiuc, Joshua Felman, Emilio Fernández Corugedo, Roberto García-Saltos, Roberto Guimarães-Filho, Keiko Honjo, Benjamin Hunt, Dora Iakova, Deniz Igan, Gregorio Impavido, Zoltan Jakab, Douglas Laxton, Lusine Lusinyan, Andre Meier, Pritha Mitra, Dirk Muir, Jean-Marc Natal, Marco Pani, Mahvash Qureshi, Jesmin Rahman, Marina Rousset, Damiano Sandri, John Simon, Serhat Solmaz, Shane Streifel, Yan Sun, Li Tang, Boqun Wang y Shengzu Wang.

Gohar Abajyan, Gavin Asdorian, Shan Chen, Tingyun Chen, Angela Espiritu, Madelyn Estrada, Sinem Kilic Celik, Mitko Grigorov, Cleary A. Haines, Pavel Lukyantsau, Olivia Ma, Tim Mahedy, Anayo Osueke, Katherine Pan, Sidra Rehman, Daniel Rivera Greenwood, Carlos Rondón, Yang Yang y Fan Zhang colaboraron en las tareas de investigación. Luis Cubeddu proporcionó comentarios y sugerencias. Mahnaz Hemmati, Toh Kuan, Emory Oakes y Richard Watson brindaron apoyo técnico. Skeeter Mathurin y Anduriña Espinoza-Wasil se encargaron de la preparación del texto en inglés. Linda Griffin Kean y Michael Harrup, del Departamento de Comunicaciones, editaron el manuscrito en inglés y coordinaron la producción de la publicación, con la asistencia de Lucy Scott Morales y Sherrie Brown. El equipo de Gestión de Datos Básicos del Departamento de Tecnología y Servicios Generales del FMI y Pavel Pimenov, consultor externo, proporcionaron respaldo técnico adicional. 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 21 de marzo de 2014. 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 dinámica que comenzaba a observarse cuando se publicó la edición de octubre de 2013 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) es ahora más visible:

La recuperación económica que en ese momento comenzaba a afianzarse en las economías avanzadas está adquiriendo un alcance más amplio. La consolidación fiscal se está desacelerando, y los inversionistas están menos preocupados por la sostenibilidad de la deuda. Los bancos se están fortaleciendo poco a poco. Aunque estamos muy lejos de una plena recuperación económica, el tema en el tapete ahora es la normalización de la política monetaria, tanto la convencional como la no convencional.

Esta dinámica implica un cambio en el entorno para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Un crecimiento más vigoroso en las economías avanzadas conlleva una mayor demanda de sus exportaciones. La normalización de la política monetaria, sin embargo, entraña condiciones financieras más restrictivas y un contexto financiero más riguroso. Los inversionistas serán menos indulgentes, y las debilidades macroeconómicas acarrearán un costo más alto.

Se han reducido los riesgos agudos, pero los riesgos no han desaparecido del todo. En Estados Unidos, la recuperación económica parece asentarse sobre bases sólidas. En Japón, aún falta que la Abeconomía se traduzca en un aumento de la demanda privada interna para que la recuperación pueda sostenerse. En el sur de Europa no puede darse por descontado el ajuste, sobre todo si la tasa de inflación es baja en el conjunto de la zona del euro. Como se analiza en la edición de abril de 2014 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*), la reforma financiera es incompleta, y el sistema financiero sigue en riesgo. Han surgido riesgos geopolíticos,

aunque aún no han tenido repercusiones macroeconómicas de alcance mundial.

De cara al futuro, la atención debe centrarse cada vez más en la oferta:

En muchas economías avanzadas el crecimiento potencial es muy bajo. Esto es malo de por sí, pero además dificulta el ajuste fiscal. En este contexto, se hace más importante tomar medidas que eleven el crecimiento potencial, que van desde reconsiderar la estructura de las instituciones del mercado laboral hasta incrementar la competencia y la productividad en una serie de sectores de bienes no transables, así como reconsiderar el tamaño del gobierno y examinar el papel de la inversión pública.

Aunque la evidencia no es clara, en muchas economías de mercados emergentes el crecimiento potencial también parece haberse reducido. En algunos países, entre ellos China, esto puede ser, en parte, un subproducto deseable de un crecimiento más equilibrado. En otros, sin duda hay margen para realizar algunas reformas estructurales a fin de mejorar la situación.

Por último, a medida que los efectos de la crisis financiera se disipan lentamente, el panorama puede pasar a estar dominado por otra tendencia: el aumento de la desigualdad de ingresos. Aunque siempre se ha visto a la desigualdad como un problema central, hasta hace poco no se creía que tuviera fuertes repercusiones en los resultados macroeconómicos. Esta creencia está cada vez más en tela de juicio. Analizar de qué forma la desigualdad afecta tanto a la macroeconomía como al diseño de la política macroeconómica probablemente sea un tema cada vez más relevante en nuestra agenda de trabajo.

Olivier Blanchard
Consejero Económico

En general la actividad mundial se ha afianzado y se espera que mejore aún más en 2014–15, en gran parte gracias al ímpetu de las economías avanzadas. Sin embargo, en estas economías la inflación se ha ubicado por debajo de las proyecciones, como consecuencia de brechas aún grandes del producto y de recientes caídas de precios de las materias primas. En muchas economías de mercados emergentes la actividad ha estado por debajo de lo esperado en un entorno financiero externo ya no tan favorable, aunque este grupo continúa contribuyendo a más de dos tercios del crecimiento mundial. Se prevé que el crecimiento de su producto se verá estimulado por el aumento de las exportaciones a las economías avanzadas. En este contexto, los riesgos a la baja enumerados en ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) han disminuido en cierta medida. Cabe hacer tres salvedades: los riesgos vinculados a los mercados emergentes se han agravado, el hecho de que la inflación en las economías avanzadas se encuentre en un nivel inferior al previsto plantea riesgos para la actividad, y han vuelto a surgir tensiones geopolíticas. Aunque la situación ha mejorado, globalmente los riesgos continúan inclinándose a la baja.

Nuevamente, la volatilidad financiera se ha intensificado a fines de enero de este año, y esto pone de relieve los desafíos que les plantea a las economías de mercados emergentes la evolución del entorno externo. La causa inmediata parece haber sido la renovada inquietud de los mercados en torno a los fundamentos económicos de los mercados emergentes. Aunque la presión del mercado fue relativamente generalizada, los países con niveles más altos de inflación y déficits en cuenta corriente más profundos fueron en general los más afectados. Algunas de estas debilidades han estado presentes durante algún tiempo, pero ante las perspectivas de mejor rentabilidad en las economías avanzadas, la actitud de los inversionistas es ahora menos favorable con respecto a los riesgos vinculados a los mercados emergentes. Ante la posibilidad de que los flujos de capitales cambien de dirección, los riesgos relacionados con necesidades

sustanciales de financiamiento externo y depreciaciones monetarias desordenadas constituyen un motivo de inquietud. Algunas economías de mercados emergentes han adoptado políticas macroeconómicas más restrictivas a fin de apuntalar la confianza y reafirmar el compromiso con sus objetivos de política. Globalmente, las condiciones financieras para algunas economías de mercados emergentes son más tensas que cuando se publicó la edición de octubre de 2013 del informe WEO. El costo del capital ha aumentado en consecuencia, lo cual enfriará la inversión y le restará ímpetu al crecimiento, según las previsiones.

De cara al futuro, se proyecta que el crecimiento mundial se incrementará de 3% en 2013 a 3,6% en 2014 y 3,9% en 2015, lo que no representa mayores cambios respecto de los pronósticos de octubre de 2013. En las economías avanzadas, el crecimiento aumentaría a aproximadamente 2¼% en 2014–15; es decir, una mejora de alrededor de 1 punto porcentual en comparación con 2013. Los principales factores detrás de ese cambio son la aplicación de políticas fiscales menos restrictivas, excepto en Japón, y la decisión de mantener condiciones monetarias sumamente acomodaticias. El crecimiento más fuerte se registrará en Estados Unidos y rondará 2¾%. Se proyecta un crecimiento positivo pero variado en la zona del euro: más fuerte en su núcleo y más débil en los países con un elevado nivel de deuda (tanto pública como privada) y fragmentación financiera, factores que ambos actuarán como un lastre para la demanda interna. En cuanto a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se proyecta que el crecimiento repuntará paulatinamente de 4,7% en 2013 a aproximadamente 5% en 2014 y 5¼% en 2015. El crecimiento se verá respaldado por el fortalecimiento de la demanda externa de las economías avanzadas, aunque el empeoramiento de las condiciones financieras moderará el aumento de la demanda interna. En China, se espera que el crecimiento se mantenga en torno a 7½% en 2014 debido a que las autoridades procuran enfriar el crédito y promover reformas, asegurando al mismo tiempo una transición paulatina hacia una trayectoria de crecimiento más equilibrada y sostenible.

La recuperación mundial aún es frágil, a pesar de la mejora de las perspectivas. También persisten riesgos a la baja, tanto viejos como nuevos. En los últimos tiempos, han surgido nuevos riesgos geopolíticos. En cuanto a los riesgos viejos, los relacionados con las *economías de mercados emergentes* se han agravado con la evolución de las condiciones externas. Como lo puso de relieve la edición de abril de 2014 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR), una normalización inesperadamente rápida de la política monetaria estadounidense o nuevos estallidos de fuerte aversión al riesgo por parte de los inversionistas podrían exacerbar la turbulencia financiera. Eso podría traducirse en difíciles ajustes en algunas economías de mercados emergentes, con un riesgo de contagio y tensión financiera generalizada, y —por ende— de contracción del crecimiento.

En las *economías avanzadas*, los riesgos para la actividad relacionados con un nivel de inflación muy bajo han pasado a primer plano, especialmente en la zona del euro, donde las grandes brechas del producto han contribuido al bajo nivel de inflación. Dado que la inflación probablemente se mantendrá por debajo de la meta durante algún tiempo, las expectativas inflacionarias a más largo plazo podrían reducirse poco a poco, lo que conduciría a un nivel aún más bajo que el previsto actualmente o posiblemente a una situación de deflación de concretarse otros riesgos a la baja para la actividad. El resultado sería un alza de las tasas de interés reales, un aumento de la carga de la deuda privada y pública, y un debilitamiento de la demanda y del producto.

El fortalecimiento de la recuperación de las economías avanzadas tras la Gran Recesión constituye un hecho positivo. Pero el crecimiento aún no tiene el mismo grado de solidez en el mundo entero, y es necesario redoblar los esfuerzos a nivel de las políticas por restablecer plenamente la confianza, lograr un crecimiento robusto y disipar los riesgos a la baja.

Las autoridades de las economías avanzadas deben evitar un repliegue prematuro de la política monetaria acomodaticia. En un contexto de consolidación fiscal ininterrumpida, de brechas del producto aún grandes y de niveles muy bajos de inflación, la política monetaria debería conservar la orientación acomodaticia. En la zona del euro, se necesita una distensión monetaria mayor —que no descarte el uso de medidas no convencionales— para sustentar la actividad y

contribuir a lograr el objetivo de estabilidad de precios del Banco Central Europeo, mitigando así los riesgos de una disminución aun mayor de la inflación o de deflación propiamente dicha. Un nivel bajo y sostenido de inflación probablemente no sería conducente a una recuperación adecuada del crecimiento económico. En Japón, la implementación de las dos flechas restantes de la Abeconomía —reforma estructural y planes de consolidación fiscal más allá de 2015— es fundamental para lograr la meta de inflación y un crecimiento sostenido más fuerte. La necesidad de planes fiscales a mediano plazo creíbles, sin embargo, no se limita solo a Japón. La edición de abril de 2014 del informe *Monitor Fiscal* subraya que los elevados saldos de deuda pública sumados a la ausencia de planes de ajuste a mediano plazo que incluyan medidas concretas y reformas profundas de las prestaciones sociales son el principal factor detrás de los agudos riesgos fiscales a mediano plazo que pesan sobre las economías avanzadas, incluido Estados Unidos. En la zona del euro, el saneamiento de los balances bancarios en el contexto de una evaluación creíble de la calidad de los activos y una recapitalización de los bancos débiles será indispensable para apuntalar la confianza y reavivar el crédito. También es esencial para el logro de estas metas llevar a término una unión bancaria que incluya un mecanismo de resolución único e independiente con capacidad para poner en marcha a tiempo la resolución de instituciones bancarias, así como mecanismos de respaldo comunes que permitan quebrar el vínculo entre los bancos y los entes soberanos. Se necesitan más reformas estructurales para mejorar las perspectivas de la inversión y la actividad económica.

Las *economías de mercados emergentes* tendrán que sobreponerse a la turbulencia y mantener un vigoroso crecimiento a mediano plazo. Las medidas de política adecuadas variarán según la economía. Sin embargo, algunas prioridades son comunes para muchas. Primero, las autoridades deben permitir que los tipos de cambio respondan a la evolución de los fundamentos económicos y faciliten el ajuste externo. Si las reservas internacionales son adecuadas, se puede recurrir a intervenciones en el mercado de cambio para suavizar la volatilidad y evitar trastornos financieros. Segundo, en las economías cuya inflación todavía está a un nivel relativamente alto o en que hay grandes riesgos de que la reciente depreciación de la moneda alimente la inflación subyacente, quizá sea necesario endurecer aún más la política monetaria. Si la credibilidad de las polí-

ticas resulta problemática, quizá sea necesario mejorar la transparencia y coherencia de los marcos de política para que ese endurecimiento surta efecto. Tercero, en el ámbito fiscal, las autoridades deben reducir los déficits presupuestarios, aunque esa medida no reviste la misma urgencia en todas las economías. Es necesario tomar medidas inmediatas en los casos en que la deuda pública ya es elevada y las consiguientes necesidades de refinanciamiento constituyen una fuente de vulnerabilidad. Cuarto, muchas economías necesitan una nueva ronda de reformas estructurales que incluyan inversión en infraestructura pública, eliminación de los obstáculos al ingreso en los mercados de productos y servicios, y, en el caso de China, un reequilibramiento del creci-

miento, alejándolo de la inversión y orientándolo hacia el consumo.

Los *países de bajo ingreso* tendrán que evitar una acumulación de la deuda externa y pública. Muchos han logrado mantener un crecimiento vigoroso, en parte gracias al fortalecimiento de su política macroeconómica, pero el entorno externo también ha cambiado para este grupo. La inversión extranjera directa ha comenzado a moderarse a medida que bajan los precios de las materias primas, y los ingresos presupuestarios y las entradas de divisas generados por las materias primas se encuentran en peligro. Para evitar una acumulación de la deuda externa y pública, será importante ajustar a tiempo las políticas.

La actividad mundial cobró ímpetu durante el segundo semestre de 2013 y, según las previsiones, mejorará más en 2014–15. Ese impulso procede principalmente de las economías avanzadas, aunque no todas se están recuperando de la misma manera. Dado que las condiciones monetarias son propicias y que ha disminuido el efecto de lastre generado por la consolidación fiscal, se proyecta que el crecimiento anual supere la tendencia en Estados Unidos y sea cercano a la tendencia en las economías del núcleo de la zona del euro. En las economías de la zona del euro sometidas a tensiones, sin embargo, se prevé que el crecimiento seguirá siendo débil y frágil, dado que el elevado nivel de la deuda y la fragmentación financiera enfriarían la demanda interna. En cuanto a Japón, se proyecta que la consolidación fiscal de 2014–15 se traduzca en cierta moderación del crecimiento. Según las previsiones, el crecimiento de las economías de mercados emergentes repuntará solo en pequeña medida. Estas economías se están ajustando a condiciones financieras externas menos propicias, en las cuales los inversionistas internacionales son más sensibles a la debilidad y las vulnerabilidades de las políticas contra el trasfondo de perspectivas de mejor crecimiento y normalización de la política monetaria en algunas economías avanzadas. En consecuencia, las condiciones financieras de las economías de mercados emergentes han desmejorado desde la edición de octubre de 2013 de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés), y se han mantenido generalmente estables en las economías avanzadas. Continúan predominando los riesgos a la baja en torno a las perspectivas mundiales de crecimiento, a pesar de algunos riesgos al alza en Estados Unidos, el Reino Unido y Alemania. En el caso de las economías avanzadas, entre los principales motivos de inquietud cabe mencionar los riesgos a la baja que plantean el bajo nivel de inflación y la posibilidad de un dilatado período de crecimiento débil, especialmente en la zona del euro y Japón. Aunque las brechas del producto siguen siendo grandes en general, la orientación de la política monetaria debería seguir siendo acomodaticia, teniendo en cuenta la continua consolidación fiscal. En las economías de mercados emergentes, las vulnerabilidades parecen estar mayormente focalizadas. No obstante, dado que las entradas de capitales podrían disminuir o cambiar de

dirección, no ha desaparecido el riesgo de una desaceleración general aún más pronunciada en estas economías. Por lo tanto, las economías de mercados emergentes y en desarrollo deben estar preparadas para sobreponerse a la turbulencia de los mercados y reducir las vulnerabilidades externas.

Perspectiva de la demanda y de la actividad

El crecimiento mundial repuntó en el segundo semestre de 2013, promediando 3⅔%, lo cual representa un aumento marcado respecto del 2⅔% registrado durante los seis meses previos. Gran parte de ese repunte tuvo lugar en las economías avanzadas, en tanto que el crecimiento en los mercados emergentes apenas fue modesto (gráfico 1.1, panel 2). La intensificación de la actividad se vio reflejada en el comercio internacional y la producción industrial (gráfico 1.1, panel 1).

Los últimos datos recibidos sugieren una ligera moderación del crecimiento mundial en el primer semestre de 2014. La aceleración de la actividad mundial hacia fines de 2013, que fue más fuerte de la prevista, fue producto en parte de alzas de la acumulación de existencias que volverán a bajar. Globalmente, sin embargo, en términos generales las perspectivas no han cambiado desde la edición de octubre de 2013 del informe WEO: se proyecta que el crecimiento mundial avance a 3,6% en 2014 y luego a 3,9% en 2015 (cuadro 1.1).

- *Estados Unidos* dio un fuerte impulso al crecimiento mundial: su economía (gráfico 1.2, panel 1) creció 3¼% en el segundo semestre de 2013; es decir, con más fuerza de lo previsto en la edición de octubre de 2013 del informe WEO. Parte de este movimiento sorpresivo al alza es atribuible a un vigoroso aumento de las exportaciones y a aumentos pasajeros de la demanda de existencias. Los indicadores recientes apuntan a cierto enfriamiento a comienzos de 2014, que en gran parte parece estar relacionado con condiciones meteorológicas inusualmente desfavorables, aunque es posible que estén contribuyendo también las consecuencias de aumentos anteriores de la demanda de existencias. No obstante, el crecimiento

Cuadro 1.1. Panorama de las proyecciones de Perspectivas de la economía mundial
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	Interanual						T4 a T4		
	2012	2013	Proyecciones		Diferencia con las proy. de la actualización de enero de 2014 del informe WEO		Estimaciones 2013	Proyecciones	
			2014	2015	2014	2015		2014	2015
Producto mundial¹	3,2	3,0	3,6	3,9	-0,1	-0,1	3,3	3,6	3,7
Economías avanzadas	1,4	1,3	2,2	2,3	0,0	0,0	2,1	2,1	2,4
Estados Unidos	2,8	1,9	2,8	3,0	0,0	0,0	2,6	2,7	3,0
Zona del euro ²	-0,7	-0,5	1,2	1,5	0,1	0,1	0,5	1,3	1,5
Alemania	0,9	0,5	1,7	1,6	0,2	0,1	1,4	1,6	1,7
Francia	0,0	0,3	1,0	1,5	0,1	0,0	0,8	1,2	1,6
Italia	-2,4	-1,9	0,6	1,1	0,0	0,0	-0,9	0,7	1,4
España	-1,6	-1,2	0,9	1,0	0,3	0,2	-0,2	1,1	0,9
Japón	1,4	1,5	1,4	1,0	-0,3	0,0	2,5	1,2	0,5
Reino Unido	0,3	1,8	2,9	2,5	0,4	0,3	2,7	3,0	1,9
Canadá	1,7	2,0	2,3	2,4	0,1	0,0	2,7	2,1	2,4
Otras economías avanzadas ³	1,9	2,3	3,0	3,2	0,1	0,0	2,9	2,7	3,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo⁴	5,0	4,7	4,9	5,3	-0,2	-0,1	4,8	5,2	5,3
África subsahariana	4,9	4,9	5,4	5,5	-0,7	-0,3	...	...	...
Sudáfrica	2,5	1,9	2,3	2,7	-0,5	-0,6	2,1	2,1	3,0
América Latina y el Caribe	3,1	2,7	2,5	3,0	-0,4	-0,3	1,9	3,1	2,5
Brasil	1,0	2,3	1,8	2,7	-0,5	-0,2	1,9	2,0	2,9
México	3,9	1,1	3,0	3,5	0,0	0,0	0,6	4,5	2,4
Comunidad de Estados Independientes	3,4	2,1	2,3	3,1	-0,3	0,1	1,3	2,0	2,5
Rusia	3,4	1,3	1,3	2,3	-0,6	-0,2	1,1	1,6	2,5
Excluido Rusia	3,3	3,9	5,3	5,7	1,2	1,4	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	6,7	6,5	6,7	6,8	0,0	0,0	6,4	6,7	6,8
China	7,7	7,7	7,5	7,3	0,0	0,0	7,7	7,6	7,2
India ⁵	4,7	4,4	5,4	6,4	0,0	0,0	4,7	5,7	6,5
ASEAN-5 ⁶	6,2	5,2	4,9	5,4	-0,2	-0,2	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	1,4	2,8	2,4	2,9	-0,5	-0,2	3,6	2,5	2,9
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	4,2	2,4	3,2	4,4	-0,1	-0,4	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>									
Unión Europea	-0,3	0,2	1,6	1,8	0,2	0,1	1,1	1,7	1,7
Países en desarrollo de bajo ingreso	5,7	6,1	6,3	6,5	-0,3	0,1	...	...	...
Oriente Medio y Norte de África	4,1	2,2	3,2	4,5	-0,2	-0,5	...	...	...
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	2,5	2,4	3,1	3,3	0,0	0,0	2,8	3,0	3,2
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	2,8	3,0	4,3	5,3	-0,1	0,1	...	...	...
<i>Importaciones</i>									
Economías avanzadas	1,1	1,4	3,5	4,5	0,1	0,3	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,8	5,6	5,2	6,3	-0,7	-0,1	...	...	...
<i>Exportaciones</i>									
Economías avanzadas	2,1	2,3	4,2	4,8	0,2	0,1	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,2	4,4	5,0	6,2	-0,4	-0,1	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)									
Petróleo ⁷	1,0	-0,9	0,1	-6,0	0,4	-0,8	2,6	-2,3	-6,3
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	-10,0	-1,2	-3,5	-3,9	2,7	-1,5	-3,0	-3,2	-3,0
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	2,0	1,4	1,5	1,6	-0,2	-0,1	1,2	1,6	1,7
Economías de mercados emergentes y en desarrollo ⁴	6,0	5,8	5,5	5,2	-0,2	-0,1	5,3	5,1	4,7
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU. (seis meses)	0,7	0,4	0,4	0,8	0,0	0,3	...	...	...
Sobre los depósitos en euros (tres meses)	0,6	0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,2	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses (seis meses)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	...	...	...

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 31 de enero y el 28 de febrero de 2014. 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. Las proyecciones de Ucrania se excluyen de la edición de abril de 2014 del informe WEO debido a la crisis actual, pero se incluyeron en la actualización de enero de 2014 de dicho informe. Letonia forma parte del grupo de las economías avanzadas; en la actualización de enero de 2014 del informe WEO figuraba entre las economías emergentes y en desarrollo.

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

²Excluido Letonia.

³Excluidos el G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, el Reino Unido) y los países de la zona del euro, pero se incluye Letonia.

⁴Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan aproximadamente el 80% de las economías emergentes y en desarrollo.

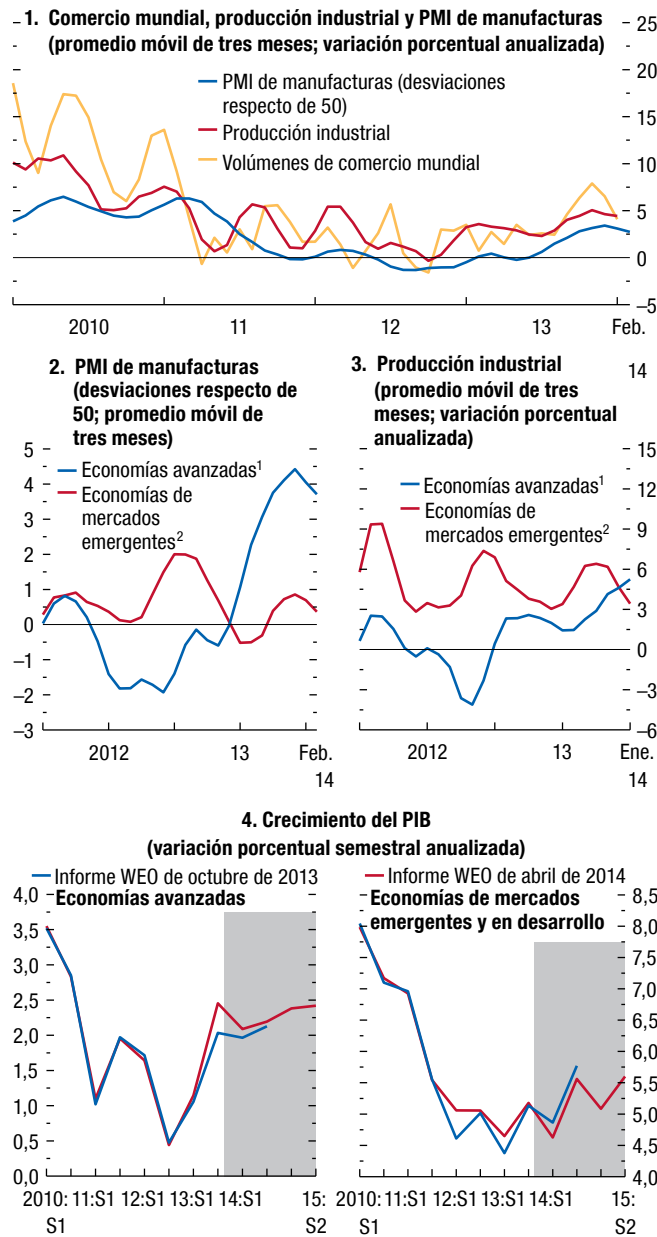
⁵En el caso de India, los datos y proyecciones se presentan en base al ejercicio fiscal, y el crecimiento del producto, en base al PIB a precios de mercado. Las correspondientes proyecciones de crecimiento del PIB al costo de los factores ascienden a 4,6%, 5,4% y 6,4% en 2013, 2014 y 2015, respectivamente.

⁶Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

⁷Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue US\$104,07 en 2013; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es US\$104,17 en 2014 y US\$97,92 en 2015.

Gráfico 1.1. Indicadores de la actividad mundial

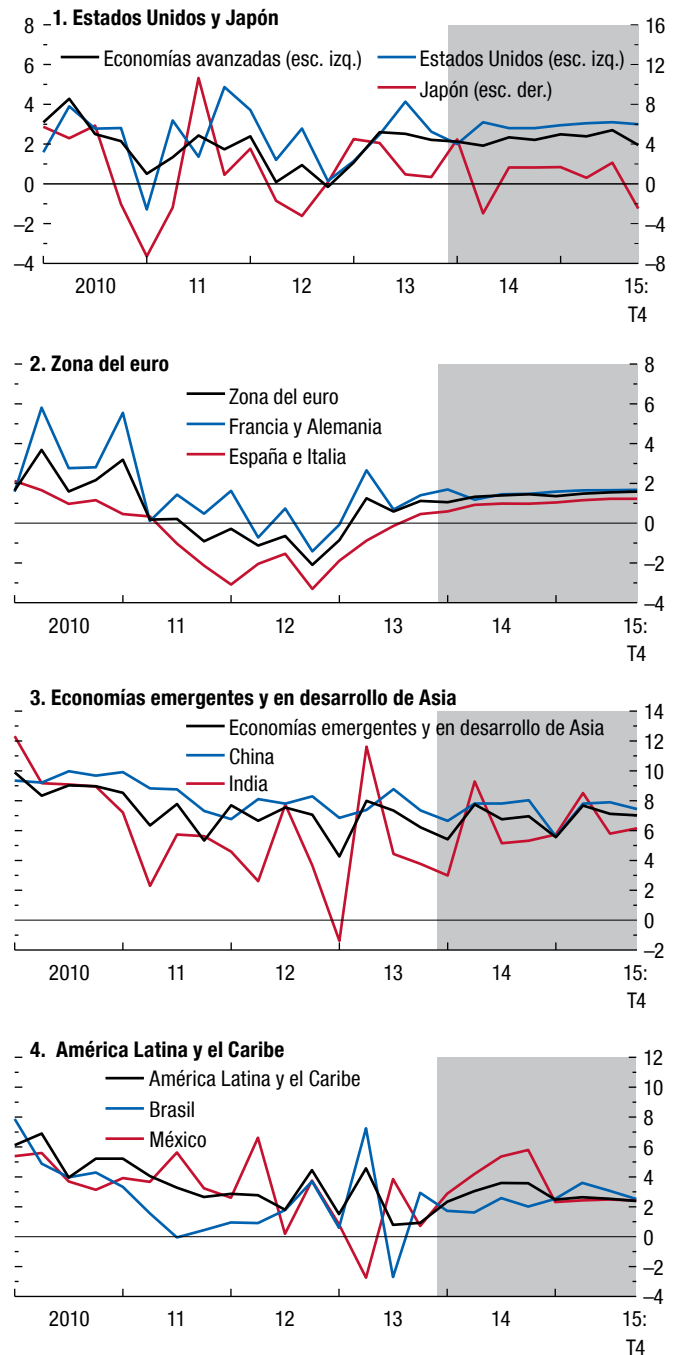
La actividad mundial cobró ímpetu en el segundo semestre de 2013, al igual que el comercio mundial, pero el repunte fue desigual: generalizado en las economías avanzadas, pero despasejo en las economías de mercados emergentes. Aunque el crecimiento de las exportaciones se afianzó, el de la demanda interna se mantuvo mayormente invariable.



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Haver Analytics, Markit Economics y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: PI = producción industrial; PMI = índice de gerentes de compras.
¹Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega (solo PI), Nueva Zelanda, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong (solo PI), Reino Unido, República Checa, Singapur, Suecia (solo PI), Suiza, zona del euro.
²Argentina (solo PI), Brasil, Bulgaria (solo PI), Chile (solo PI), China, Colombia (solo PI), Filipinas (solo PI), Hungría, India, Indonesia, Letonia (solo PI), Lituania, Malasia (solo PI), México, Pakistán (solo PI), Perú (solo PI), Polonia, Rumania (solo PI), Rusia, Sudáfrica, Tailandia (solo PI), Turquía, Ucrania (solo PI), Venezuela (solo PI).

Gráfico 1.2. Pronósticos de crecimiento del PIB (Variación porcentual trimestral anualizada)

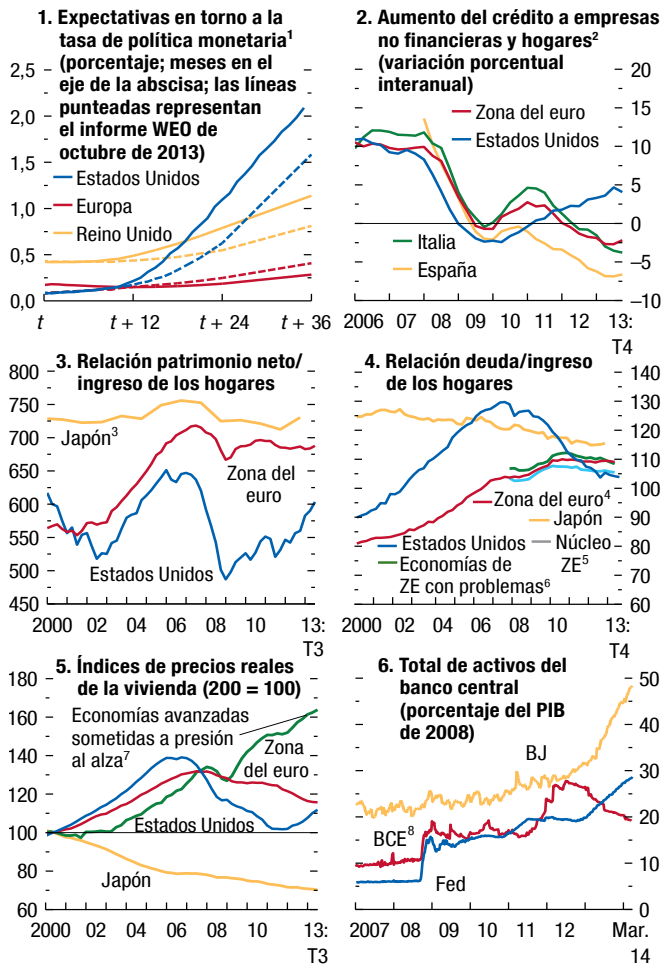
El crecimiento de las economías avanzadas experimentará un aumento moderado, según las proyecciones, en 2014-15, cobrando ímpetu gracias a los avances realizados en 2013. El crecimiento de Estados Unidos se mantendrá por encima de la tendencia, y el crecimiento de Japón se moderará, de acuerdo con las previsiones, principalmente como consecuencia de una carga fiscal pequeña. Entre las economías de mercados emergentes, el crecimiento conservaría el vigor en las economías emergentes y en desarrollo de Asia y se recuperaría en cierta medida en América Latina y el Caribe.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 1.3. Condiciones monetarias en las economías avanzadas

Las condiciones monetarias se han mantenido generalmente acomodaticias en las economías avanzadas, pero más en Estados Unidos que en la zona del euro o Japón. Las tasas de política monetaria se mantienen cerca del límite inferior cero, pero se prevé que subirán a partir de 2015, especialmente en Estados Unidos, donde se han recuperado el patrimonio neto de los hogares y los precios inmobiliarios. La deuda de los hogares se ha estabilizado, en términos generales, en la zona del euro en relación con el ingreso disponible, y ha disminuido con fuerza en Estados Unidos. El crédito al sector privado no financiero sigue disminuyendo en la zona del euro, por efecto de las estrictas normas de concesión de crédito y la debilidad de la demanda.



Fuentes: Banco de America/Merrill Lynch; Banco de Italia; Banco de España; Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: BJ = Banco de Japón; ZE = zona del euro; BCE = Banco Central Europeo; Fed = Reserva Federal.

¹Las expectativas se basan en los futuros sobre la tasa de los fondos federales (Estados Unidos), la tasa interbancaria a un día promedio en libra esterlina (Reino Unido) y la tasa a término ofrecida en el mercado interbancario en euros (Europa); datos actualizados al 26 de marzo de 2014.
²Se utilizan datos sobre el flujo de fondos para España, Estados Unidos y la zona del euro. Los préstamos bancarios italianos a residentes italianos están corregidos para tener en cuenta las titulaciones.
³Interpolación a partir del patrimonio neto anual como porcentaje del ingreso disponible.
⁴La zona del euro incluye los empleadores de subsectores (incluidos los trabajadores por cuenta propia).
⁵Alemania, Austria, Eslovenia, Francia, Países Bajos. Para calcular la relación de los Países Bajos se utilizan los préstamos.
⁶España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal.
⁷Países sometidos a presiones al alza: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Israel, Noruega, RAE de Hong Kong, Singapur, Suecia, Suiza.
⁸Los cálculos del BCE se basan en el estado financiero semanal del Eurosistema.

anual de 2014–15 superaría la tendencia, rondando 2¾% (cuadro 1.1). La moderación de la consolidación fiscal es un factor favorable; se estima que la diferencia del saldo estructural primario disminuirá de poco más de 2% del PIB en 2013 a aproximadamente ½% en 2014–15. Otros factores propicios son las condiciones monetarias acomodaticias y la recuperación del sector inmobiliario tras una larga depresión (gráfico 1.3, panel 5), el aumento de la riqueza de los hogares (gráfico 1.3, panel 3) y la mejora de las condiciones de crédito bancario.

- En la *zona del euro*, el crecimiento es ahora positivo. En Alemania, las condiciones monetarias propicias, el vigor del mercado laboral y el afianzamiento de la confianza han apuntalado el repunte de la demanda interna, que se ha visto reflejado sobre todo en un aumento del consumo y un tímido reavivamiento de la inversión, pero también en el sector de la vivienda. En toda la zona del euro, la fuerte reducción del ritmo de endurecimiento de la política fiscal —de alrededor de 1% del PIB en 2013 a ¼% del PIB— contribuiría a estimular el crecimiento (gráfico 1.4, panel 1). Fuera del núcleo de la zona, la exportación neta y la estabilización de la demanda interna han contribuido a la reactivación.
- Sin embargo, se prevé que el *aumento* de la demanda seguirá ligeramente deprimido, dado que persisten la fragmentación financiera, la escasez de crédito (véase el gráfico 1.3, panel 2) y la elevada carga de la deuda empresarial. Como se explica en el recuadro 1.1, aún no se han superado totalmente los shocks de la oferta de crédito que han sufrido algunas economías, y estos continúan afectando negativamente el crédito y el crecimiento. Al mismo tiempo, la demanda de crédito también es débil, debido a los problemas que aquejan a los balances empresariales. En términos globales, el crecimiento económico en la zona del euro alcanzaría, según las proyecciones, solo 1,2% en 2014 y 1½% en 2015.
- En *Japón*, según las previsiones, algunos factores subyacentes que alimentan el crecimiento se fortalecerán; entre ellos se destacan la inversión privada y las exportaciones, dado el mayor crecimiento en los países socios y la depreciación sustancial que experimentó el yen durante los 12 últimos meses, aproximadamente. No obstante, la actividad global experimentará, según las proyecciones, una disminución moderada en respuesta a la adopción de una política fiscal más restrictiva en 2014–15. Ese endurecimiento es resultado de un aumento en dos etapas de la tasa del impuesto

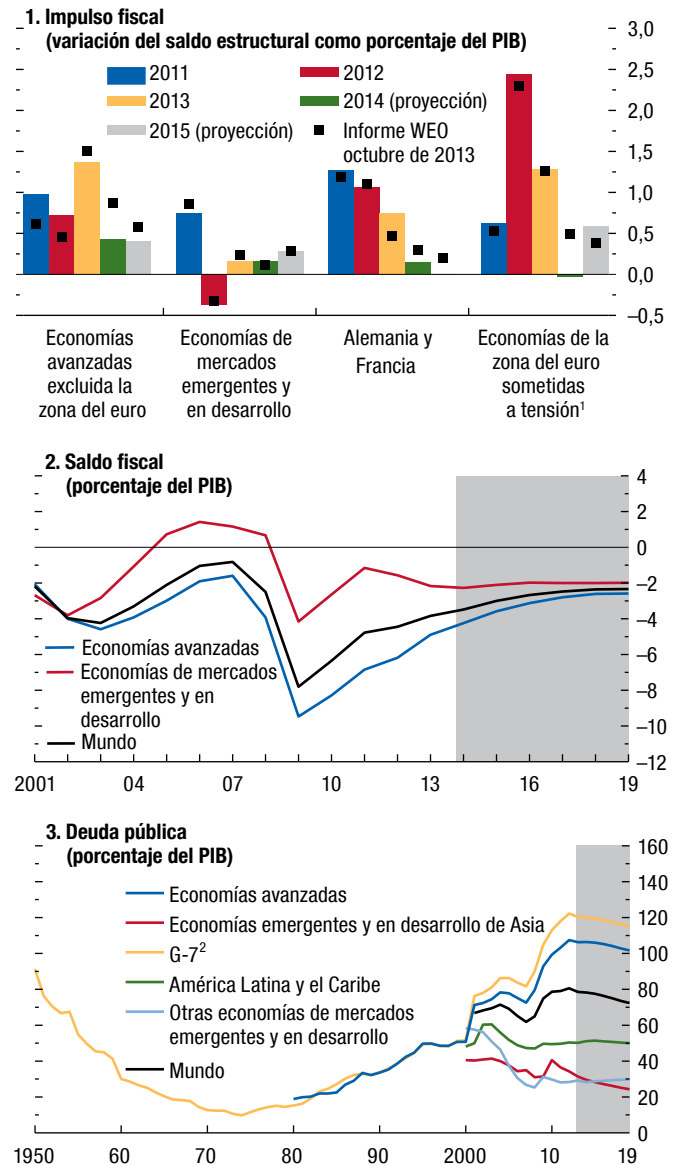
sobre el consumo: de 5% a 8% en el segundo trimestre de 2014 y luego a 10% en el cuarto trimestre de 2015— y al repliegue del gasto en reconstrucción y el primer paquete de estímulos del programa de Abeconomía. Sin embargo, el endurecimiento de la orientación de la política fiscal en 2014, equivalente a alrededor de 1% del PIB, será más moderado de lo previsto en la edición de octubre de 2013 del informe WEO, como resultado de un nuevo estímulo fiscal equivalente a aproximadamente 1% del PIB. Se proyecta que este estímulo reducirá el impacto negativo del endurecimiento en el crecimiento en 0,4 puntos porcentuales, a 0,3% del PIB en 2014. En 2015, el efecto negativo de la orientación fiscal en el crecimiento aumentaría a ½% del PIB. Globalmente, el crecimiento ascendería a 1,4% en 2014 y 1,0% en 2015.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento repuntó ligeramente en el segundo semestre de 2013. Este ímpetu cíclico fue más débil que el de las economías avanzadas debido a los efectos contrarios de dos fuerzas en el crecimiento. Por un lado, el crecimiento de las exportaciones fue más fuerte gracias a la intensificación de la actividad en las economías avanzadas y a la depreciación de las monedas. Las proyecciones apuntan a políticas fiscales generalmente neutrales (véase el gráfico 1.4, panel 1). Por otra parte, la debilidad de la inversión persistió, y tanto el financiamiento externo como las condiciones financieras internas desmejoraron cada vez más. Las restricciones del lado de la oferta y otras restricciones estructurales que afectan a la inversión y al producto potencial (por ejemplo, estrangulamientos de la infraestructura) representan problemas para algunas economías. Se prevé que estas fuerzas compensatorias sigan haciendo sentir sus efectos durante gran parte de 2014. Sin embargo, globalmente, las economías de mercados emergentes y en desarrollo continúan contribuyendo a más de dos tercios del crecimiento mundial, y su crecimiento aumentaría de 4,7% en 2013 a 4,9% en 2014 y 5,3% en 2015.

- El pronóstico para China es que el crecimiento se mantendrá invariable en líneas generales, en torno a 7½% en 2014–15; o sea, apenas ligeramente menos que en 2012–13. Esta proyección se basa en el supuesto de que las autoridades poco a poco ponen rienda a la rápida expansión del crédito y avanzan en la implementación de su proyecto de reforma para encauzar la economía por una trayectoria más equilibrada y sostenible del crecimiento. En cuanto a India, según las proyecciones, el crecimiento del PIB

Gráfico 1.4. Políticas fiscales

Se prevé una moderación de la carga fiscal en las economías avanzadas en 2014, excepto en el caso de Japón, y un aumento en 2015. Este aumento se debe principalmente a la segunda etapa del alza del impuesto sobre el consumo y al repliegue del estímulo fiscal en Japón. En cuanto a las economías de mercados emergentes, se proyecta que la orientación fiscal seguirá siendo neutral en términos generales en 2014, pero que se endurecerá en 2015, cuando la actividad se haya fortalecido.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal.

²El G-7 está integrado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

- real se incrementará a 5,4% en 2014 y 6,4% en 2015, suponiendo que prosperen los esfuerzos del gobierno por reavivar el aumento de la inversión y que la expansión de las exportaciones cobre ímpetu tras la reciente depreciación de la rupia (gráfico 1.2, panel 3; cuadro 1.1). En otras economías emergentes y en desarrollo de Asia, el crecimiento se mantendría en 5,3% en 2014 debido al endurecimiento de las condiciones financieras externas e internas, y luego aumentaría a 5,7% en 2015 gracias al fortalecimiento de la demanda externa y al debilitamiento de las monedas.
- Con respecto al crecimiento regional de América Latina, se prevé únicamente una pequeña aceleración de la actividad: el crecimiento aumentaría de 2½% en 2014 a 3% en 2015 (gráfico 1.2, panel 4). Algunas economías experimentaron hace poco fuertes presiones de los mercados, y el empeoramiento de las condiciones financieras será un lastre para el crecimiento. Se observan importantes diferencias entre las grandes economías de la región. En el caso de México, se prevé que el crecimiento se incrementará a 3% en 2014, gracias a una orientación más expansiva de la política macroeconómica, la desaparición de los factores especiales que explican la baja tasa del crecimiento registrada en 2013 y las repercusiones del aumento del crecimiento en Estados Unidos. Se prevé que el crecimiento aumentará a 3½% en 2015, a medida que se hagan sentir los efectos de las grandes reformas estructurales. La actividad en Brasil sigue siendo atenuada. La demanda está respaldada por la reciente depreciación del real y por el continuo vigor del alza de los sueldos y del consumo, pero la inversión privada sigue siendo débil, en parte como consecuencia de la escasa confianza empresarial. Las perspectivas a corto plazo de Argentina y Venezuela han vuelto a desmejorar. Ambas economías continúan lidiando con difíciles condiciones de financiamiento externo y con el impacto negativo de nuevos controles cambiarios y administrativos en el producto.
 - En África subsahariana, se prevé que el crecimiento aumentará de 4,9% en 2013 a 5½% en 2014–15. Se proyecta que el crecimiento de Sudáfrica experimentará una ligera mejora gracias al fortalecimiento de la demanda externa. Se prevé que en otras economías de la región los proyectos relacionados con materias primas respaldarán un aumento del crecimiento. Las monedas se han depreciado sustancialmente en algunas economías.
 - En Oriente Medio y Norte de África, el crecimiento regional aumentaría de manera moderada en 2014–15. La recuperación se debe mayormente a las economías exportadoras de petróleo, cuyo elevado nivel de gasto público contribuye al vigor del sector no petrolero en algunas economías; entre tanto, para otras se prevé un alivio parcial de las dificultades en el suministro de petróleo. Muchas economías importadoras de petróleo continúan lidiando con difíciles condiciones sociopolíticas y de seguridad, que pesan sobre la confianza y la actividad económica.
 - Las perspectivas a corto plazo de Rusia y muchas otras economías de la Comunidad de Estados Independientes han sido revisadas a la baja, ya que el crecimiento se vería obstaculizado por las secuelas de los sucesos recientes en Rusia y Ucrania y por los riesgos geopolíticos que han generado. La inversión, por su parte, ha sido débil, en parte como consecuencia de la incertidumbre en torno a las políticas. En las economías emergentes y en desarrollo de Europa, el crecimiento se enfriaría en 2014 y luego se recuperaría moderadamente en 2015 pese a la reactivación de la demanda de Europa occidental, en gran medida como consecuencia de la evolución de las condiciones financieras externas y el reciente endurecimiento de las políticas en Turquía.
 - El crecimiento en las economías en desarrollo de bajo ingreso repuntó a 6% en 2013, principalmente gracias al impulso generado por la robusta demanda interna. Para 2014–15 se proyecta un pequeño salto a alrededor de 6½%, gracias al respaldo que proporcionarían el fortalecimiento de la recuperación en las economías avanzadas y la expansión robusta e ininterrumpida de la demanda interna privada.

Bajo nivel de inflación

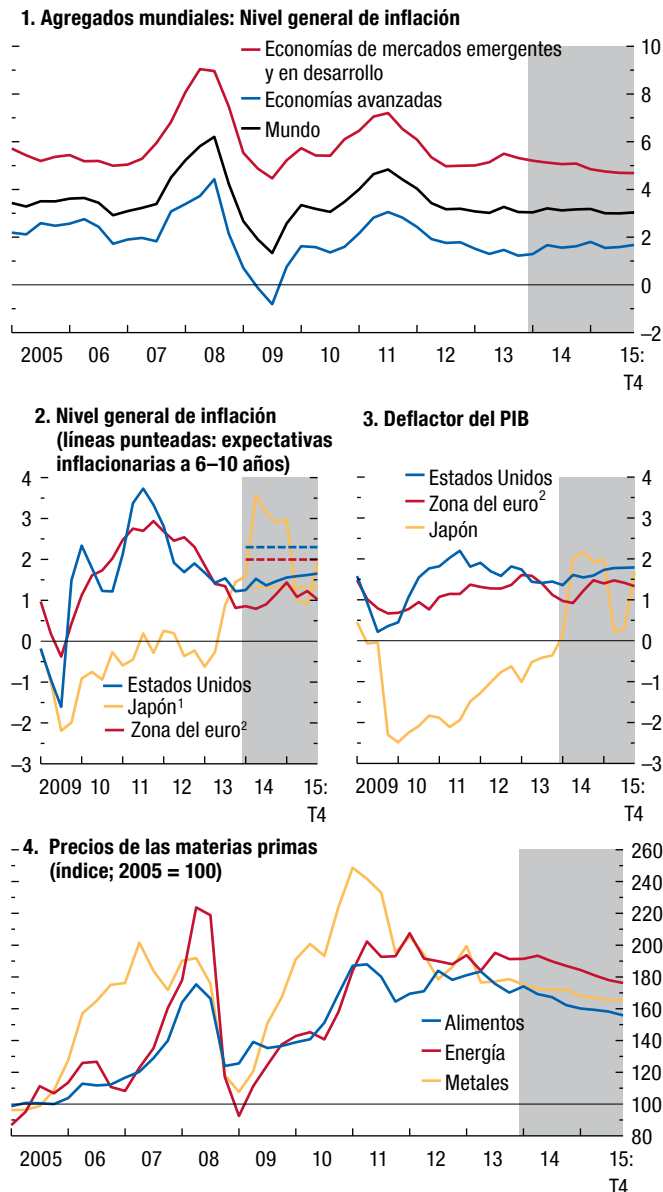
La presión inflacionaria seguiría siendo atenuada (gráfico 1.5, panel 1). La actividad aún se encuentra sustancialmente por debajo del producto potencial en las economías avanzadas, y a menudo cerca o ligeramente por debajo del potencial en las economías de mercados emergentes y en desarrollo (gráfico 1.6, panel 1).

La caída de precios de las materias primas, especialmente combustibles y alimentos, representa una fuerza común detrás del reciente retroceso del nivel general de inflación en el mundo entero (gráfico 1.5, panel 4). Según las proyecciones, los precios de las materias primas en términos del dólar de EE.UU. volverán a bajar ligeramente en 2014–15, en parte como consecuencia de la trayectoria que implican los precios de los futuros sobre materias primas. Sin embargo, tal como se explica

Gráfico 1.5. Inflación mundial

(Variación porcentual interanual, salvo indicación en contrario)

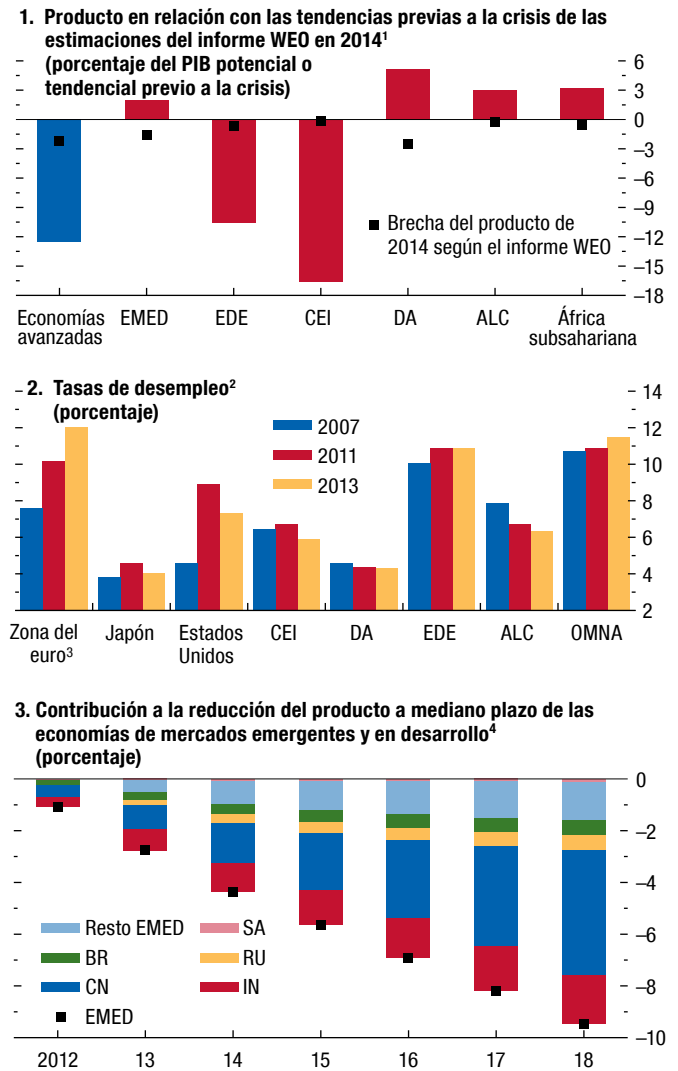
Se proyecta que, en términos generales, la inflación seguirá siendo moderada en 2014–15, con brechas de producto negativas persistentes y considerables en las economías avanzadas, debilitamiento de la demanda interna en varias economías de mercados emergentes y retroceso de los precios de las materias primas. En Estados Unidos y la zona del euro se prevé que el nivel general de inflación se mantendrá por debajo de las expectativas inflacionarias a más largo plazo, lo cual podría conducir a ajustes de las expectativas y riesgos de aumento de las cargas de deuda y las tasas de interés reales.



Fuentes: Consensus Economics; Haver Analytics; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹En Japón, el aumento de la inflación en 2014 refleja, en gran medida, el alza del impuesto sobre el consumo.
²Excluido Letonia.

Gráfico 1.6. Capacidad, desempleo y tendencia del producto

El producto de las economías emergentes y en desarrollo de África subsahariana, América Latina y Asia se mantiene por encima de la tendencia previa a la crisis, pero las brechas del producto del informe WEO no indican que el producto se encuentre por encima de la capacidad. A pesar de la desaceleración del crecimiento económico, las tasas de desempleo han seguido disminuyendo ligeramente en las economías emergentes de América Latina y Asia. El personal técnico del FMI ha revisado a la baja las estimaciones del producto a mediano plazo, ante las cifras decepcionantes de los últimos tiempos. Las revisiones sustanciales del producto de las economías del grupo BRICS son la causa de la mayoría de las revisiones a la baja de las economías de mercados emergentes y en desarrollo tomadas como grupo.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: ALC = América Latina y el Caribe; BR = Brasil; BRICS = Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica; CEI = Comunidad de Estados Independientes; CN = China; DA = economías en desarrollo de Asia; EDE = economías de mercados emergentes y en desarrollo de Europa; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; IN = India; OMNA = Oriente Medio y Norte de África; RU = Rusia; SA = Sudáfrica.
¹La tendencia previa a la crisis se define como el promedio geométrico del aumento del nivel del PIB real entre 1996 y 2006.
²Se omite África subsahariana debido a las limitaciones de datos.
³Se excluye Letonia.
⁴En relación con la edición de septiembre de 2011 del informe WEO; las cifras del crecimiento de 2017 y 2018 correspondientes a la edición de septiembre de 2011 del informe WEO se extrapolan utilizando las tasas de crecimiento de 2016.

en la sección especial sobre las materias primas, en el caso específico de los precios del petróleo, los pronósticos difieren según el método utilizado. Con todo, los diferentes modelos de pronóstico predicen actualmente que los precios del petróleo se mantendrán al mismo nivel o retrocederán, aunque el grado de incertidumbre en torno a las previsiones de los precios de las materias primas suele ser elevado. Aun así, el panorama general del mercado de las materias primas apunta a que las fluctuaciones de la oferta de muchos productos superarán holgadamente los efectos de la intensificación proyectada de la actividad mundial en los precios. Esas fluctuaciones son especialmente pronunciadas en el caso de algunas materias primas alimentarias y el petróleo crudo. Es poco probable que la caída del crecimiento prevista en China empuje a la baja el consumo interno de materias primas, que continuaría aumentando dados los niveles de ingreso per cápita proyectados a lo largo del horizonte de los pronósticos del informe WEO. Sin embargo, la expansión y la composición del consumo de materias primas en China seguramente se alterarán a medida que la economía nacional se reequilibre, alejándose de un crecimiento alimentado por la inversión y orientándose hacia un crecimiento más impulsado por el consumo (véase el recuadro 1.2).

En las economías avanzadas, la inflación se ubica actualmente por debajo de la meta y de las expectativas inflacionarias a más largo plazo, dado que promedia aproximadamente 1½% (gráfico 1.5, panel 1). Las previsiones apuntan a que alcanzará el nivel fijado como meta de manera paulatina, teniendo en cuenta que el producto tardaría en retomar su nivel potencial (gráfico 1.5, paneles 2 y 3; cuadro A8 del apéndice estadístico).

- En Estados Unidos, todos los indicadores pertinentes de inflación disminuyeron en el curso de 2013, y la inflación subyacente registró tasas inferiores a 1½%, a pesar de la ininterrumpida disminución de la tasa de desempleo. El retroceso del desempleo refleja en parte las disminuciones de la participación en la fuerza laboral causadas tanto por tendencias demográficas como por el número de trabajadores desalentados que dejan la fuerza laboral. Se prevé que parte de esa caída de la participación en la fuerza laboral se revertirá, ya que algunos de esos trabajadores probablemente volverán a buscar empleo a medida que mejore la situación del mercado laboral. Además, la tasa de desempleo a largo plazo se mantiene en un nivel elevado en comparación con las normas históricas. En consecuencia, se prevé un escaso aumento de los

salarios incluso a medida que el desempleo disminuya hacia la tasa natural en 2014–15.

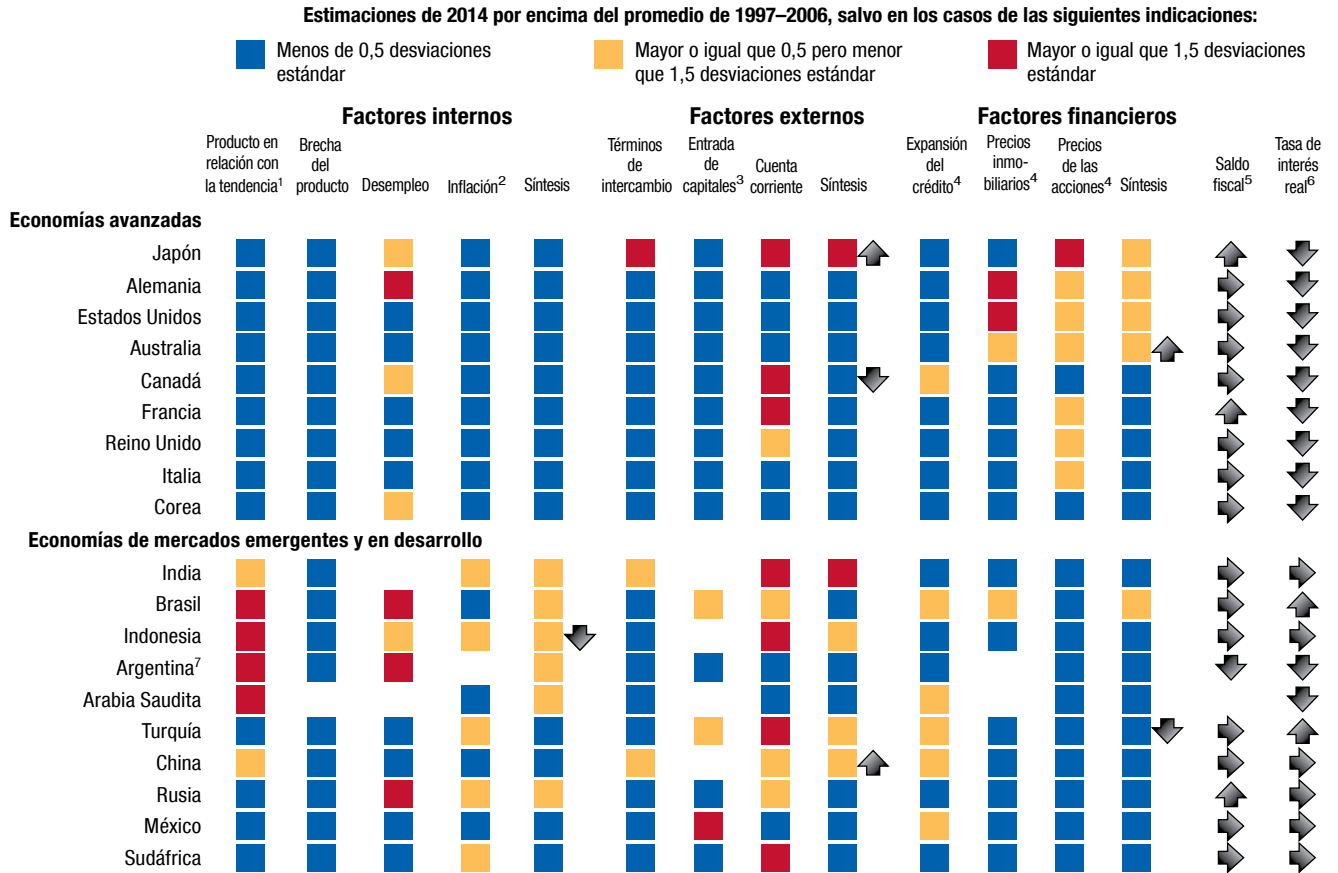
- En la zona del euro, la inflación ha retrocedido de manera ininterrumpida desde fines de 2011. Tanto el nivel general de inflación como la inflación subyacente han caído por debajo de 1% desde el cuarto trimestre de 2013. Varias economías con un nivel de desempleo particularmente elevado han registrado una inflación casi nula o una deflación propiamente dicha durante el mismo período. En 2013 en su conjunto, la inflación alcanzó 1,3%; o sea, cerca del límite inferior de la banda proyectada por el personal técnico del Banco Central Europeo (BCE) a fines de 2012 y menos del nivel más bajo que preveían en ese momento los participantes en la encuesta Consensus Forecast. Se prevé que la inflación avanzará ligeramente a medida que se afiance la recuperación y disminuyan lentamente las brechas del producto. Según las proyecciones de base actuales, la inflación se mantendría por debajo del objetivo del BCE para la estabilidad de precios por lo menos hasta 2016.
- En Japón, la inflación comenzó a avanzar al mismo tiempo que cobró ímpetu el crecimiento y que se depreció el yen durante el último año aproximadamente. Para 2014–15, se proyecta una aceleración temporaria en respuesta a los aumentos del impuesto sobre el consumo. Sin embargo, hay indicios de que la oferta de empleo está comenzando a superar la demanda. Los sueldos nominales también han comenzado a subir, y se prevé que la inflación subyacente convergerá paulatinamente hacia la meta de 2%.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se prevé que la inflación descenderá de alrededor del 6% actual a aproximadamente 5¼% para 2015 (gráfico 1.5, panel 1). La disminución de los precios internacionales de las materias primas en términos de dólares de EE.UU. debería contribuir a aligerar las presiones de precios, aunque en algunas economías esa reducción estará compensada holgadamente por la depreciación reciente del tipo de cambio. Además, las presiones de precios vinculadas a la actividad económica disminuirán gracias a la reciente contracción del crecimiento de muchas economías de mercados emergentes. Ahora bien, ese alivio será limitado en algunas economías de mercados emergentes, a causa de las presiones de la demanda interna y las limitaciones de la capacidad en algunos sectores (indicadores rojos y amarillos de sobrecalentamiento del gráfico 1.7). Este panorama coincide con un producto superior a la

Gráfico 1.7. Indicadores de sobrecalentamiento de las economías del Grupo de los Veinte

La mayoría de los indicadores continúan apuntando a un exceso persistente de capacidad ociosa cíclica en las economías avanzadas. En las grandes economías de mercados emergentes, algunos indicadores llevan a pensar que aún existen limitaciones de la capacidad, a pesar de la desaceleración reciente del crecimiento. En varias economías de mercados emergentes, los indicadores apuntan a vulnerabilidades externas persistentes. Los indicadores financieros

revelan niveles elevados de los precios de las acciones en muchas economías avanzadas y un nivel creciente de los precios de la vivienda en Alemania y Estados Unidos. En las economías de mercados emergentes, los indicadores reflejan persistentes vulnerabilidades atribuibles a la rápida expansión del crédito; en otros mercados, los indicadores se encuentran dentro de los límites históricos.



Fuentes: Oficina de Estadística de Australia; Banco de Pagos Internacionales; base de datos de China de CEIC; *Global Property Guide*; Haver Analytics; FMI, base de datos de *Balance of Payments Statistics*; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; Oficina Nacional de Estadística de China; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y estimaciones 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 2014 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 símbolos cuadrados correspondientes a las síntesis 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. Si no se dispone de datos no se asigna un color. Las flechas ascendentes (descendentes) indican condiciones de sobrecalentamiento (enfriamiento) en comparación con el informe WEO de octubre de 2013.

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.

²Se utilizó la siguiente metodología de calificación en el caso de las siguientes economías con metas de inflación: Australia, Brasil, Canadá, Corea, Indonesia, México, Reino Unido, Sudáfrica y Turquía. La inflación de final del período situada por encima de la banda fijada como meta por el país desde el punto intermedio se denota con el color amarillo; la inflación de final del período equivalente a más del doble de la banda fijada como meta por el país desde el punto intermedio se denota con el color rojo. En el caso de todas las otras economías del gráfico, se asigna el color rojo si la inflación al final del período es aproximadamente 10% o más, amarillo si la inflación es aproximadamente 5% a 9% y azul si la inflación es inferior a 5%.

³Las entradas de capitales se refieren al valor disponible más reciente en relación con el promedio de 1997–2006 de crecimiento de las entradas de capitales, como porcentaje del PIB.

⁴Los indicadores de expansión del crédito, aumento de los precios de la vivienda y aumento de los precios de las acciones se refieren a la variación porcentual anual en relación con el crecimiento del producto.

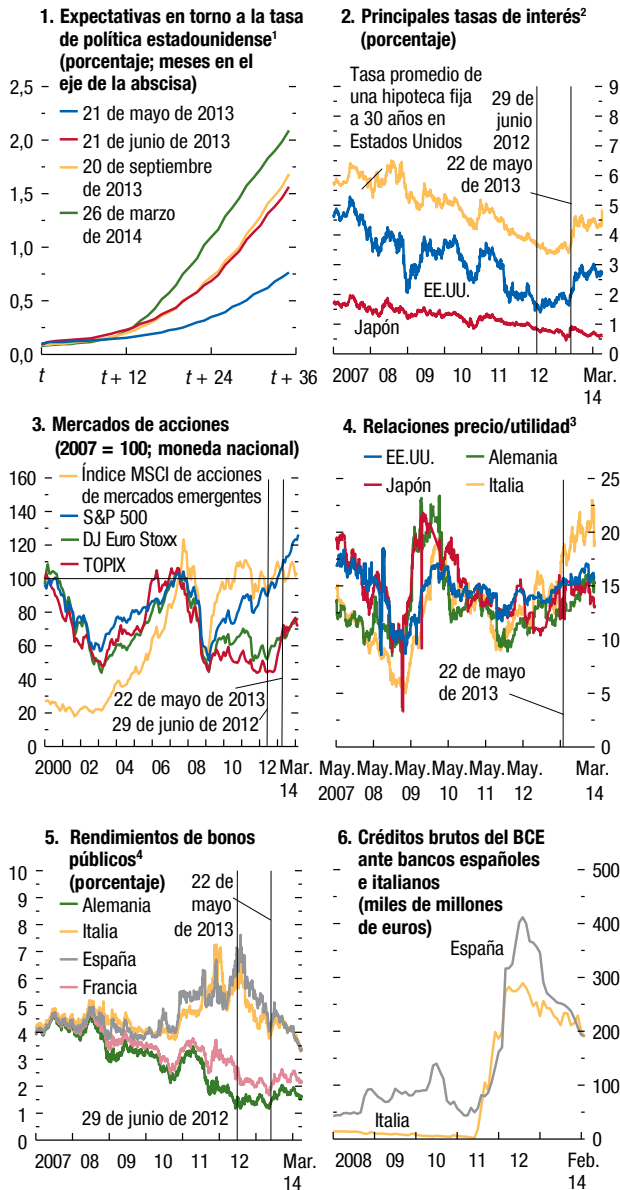
⁵Las flechas en la columna del saldo fiscal representan la variación pronosticada del saldo estructural como porcentaje del PIB en el período 2013–14. Una mejora de más de 0,5% del PIB está indicada por una flecha ascendente; un deterioro de más de 0,5% del PIB está indicada por una flecha descendente. Una variación del saldo fiscal entre $-0,5\%$ y $0,5\%$ del PIB se indica con una flecha horizontal.

⁶Las tasas de interés de política monetaria reales inferiores a cero están identificadas por una flecha descendente; las tasas de interés reales por encima de 3% están identificadas por una flecha ascendente; las tasas de interés reales entre 0% y 3% están identificadas por una flecha horizontal. Las tasas de interés de política monetaria reales se deflactan con proyecciones de inflación futura a dos años.

⁷Cálculos basados en datos oficiales de Argentina sobre el PBI y el índice de precios al consumidor. Véanse la nota 5 del cuadro A4 del apéndice estadístico y la nota 6 del cuadro A7.

Gráfico 1.8. Condiciones de los mercados financieros en las economías avanzadas

Las tasas de interés estadounidenses a más largo plazo subieron inmediatamente después del anuncio sobre el retiro paulatino del estímulo que realizó la Reserva Federal en mayo de 2013, pero se han estabilizado en términos amplios desde entonces. Las tasas de las economías del núcleo de la zona del euro y Japón han aumentado una fracción. Los mercados de acciones han operado al alza, y las relaciones precio/utilidad han retomado los niveles previos a la crisis. Continúan disminuyendo los diferenciales de los bonos españoles e italianos.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Capital Data; *Financial Times*; Haver Analytics; bancos centrales nacionales; Thomson Reuters Datastream, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: BCE = Banco Central Europeo; DJ = Dow Jones; MSCI = Morgan Stanley Capital International; S&P = Standard & Poor's; TOPIX = Índice de precios de las acciones de la bolsa de Tokio.

¹Las expectativas se basan en los futuros sobre la tasa de los fondos federales en el caso de Estados Unidos; datos actualizados al 26 de marzo de 2014.

²Las tasas de interés corresponden a los rendimientos de los bonos públicos a 10 años, salvo indicación en contrario.

³En el caso de Japón, algunas observaciones son producto de interpolación por la falta de datos.

⁴Rendimientos de bonos públicos a 10 años.

tendencia previa a la crisis y una nueva disminución del desempleo en varias economías de mercados emergentes (gráfico 1.6, paneles 1 y 2).

En las economías en desarrollo de bajo ingreso, el descenso de los precios de las materias primas y un endurecimiento cuidadoso de la política monetaria han contribuido a empujar la inflación de alrededor de 9,8% en 2012 a 7,8% en 2013. En base a las políticas vigentes, se prevé que la inflación seguirá esa trayectoria hasta rondar 6½%.

Divergencia de la política monetaria, las condiciones financieras y los flujos de capital

Las condiciones monetarias continúan siendo mayormente acomodaticias en las economías avanzadas, a pesar de los aumentos persistentes de las tasas de interés a más largo plazo desde mayo de 2013, cuando la Reserva Federal anunció sus planes para comenzar a reducir paulatinamente su programa de adquisición de activos (gráfico 1.8, paneles 2 y 5). Sin embargo, las tasas a más largo plazo se mantienen por debajo de los niveles que registrarían si la prima por plazo hubiera regresado a los niveles previos a la crisis, y las condiciones financieras generales continúan siendo favorables: los mercados de acciones han repuntado y los diferenciales por riesgo de los bonos se mantienen en un nivel bajo (gráfico 1.8, panel 3).

Sin embargo, la orientación de la política monetaria de las economías avanzadas comenzaría a seguir rumbos diferentes en 2014–15.

- Las encuestas de los participantes en el mercado (por ejemplo, la edición de enero de 2014 de *Survey of Primary Dealers*, del Banco de la Reserva Federal de Nueva York) señalan que se prevé un aumento de la tasa de política monetaria estadounidense en el segundo semestre de 2015. La información basada en los precios de los futuros, sin embargo, implica que ese aumento ocurriría en el primer semestre de 2015 (gráfico 1.8, panel 1). Las proyecciones del informe WEO coinciden con la orientación avanzada proporcionada por la Reserva Federal, según la cual se mantendrá una política monetaria que promueva el crecimiento, y suponen que la primer alza de la tasa de política monetaria estadounidense ocurrirá en el tercer trimestre de 2015. Estas proyecciones tienen en cuenta el pronóstico de que la inflación se mantendrá baja, que las expectativas inflacionarias seguirán bien ancladas y que la tasa de desempleo continuará retrocediendo lentamente hasta esa fecha. Los pronósticos suponen también que la Reserva Federal continuará

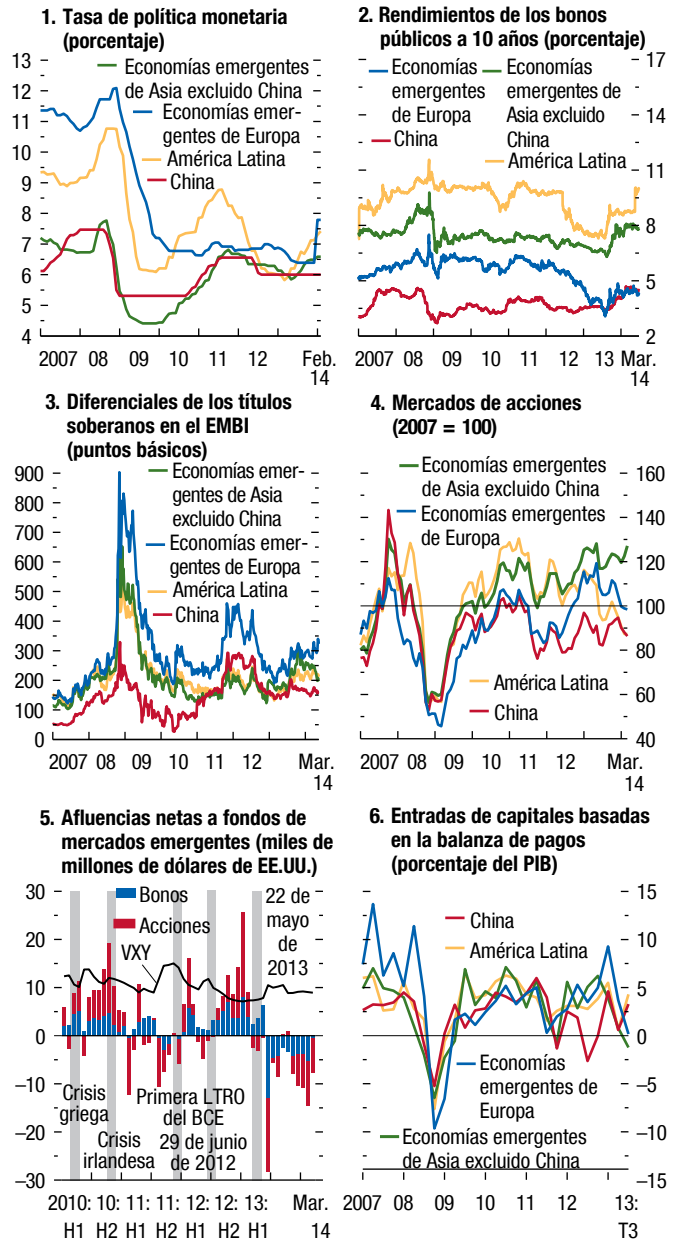
recortando las adquisiciones de activos al ritmo actual durante los próximos meses y que el programa concluirá a fines de 2014.

- Los mercados mantienen la expectativa de un período prolongado de tasas de interés en niveles bajos y una política monetaria acomodaticia en la zona del euro y Japón (gráfico 1.3, panel 1). A diferencia de la situación de Europa, los rendimientos de los bonos a largo plazo japoneses prácticamente no han variado desde que surgió el tema del retiro del estímulo en Estados Unidos; eso refleja tanto la fuerte demanda de bonos por parte de residentes y no residentes como las adquisiciones de activos que ha realizado el Banco de Japón. En la zona del euro, en un contexto de débil recuperación el bajo nivel de inflación, así como en algunos países la presión deflacionaria, continúan siendo el principal motivo de inquietud. Las proyecciones del informe WEO suponen que se producirán nuevamente disminuciones ligeras de los diferenciales de los títulos soberanos en los países con un elevado nivel de deuda, lo cual es coherente con la opinión de que los riesgos soberanos han disminuido. Pero las proyecciones también suponen que la fragmentación financiera seguirá siendo un problema para la transmisión de los impulsos de la política monetaria en la zona del euro. Por ende, las condiciones del crédito seguirán siendo difíciles, y el crédito activo seguirá disminuyendo durante algún tiempo, aunque a un ritmo más lento (gráfico 1.3, panel 2). Los factores más determinantes son las persistentes debilidades de los balances bancarios y, a nivel más general, la debilidad del entorno económico agravada por un elevado nivel de desempleo y pesadas cargas de deuda.

En las economías de mercados emergentes, las condiciones monetarias y financieras se han deteriorado desde mayo de 2013 por el efecto combinado del creciente nivel de las tasas de los bonos y la mejora de las perspectivas en las economías avanzadas, la reevaluación de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo realizada por los mercados y las mayores inquietudes de los inversionistas en torno a las vulnerabilidades. Las tasas de los bonos en moneda local a más largo plazo de las economías de mercados emergentes han subido más que las de las economías avanzadas, lo cual es habitual porque el riesgo vinculado a los mercados emergentes experimenta una revaloración cuando suben las tasas de las economías avanzadas (gráfico 1.9, panel 2). Los precios de las acciones se han movido lateralmente en moneda local, pero en términos de dólares de EE.UU.—patrón de referencia de los inversionistas internacionales— han

Gráfico 1.9. Condiciones financieras y flujos de capitales en las economías de mercados emergentes

Las condiciones financieras en las economías de mercados emergentes han desmejorado últimamente como consecuencia del deterioro del ambiente financiero externo. Las tasas y los diferenciales de los bonos han subido, y los mercados de acciones se han movido lateralmente. Las entradas brutas de capital han disminuido, y los tipos de cambio se han depreciado. En términos generales, el capital se ha encarecido para las economías de mercados emergentes y eso atenuará la inversión y el crecimiento, si bien el aumento de las exportaciones a las economías avanzadas actuará en cierta medida de contrapeso.

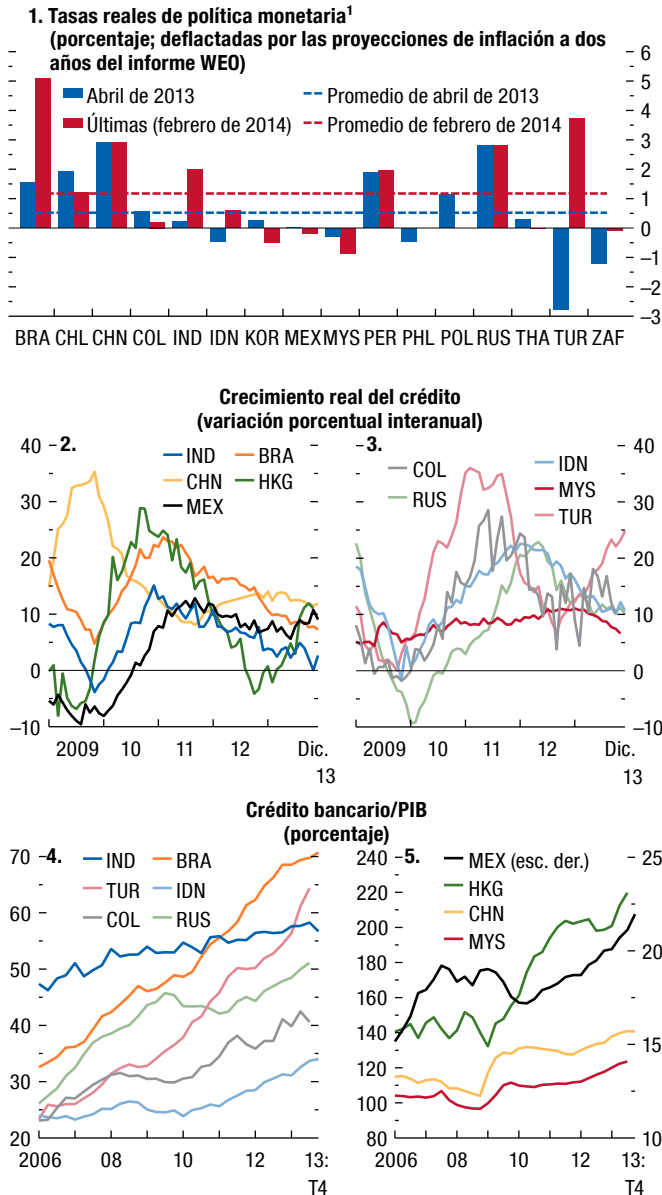


Fuentes: Bloomberg, L.P.; EPFR Global; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: BCE = Banco Central Europeo; EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; LTRO = Operaciones de refinanciación a plazo más largo; VXY = Índice de Volatilidad de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; las economías emergentes de Asia excluido China incluyen Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia; las economías emergentes de Europa abarcan Polonia, Rusia, Turquía; América Latina incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú.

Gráfico 1.10. Políticas monetarias y crédito en las economías de mercados emergentes

Las condiciones monetarias se han endurecido en muchas economías de mercados emergentes, como consecuencia no solo de los cambios del financiamiento externo, sino también de las alzas de la tasa de política monetaria de algunas economías (como Brasil, Indonesia, Sudáfrica y Turquía); sin embargo, las tasas reales de política monetaria se mantienen a niveles negativos en algunos mercados emergentes, en algunos casos debido a la elevada inflación. La expansión de crédito bancario ha comenzado a enfriarse en muchas economías, pero continúa a tasas de doble dígito en algunas y supera el crecimiento del PIB por márgenes sustanciales. El apalancamiento a nivel de toda la economía continúa aumentando con rapidez, y las relaciones crédito bancario/PIB se han duplicado en algunas economías en los siete últimos años.



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

Nota: BRA = Brasil; CHL = Chile; CHN = China; COL = Colombia; HKG = RAE de Hong Kong; IDN = Indonesia; IND = India; KOR = Corea; MEX = México; MYS = Malasia; PER = Perú; PHL = Filipinas; POL = Polonia; RUS = Rusia; THA = Tailandia; TUR = Turquía; ZAF = Sudáfrica.

¹Tasa del Banco de Indonesia en el caso de Indonesia; en el caso de Turquía, el costo marginal efectivo del financiamiento del Banco Central de la República de Turquía es una estimación del personal técnico del FMI.

disminuido sustancialmente como resultado de la depreciación generalizada de las monedas. Con todo, el alza de la rentabilidad de bonos en moneda local en general ha repercutido poco en las tasas activas, la expansión del crédito se ha mantenido en un nivel relativamente alto (gráfico 1.10, paneles 2 y 3) y la depreciación de los tipos de cambio nominales frente al dólar de EE.UU. y otras monedas importantes ha actuado en cierta medida de contrapeso (gráfico 1.11, panel 2). La evolución específica de los mercados se analiza con más detalle en la edición de abril de 2014 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe *GFSR*).

A pesar de cierta disminución de la afluencia de capitales desde que la Reserva Federal anunciara sorpresivamente el retiro paulatino del estímulo en mayo de 2013, la situación hasta la fecha no presagia que habrá un cambio sostenido de la dirección de los flujos de capitales. De hecho, las entradas de capitales experimentaron una recuperación moderada hacia fines de 2013, tras los mínimos registrados en el tercer trimestre de 2013 (gráfico 1.9, paneles 5 y 6). Sin embargo, se estima que han permanecido por debajo de los niveles previos al recorte del estímulo.

Las proyecciones de base del informe WEO suponen que las entradas de capitales en las economías de mercados emergentes seguirán siendo más bajas en 2014 que en 2013, y que experimentarán una pequeña recuperación en 2015. También suponen que la revaloración adicional de bonos y acciones ocurrida en algunas economías de mercados emergentes desde octubre de 2013 se debió en gran medida a un aumento excepcional de las primas por riesgo de los activos de las economías de mercados emergentes. Por ende, las alzas recientes de las rentabilidades y las caídas de precios de los activos serán en gran parte duraderas. Esto constituye un deterioro generalizado de las condiciones financieras; se prevé que esta situación moderará el aumento de la demanda interna, y es uno de los principales factores que contribuye a la disminución proyectada del crecimiento de las economías de mercados emergentes en 2014–15 en comparación con la edición de octubre de 2013 del informe WEO (véase el cuadro 1.1). El análisis del capítulo 4 subraya que si el deterioro de las condiciones financieras externas de las economías de mercados emergentes se limitara al alza de las tasas de interés de las economías avanzadas derivada de la aceleración del crecimiento de estas economías, los efectos de contagio al crecimiento serían positivos. Sin embargo, al desmejorar simultáneamente otras condiciones financieras

—como las primas por riesgo de la deuda soberana de los mercados emergentes— los efectos de contagio netos pueden resultar negativos.

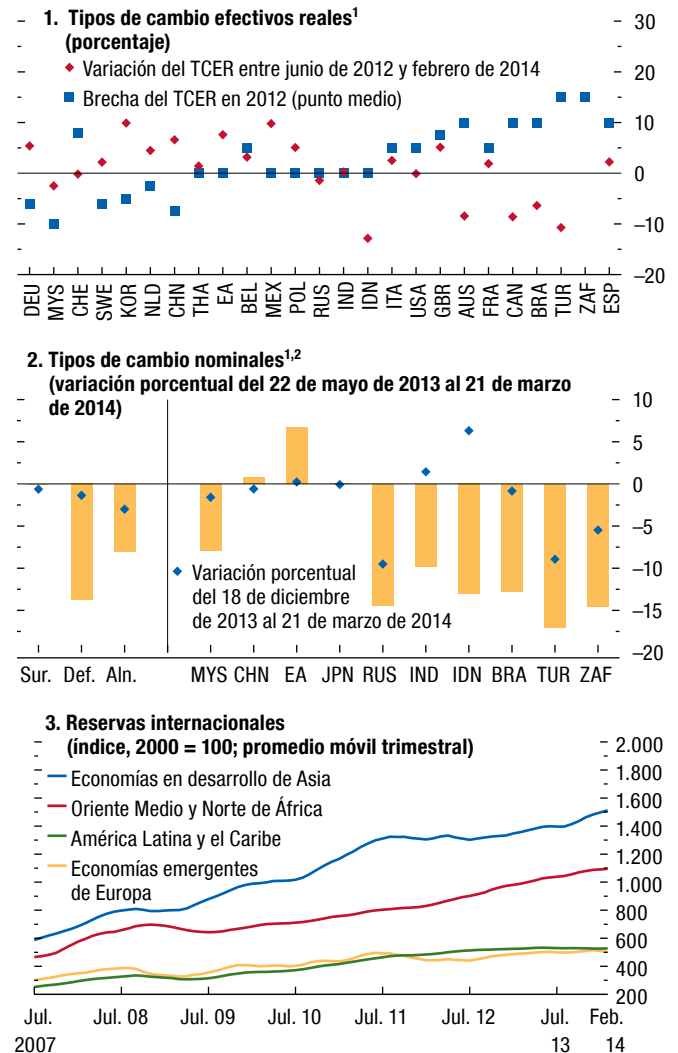
Perspectiva del sector externo

El crecimiento del volumen del comercio internacional se enlenteció sustancialmente durante el ajuste que siguió a la crisis financiera mundial de 2007–09 y la crisis de la zona del euro de 2011–12 (gráfico 1.12, paneles 1 y 2). Eso ha llevado a preguntar si el comercio internacional seguirá siendo un motor del crecimiento mundial, un interrogante motivado por inquietudes en torno al estancamiento o al declive de la globalización (por ejemplo, debido a que los aumentos de productividad resultantes de la reciente liberalización del comercio internacional en el marco de la Organización Mundial del Comercio están disminuyendo). Sin embargo, los datos sobre el aumento del comercio mundial desde 2008 parecen coincidir con el aumento de la inversión y el producto mundial. Además, los recientes errores de pronóstico de aumento del comercio mundial exhiben una correlación estrecha y positiva con los de aumento del PIB mundial, al igual que en el pasado. Estos factores llevan a pensar que la reciente debilidad del comercio internacional simplemente ha sido un reflejo de la contracción imprevisiblemente fuerte del crecimiento en el mundo entero. De hecho, la expansión del comercio mundial repuntó con fuerza al fortalecerse la actividad internacional en el segundo semestre de 2013.

Los *desequilibrios de la cuenta corriente a nivel mundial* disminuyeron nuevamente en 2013. Esto fue debido en parte al ajuste externo de las economías de la zona del euro sometidas a tensión, que es resultado cada vez más no solo de la compresión de las importaciones, sino también de cierto ajuste de los precios relativos y un creciente nivel de exportaciones. Sin embargo, los saldos de las economías de la zona del euro con superávit no experimentaron una disminución sustancial. La disminución de los *desequilibrios de la cuenta corriente a nivel mundial* también es resultado del aumento de las importaciones de energía de Japón desde el sismo y el tsunami de 2011, de la reducción de las importaciones netas de energía de Estados Unidos y de una combinación de caídas de ingresos por exportaciones de petróleo y aumentos del gasto por parte de los exportadores de combustibles. Se proyecta una pequeña reducción adicional de los *desequilibrios a mediano plazo*, mayormente debido a la disminución de los superávits de los países exportadores de petróleo (gráfico 1.12, panel 5).

Gráfico 1.11. Tipos de cambio y reservas

Las monedas de muchas economías de mercados emergentes de gran tamaño se han depreciado frente al dólar de EE.UU., lo cual refleja el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo de esas economías frente a las economías avanzadas y el endurecimiento de las condiciones financieras externas. El panorama global basado en las evaluaciones de las monedas del informe *2013 Pilot External Sector Report* (FMI, 2013b) es que las monedas subvaloradas en general se apreciaron en términos efectivos reales en 2013, en tanto que las monedas sobrevaloradas se depreciaron. El ritmo de acumulación de reservas de las economías de mercados emergentes y en desarrollo disminuyó en 2013, como resultado de la baja de las entradas de capitales y las pérdidas de reservas que implicó la intervención en el mercado de cambio.



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

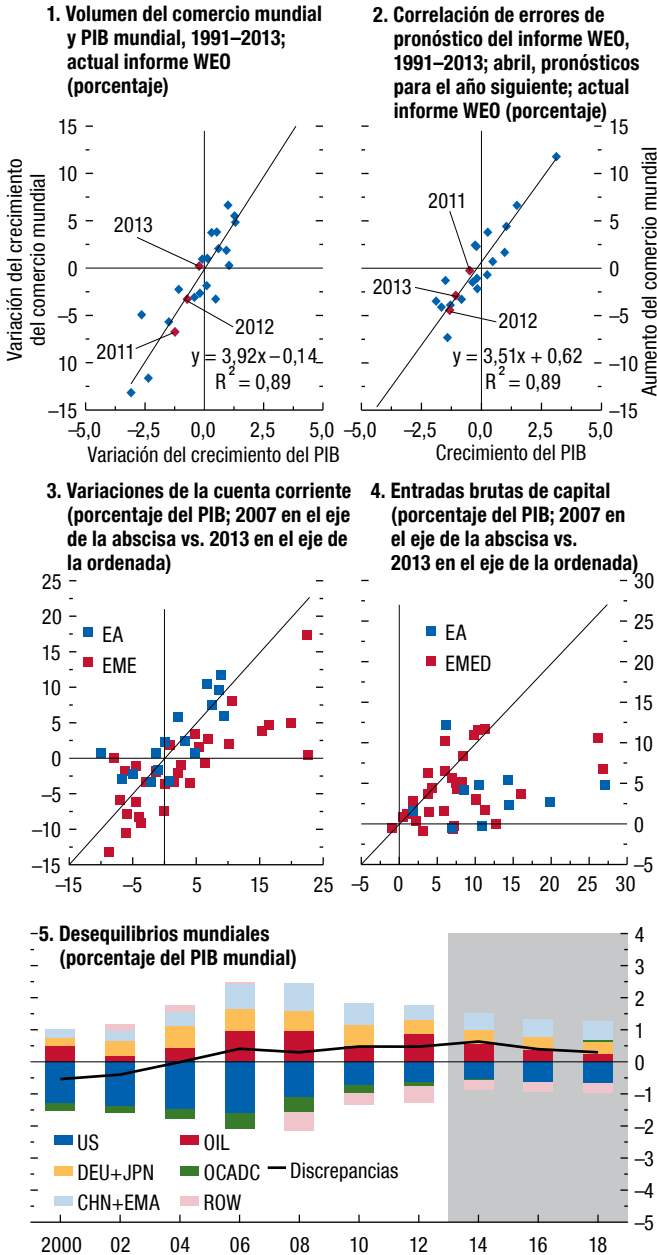
Nota: Aln. = Economías de mercados emergentes alineadas; AUS = Australia; BEL = Bélgica; BRA = Brasil; CAN = Canadá; CHE = Suiza; CHN = China; Def. = Economías de mercados emergentes deficitarias; DEU = Alemania; EA = zona del euro; ESP = España; FRA = Francia; GBR = Reino Unido; IDN = Indonesia; IND = India; ITA = Italia; JPN = Japón; KOR = Corea; MEX = México; MYS = Malasia; NLD = Países Bajos; POL = Polonia; TCER = Tipo de cambio efectivo real; RUS = Rusia; Sup. = Economías de mercados emergentes superavitarias; SWE = Suecia; THA = Tailandia; TUR = Turquía; USA = Estados Unidos; ZAF = Sudáfrica.

¹Las brechas y las clasificaciones del TCER se basan en FMI (2013b).

²Dólares de EE.UU. por moneda nacional.

Gráfico 1.12. Sector externo

Los volúmenes de comercio internacional repuntaron junto con el fortalecimiento de la actividad internacional en el segundo semestre de 2013. El debilitamiento del comercio internacional registrado anteriormente fue congruente, en términos amplios, con el enfriamiento de la actividad, un hecho que puso de relieve la elasticidad-ingreso a corto plazo de la exportación y la importación. Los saldos en cuenta corriente de la mayoría de las economías de mercados emergentes han disminuido desde la crisis financiera internacional y algunas registran ahora déficits excesivos.



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

Nota: EA = Economías avanzadas; CHN+EMA = China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia; DEU+JPN = Alemania y Japón; EMED = Economías de mercados emergentes y en desarrollo; OCADC = Bulgaria, Croacia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Rumania, Turquía; OIL = Países exportadores de petróleo; ROW = Resto del mundo; US = Estados Unidos.

Los ajustes de los tipos de cambio ocurridos durante aproximadamente el último año han sido en general congruentes con la profundización de la corrección de los desequilibrios externos. De acuerdo con las evaluaciones de las monedas del informe *Pilot External Sector Report* (FMI, 2013b), las monedas subvaloradas, definidas por una brecha negativa del tipo de cambio efectivo real a mediados de 2012, en general se apreciaron en términos efectivos reales en 2013, y las monedas sobrevaloradas se depreciaron (gráfico 1.11, panel 1). Las principales excepciones a este patrón fueron algunas economías avanzadas afectadas por flujos en búsqueda de un refugio seguro (por ejemplo, el Reino Unido) o por afluencias de capital debido a la disminución de los riesgos soberanos percibidos (zona del euro), que experimentaron una nueva apreciación de la moneda.

Aunque los ajustes de los tipos de cambio en general han sido congruentes con las correcciones de los desequilibrios externos, se observan señales contradictorias en los saldos en cuenta corriente. En varias economías de mercados emergentes en particular, los déficits de la cuenta corriente aumentaron, en lugar de reducirse pese a un ajuste del tipo de cambio real en la dirección correcta, y se alejaron aún más del nivel normal subyacente de 2013. Esta profundización del déficit quizá se deba sencillamente a demoras de la respuesta del comercio y la cuenta corriente (los llamados “efectos de curva J”) y a la disminución de precios de las materias primas; por otra parte, podría indicar que se necesitan más medidas de política encaminadas a corregir los desequilibrios.

Riesgos a la baja

Los riesgos para las proyecciones del informe WEO en cuanto al crecimiento mundial están más equilibrados, en gran medida gracias a la mejora de las perspectivas de las economías avanzadas. Sin embargo, persisten importantes riesgos a la baja, especialmente para las economías de mercados emergentes, cuyos riesgos se han agudizado.

Evaluación cuantitativa del riesgo: Menor incertidumbre

El gráfico de abanico de la proyección del PIB real mundial hasta 2015 sugiere un ligero estrechamiento de la banda de incertidumbre en torno a las proyecciones del informe WEO, en comparación con la edición de octubre de 2013 del informe WEO (gráfico 1.13, panel 1). En 2014, ese estrechamiento refleja más que nada un horizonte a más corto plazo hasta fines de 2014 (“menor incertidumbre de base”, ya que se conocen más datos que

afectan a los resultados de 2014). La probabilidad de que el crecimiento mundial caiga por debajo del umbral de recesión de 2% en 2014 se estima ahora en 0,1%, frente a 6% en octubre de 2013. En 2015, la misma probabilidad es 2,9%, notablemente inferior a los pronósticos calculados en abril de 2012 y 2013 para el año siguiente.

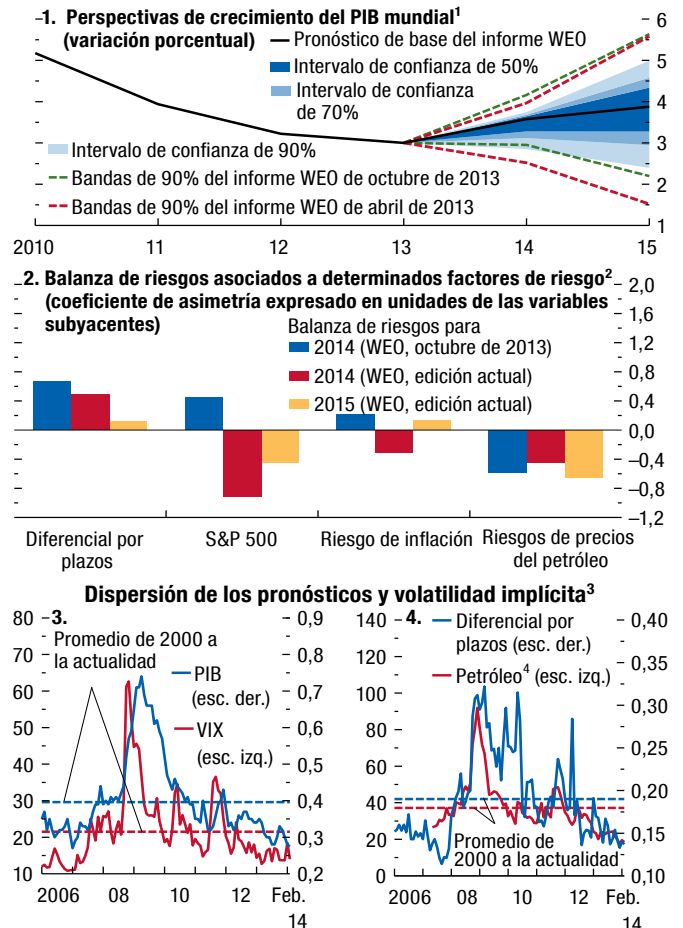
El riesgo de recesión ha retrocedido notablemente en las grandes economías avanzadas, y se ha mantenido invariable, en términos amplios, en otras economías (gráfico 1.14, panel 1). Específicamente, en comparación con las simulaciones de la edición de octubre de 2013 del informe WEO, el Modelo de Proyección Mundial del personal técnico del FMI muestra una disminución de la probabilidad de recesión (dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo) en los cuatro trimestres próximos. Sin embargo, los riesgos de recesión de alrededor de 20% en la zona del euro y Japón —que reflejan en parte el nivel relativamente bajo de crecimiento proyectado para estas economías— y en el grupo “resto del mundo” ponen de relieve que persisten una serie de fragilidades en la recuperación mundial.

En la mayoría de las economías, el riesgo de deflación para fines de 2014 es prácticamente insignificante, de acuerdo con las simulaciones del Modelo de Proyección Mundial. En la zona del euro, sin embargo, el riesgo de deflación —estimado en torno a 20%— sigue suscitando inquietud a pesar de haber disminuido últimamente (gráfico 1.14, panel 2)¹. Análogamente, los indicadores generales de vulnerabilidad a la deflación, que miden el riesgo de caídas más persistentes del nivel de precios, siguen superando o rondando el umbral de alto riesgo en algunas economías de la zona del euro, pese a haber mejorado recientemente (gráfico 1.14, panel 3). En Japón, la ausencia de riesgos de deflación a corto plazo refleja más que nada los efectos que tendrá en el nivel de precios el alza de la tasa del impuesto sobre el consumo, que pasará de 5% a 8% en el segundo trimestre de 2014.

¹La probabilidad de deflación es mayor cuanto más largo es el horizonte de pronóstico, permaneciendo el resto de las variables constantes. El hecho de que en esta edición del informe WEO el horizonte sea más largo que en la edición de octubre de 2013 (tres trimestres en oposición a uno) es una razón importante por la cual la probabilidad de deflación de la zona del euro es más alta en el panel 2 del gráfico 1.14. La probabilidad comparable con un horizonte de un trimestre, tomando el segundo trimestre de 2014, sería 9% en esta edición del informe WEO, frente a 15% en la edición de octubre. Aunque los riesgos de deflación han disminuido, la probabilidad estimada de que la inflación de la zona del euro supere la meta de estabilidad de precios del BCE es de solo 28% en el cuarto trimestre de 2015 y de 42% en el cuarto trimestre de 2016 (probabilidades calculadas de que la inflación sea superior a 1,9%).

Gráfico 1.13. Riesgos para las perspectivas mundiales

El gráfico de abanico, que indica el grado de incertidumbre en torno a las perspectivas mundiales de crecimiento, es más estrecho que el del informe WEO de octubre de 2013. Eso lleva a pensar en una ligera mejora de la balanza de riesgos para las perspectivas mundiales; sin embargo, los riesgos a la baja continúan siendo un motivo de preocupación. Los indicadores de dispersión del pronóstico y volatilidad implícita de los precios de las acciones y el petróleo también sugieren una disminución de la incertidumbre percibida en torno a las principales variables de las perspectivas mundiales.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Mercado de Opciones de Chicago (CBOE, por sus siglas en inglés); Consensus Economics, 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%. Tal 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. Las bandas de 90% para los pronósticos del año en curso y a un año de los informes WEO de abril de 2013 y octubre de 2013 se muestran en relación con el escenario base actual.

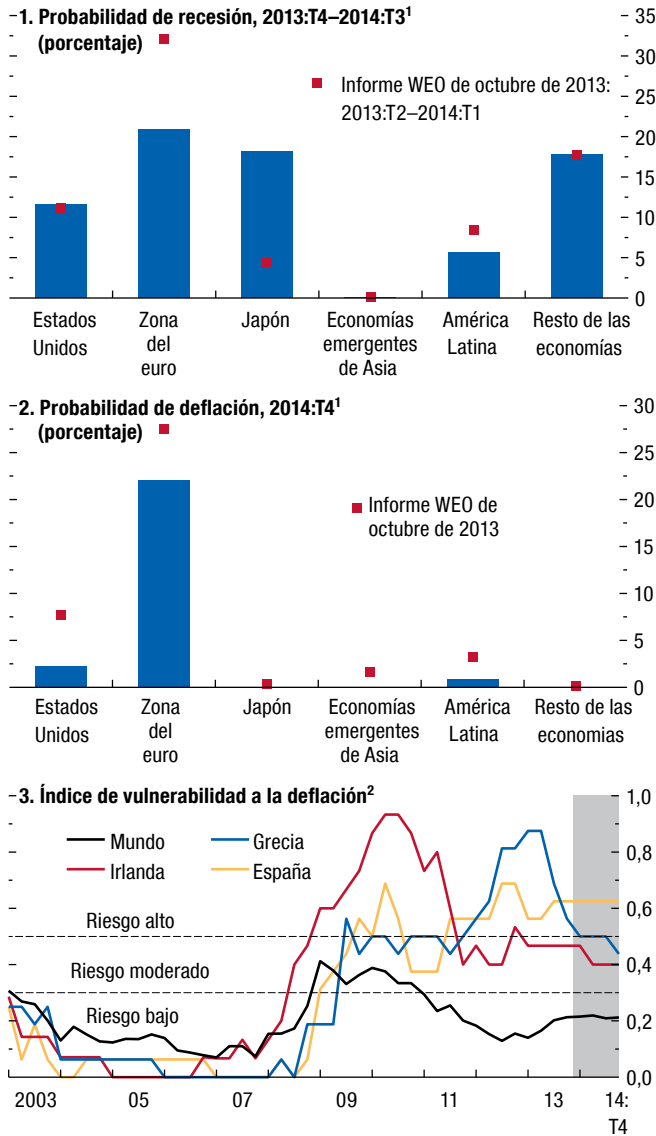
²Las barras denotan el coeficiente de asimetría expresado en unidades de las variables subyacentes. Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y a los riesgos por los precios del petróleo se registran con el signo opuesto porque representan riesgos a la baja para el crecimiento. Obsérvese que los riesgos vinculados al índice Standard & Poor's (S&P) 500 de 2014 y 2015 se basan en los contratos de opciones correspondientes a diciembre de 2014 y diciembre de 2015, respectivamente.

³El PIB mide la dispersión media ponderada en función de la paridad del poder adquisitivo de los pronósticos del PIB para las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido), Brasil, China, India y México. VIX = Índice de volatilidad implícita del S&P 500 elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago. El diferencial por plazos mide la dispersión media de los diferenciales por plazos implícitos en los pronósticos de las tasas de interés de Alemania, Estados Unidos, Japón y Reino Unido. Los pronósticos provienen de las encuestas de Consensus Economics.

⁴Índice de volatilidad del petróleo crudo de CBOE.

Gráfico 1.14. Recesión y riesgos de deflación

El Modelo de Proyección Mundial del personal técnico del FMI sugiere que los riesgos de recesión han disminuido ligeramente en las grandes economías y se han mantenido generalmente invariables en otras economías. La probabilidad de recesión de la zona del euro se mantiene a un nivel elevado, lo cual pone de relieve la fragilidad de la débil recuperación. El riesgo de deflación también continúa en un nivel relativamente alto en la zona del euro, donde aún ronda 20%, pero es prácticamente insignificante en otras economías.



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

Evaluación cualitativa del riesgo: Persisten algunos riesgos y han surgido otros nuevos

Algunos riesgos a la baja identificados en la edición de octubre de 2013 del informe WEO han perdido relevancia, principalmente los riesgos fiscales a más corto plazo en Estados Unidos, gracias al acuerdo presupuestario por dos años concertado en diciembre de 2013 y a la suspensión del tope de la deuda hasta marzo de 2015. Los otros riesgos, sin embargo, continúan siendo un motivo de preocupación; han surgido riesgos nuevos y los relacionados con las economías de mercados emergentes han recrudescido. En los últimos tiempos, la situación de Ucrania ha intensificado los riesgos geopolíticos. Pero al mismo tiempo han aparecido riesgos al alza para el crecimiento de algunas economías avanzadas, con lo cual los riesgos se encuentran más equilibrados que en la edición de octubre de 2013 del informe WEO.

Riesgos vinculados a las economías avanzadas

- Riesgos para la actividad generados por el bajo nivel de inflación: Como el nivel actual de inflación es inferior al previsto en muchas economías avanzadas, existe un riesgo —decreciente— de caer en la deflación en caso de que se produzcan shocks adversos de la actividad. Además, si la inflación se mantiene por debajo de la meta durante un período prolongado, como lo anticipan los pronósticos de base, las expectativas inflacionarias a más largo plazo probablemente se reducirán. La principal razón para preocuparse por un impacto adverso en la actividad y la carga de la deuda es que la política monetaria probablemente se vea limitada a la hora de reducir las tasas de interés nominales durante algún tiempo, ya que las correspondientes tasas de política ya están cerca del límite inferior cero. Este riesgo constituye un motivo de preocupación más que nada en la zona del euro y, en menor grado, en Japón. En la zona del euro, el riesgo es que la inflación se ubique por debajo de la meta del BCE para la estabilidad de precios en un porcentaje mayor o durante más tiempo que lo previsto en los pronósticos de base, dados el nivel de desempleo muy elevado y la capacidad ociosa de muchas economías. En Japón, los riesgos son las expectativas arraigadas tras un largo período de deflación y el hecho de que hay puestos de trabajo que están dejando de ser regulares con dedicación exclusiva para transformarse en irregulares y a tiempo parcial, lo cual obstaculiza el ajuste de los sueldos nominales en respuesta a la nueva meta de inflación de 2% fijada por el Banco

de Japón. A nivel más general, los riesgos generados por el bajo nivel de inflación podrían ser más amplios si disminuyeran en forma persistente los precios de las materias primas, posiblemente a causa de una respuesta inesperadamente fuerte de la oferta a las recientes alzas de precios.

- Menor voluntad de reforma nacional y a nivel de toda la zona del euro debido a la mejora de las perspectivas de crecimiento y la disminución de las presiones del mercado: Los riesgos a la baja para el crecimiento de la zona del euro han disminuido respecto de la edición de octubre de 2013 del informe WEO gracias al importante avance del ajuste macroeconómico y al afianzamiento de la confianza del mercado, pero continúan siendo significativos. Se necesitan más medidas de política para reducir el desempleo y la deuda, que se encuentran en niveles inaceptablemente altos en la actualidad, y para mantener la confianza de los mercados. Una importante preocupación a corto plazo es que el saneamiento y la reforma del sector bancario quizá no lleguen a ser lo suficientemente profundos como para subsanar la fragmentación financiera, restablecer la confianza de los mercados financieros y permitir que los bancos trasladen a los prestatarios la mejora de las condiciones de financiamiento y la rebaja de las tasas de política monetaria. El saneamiento insuficiente de los balances bancarios también podría frenar la reestructuración de la deuda de las empresas no financieras con balances en dificultades.
- Riesgos relacionados con la normalización de la política monetaria en Estados Unidos: Se prevé que los riesgos generados por el repliegue del programa de estímulo monetario disminuyan, ya que se proyecta que las adquisiciones de activos finalizarán a fines de 2014. La adopción de la política de orientación avanzada en marzo de 2014 podría concederle a la Reserva Federal la flexibilidad adicional necesaria para lograr las metas de inflación y empleo durante el período de normalización, dadas las crecientes dificultades para medir la atonía del mercado laboral. Sin embargo, manejar sin sobresaltos una reorientación tan profunda de la política monetaria no será tarea fácil y podría causar nuevos estallidos de volatilidad en los mercados financieros. Como se señaló en el análisis de la edición de abril de 2013 del informe WEO, la principal inquietud es un aumento drástico y repentino de las tasas de interés, no por efecto de un vigor inesperado de la actividad económica estadounidense, sino por otros factores; entre ellos, las expectativas de que se adelante el endurecimiento

de la política monetaria debido al aumento de la presión inflacionaria o a las inquietudes en torno a la estabilidad financiera, una recomposición de las carteras que haga subir sensiblemente la prima por plazo, o un cambio en la percepción de los mercados en cuanto a la orientación deseada de la política de la Reserva Federal. Si esos riesgos se concretaran, el impacto en la actividad económica estadounidense y los efectos de contagio a la actividad de otras regiones serían negativos, con la posibilidad de que el contagio transformara los problemas de determinados países en trastornos financieros más generalizados.

- Riesgos al alza para el crecimiento mundial generado por las economías avanzadas: Los niveles de crecimiento superiores a lo previsto en el segundo semestre de 2013 en las economías avanzadas plantean esta posibilidad. Parece más relevante para Estados Unidos, cuya carga fiscal disminuirá en 2014 y donde la demanda reprimida de bienes no perecederos e inversión podría ser más fuerte de lo previsto. En Europa, el sobreendeudamiento empresarial y la debilidad del sector bancario continúan siendo un lastre para la confianza y la demanda en algunas economías. Sin embargo, existen riesgos al alza para el crecimiento en Alemania, donde la crisis prácticamente no dejó secuelas, y en el Reino Unido, donde la mejora de las condiciones de crédito han causado un repunte del gasto de los hogares.

Riesgos vinculados a las economías de mercados emergentes

- Riesgos de nuevos niveles decepcionantes de crecimiento en las economías de mercados emergentes: Los riesgos a la baja para el crecimiento en las economías de mercados emergentes han recrudecido, aun cuando algunos riesgos anteriores ya se han concretado en parte y se han traducido en revisiones a la baja de los pronósticos de base. Muchas de estas economías todavía se están ajustando a la debilidad inesperada de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo. Además, los inversionistas extranjeros están más sensibilizados a los riesgos relacionados con estas economías, y en consecuencia las condiciones financieras se han tensado. El encarecimiento del capital podría conducir a un enfriamiento de la inversión y del consumo de bienes no perecederos superior al proyectado, y el reciente endurecimiento de la política monetaria en algunas economías contribuye a agravar el riesgo. También podrían generar riesgos una normalización inesperadamente rápida de

la política monetaria estadounidense u otros estallidos de aversión de los inversionistas al riesgo. Ambas eventualidades podrían dar origen a turbulencias financieras, salidas de capitales y difíciles ajustes en algunas economías de mercados emergentes, con riesgo de contagio y tensión generalizada en el ámbito financiero y la balanza de pagos. El resultado sería una disminución del crecimiento.

- Menor crecimiento en China: La expansión del crédito y el endeudamiento extrapresupuestario de los gobiernos locales han sido muy elevados, y han sido los principales conductos de la sustancial política de estímulo que ha promovido el crecimiento desde la crisis financiera internacional. Aunque se justifica un repliegue de ese estímulo con más premura de la prevista para reducir las vulnerabilidades, ese repliegue a la vez reduciría el crecimiento más de lo proyectado actualmente.
- Riesgos geopolíticos relacionados con Ucrania: Las proyecciones de referencia incorporan una contracción del crecimiento tanto en Rusia como en Ucrania, y efectos de contagio adversos en la región de la Comunidad de Estados Independientes a nivel más general como resultado de los trastornos recientes. Los efectos de contagio a la actividad podrían recrudecer y propagarse más allá de los socios comerciales vecinos si se produjeran más perturbaciones que causaran un nuevo estallido de mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, o trastornos del comercio y las finanzas debido a la intensificación de sanciones y contrasanciones. En particular, los efectos de contagio podrían agudizarse a causa de graves trastornos de la producción o transporte del gas natural y el petróleo crudo, o en menor medida, del maíz y el trigo.

Riesgos a mediano plazo

Bajo nivel de las tasas de interés y riesgos de estancamiento

A pesar del fortalecimiento de su recuperación, las economías avanzadas enfrentan aún riesgos de estancamiento. Como lo pusieron de relieve ediciones anteriores del informe WEO, las grandes economías avanzadas, especialmente la zona del euro y Japón, podrían atravesar un prolongado período de bajo crecimiento por varias razones, sobre todo por no abordar en todas sus dimensiones los problemas que dejó la crisis reciente.

Si esa posibilidad se concretara, la baja tasa de crecimiento reflejaría una debilidad persistente de la demanda que podría transformarse en estancamiento, situación en la cual las economías afectadas no podrían

generar la demanda necesaria para restablecer el pleno empleo a través de fuerzas normales autocorrectivas. La tasa de interés real de equilibrio congruente con el pleno empleo podría ser demasiado baja de lograr con tasas de interés nominales al límite inferior cero. Con el correr del tiempo, el potencial de crecimiento de las economías en proceso de estancamiento también se vería afectado negativamente, debido a la contracción de la inversión —incluso en investigación y desarrollo— y de la oferta de mano de obra como resultado de la histéresis (la transformación de desempleo cíclico prolongado en desempleo estructural).

El hecho de que las tasas de interés nominales y reales se mantengan en un nivel bajo aun cuando se espera una recuperación más definitiva en las economías avanzadas subraya que los riesgos de estancamiento no se pueden tomar a la ligera. Como se describe en el capítulo 3, las tasas de interés reales probablemente suban de acuerdo con el pronóstico de base del informe WEO, pero permanecerían por debajo del valor promedio de alrededor de 2% registrado a mediados de la década de 2000, antes de la crisis. Actualmente, el bajo nivel de las tasas es resultado de las expectativas de que la inversión mundial seguirá una trayectoria más baja que antes de la crisis, en parte debido a efectos persistentes posteriores a la crisis y en parte debido al reequilibramiento de la demanda en China. Aunque los coeficientes de ahorro podrían reducirse a la par de la contracción del crecimiento de las economías de mercados emergentes y el reequilibramiento de la demanda de China, los pronósticos apuntan a que la demanda de activos seguros seguirá siendo vigorosa. En consecuencia, no se prevé una reversión de la tendencia de declive de las tasas de interés reales seguras que precedió a la crisis, incluso a pesar de la atenuación de los frenos y la cicatrización de las heridas después de la crisis. Por ende, las tasas de interés reales se mantienen en un nivel suficientemente bajo como para que el problema del límite inferior cero vuelva a plantearse dados los pronósticos actuales de inflación en caso de que se concreten los riesgos de bajo crecimiento.

Aterrizaje duro en China

La probabilidad de un aterrizaje duro en China después de la sobreinversión y el auge de crédito sigue siendo pequeña porque las autoridades deberían estar en condiciones de limitar, a través de políticas de intervención, el daño causado por problemas de gran escala vinculados a la calidad de los activos. Sin embargo, el crédito continúa aumentando con rapidez, y la formación de capital fijo respaldada por ese aumento sigue siendo una fuente

clave de crecimiento. Por ende, continúan agudizándose los riesgos que plantean los problemas de los balances relacionados con la calidad de los activos del sector financiero. A medida que estos riesgos se intensifican, las autoridades podrían tener más dificultad para responder. En ese caso, los efectos de contagio al resto del mundo, entre otras cosas mediante los precios de las materias primas, podrían ser significativos.

Escenarios de riesgo: Tensiones generadas por los riesgos al alza y a la baja

La posibilidad de una desaceleración más dilatada del crecimiento de las economías de mercados emergentes sigue siendo una preocupación fundamental. Su impacto en la economía mundial sería más profundo hoy que hace una o dos décadas, ya que estas economías originan actualmente una proporción mayor de la producción mundial y están más integradas en la esfera comercial y financiera (véase la sección especial sobre los efectos de contagio en el capítulo 2). Al mismo tiempo, existen riesgos al alza debido a la posibilidad de aceleración del crecimiento de las economías avanzadas. El siguiente escenario analiza la posible interacción entre los riesgos al alza y a la baja.

Los riesgos al alza se basan en la premisa de que el crecimiento de Estados Unidos será alrededor de $\frac{1}{2}$ punto porcentual más alto de lo que supone el pronóstico de base. Esa es la desviación estándar de la distribución de los pronósticos para 2014–15 formulados por los participantes en la encuesta Consensus Economics. En este escenario, la aceleración de la recuperación estadounidense lleva a la Reserva Federal a retirar el estímulo monetario antes de lo previsto en el pronóstico de base. Todas las variaciones de las tasas de interés en este escenario reflejan respuestas del banco central a la evolución de las condiciones macroeconómicas.

Los riesgos a la baja se basan en la premisa de que el ajuste a la baja de la inversión de las economías de mercados emergentes del Grupo de los Veinte (G-20) será superior a lo que prevé el pronóstico de base. Esto refleja la interacción de tres factores: encarecimiento superior a lo previsto del capital debido a la evolución del entorno externo, recientes revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento en los países socios, y corrección parcial de la sobreinversión. El “shock” sigue una secuencia: la debilidad de cada período durante el horizonte quinquenal del informe WEO es sorpresiva. El crecimiento de la inversión en cada economía se ubica aproximadamente 3 puntos porcentuales por debajo de la línea de base cada año, de modo tal que al cabo de cinco años los nive-

les de inversión son más o menos 14% más bajos. En comparación con el escenario a la baja de las economías de mercados emergentes presentado en la edición de abril de 2013 del informe WEO, la desaceleración es más suave pero más persistente, y refleja principalmente el hecho de que algunos de los riesgos se han hecho realidad en el ínterin y han pasado a formar parte de la línea de base.

Los principales resultados del escenario son los siguientes (gráfico 1.15):

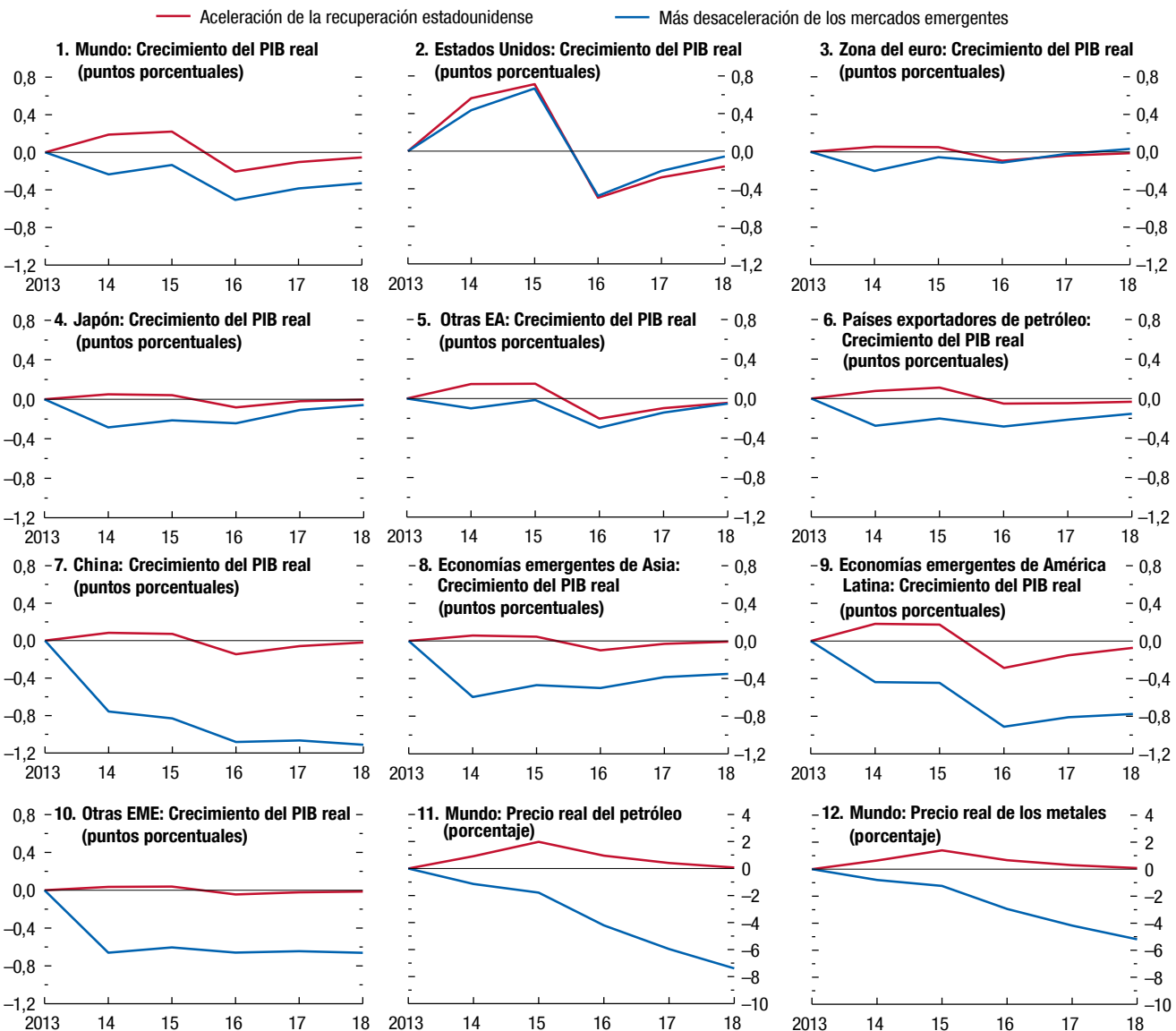
- En el primer escenario, en el cual la demanda interna se recupera con más rapidez en Estados Unidos, la aceleración implícita del crecimiento estadounidense y los efectos de contagio positivos a los socios comerciales hacen subir el crecimiento mundial alrededor de 0,2 puntos porcentuales en los dos primeros años (líneas rojas del gráfico). El impacto positivo es más pronunciado en otras economías avanzadas y en América Latina, ya que los vínculos comerciales son más estrechos. Gracias a la intensificación del crecimiento, los precios de las materias primas suben más que en la línea de base de este escenario. Tras un primer empuje al alza del crecimiento de Estados Unidos y otras regiones, se produce una leve disminución pasajera en comparación con la línea de base, causada por el endurecimiento de la política monetaria estadounidense en respuesta a niveles de inflación y crecimiento superiores a lo previsto.
- En el segundo escenario, en el cual se concretan los riesgos al alza del crecimiento estadounidense junto con los riesgos a la baja de las economías de mercados emergentes, el crecimiento mundial se contrae en comparación con la línea de base. Esa disminución refleja la magnitud más amplia de los shocks a la baja de la demanda y entre economías de distinto tamaño (las economías de mercados emergentes del G-20 son más grandes que la economía estadounidense en términos de la paridad del poder adquisitivo). El impacto del movimiento negativo sorpresivo de la inversión en el crecimiento de las economías de mercados emergentes depende de la cuota de inversión y de la cuota de comercio con otras economías de mercados emergentes dentro del total de comercio internacional (líneas azules del gráfico). Cuanto mayor es la cuota, más profundo es el impacto. Como consecuencia de las diferencias de esas cuotas, la disminución del crecimiento en relación con la línea de base toca máximos en China (alrededor de 1 punto porcentual por año) y mínimos en las economías emergentes de Asia y América Latina. Entre las gran-

Gráfico 1.15. Desaceleración del crecimiento en las economías de mercados emergentes y aceleración de la recuperación en Estados Unidos

(Desviaciones en porcentajes o puntos porcentuales respecto del escenario base del WEO)

Se utilizan dos escenarios generados con el G20MOD, el modelo del FMI para las economías del G-20, para evaluar las posibles repercusiones de una aceleración de la recuperación estadounidense sumada a una notable desaceleración del crecimiento de las economías de mercados emergentes. En el primer escenario (líneas rojas), una recuperación de la economía estadounidense más rápida que la contemplada en el escenario base lleva a la Reserva Federal a retirar el estímulo monetario antes de lo pronosticado en el escenario base. En el segundo escenario (líneas azules), el crecimiento de la inversión de las economías de mercados emergentes del G-20 es inferior al escenario base (aproximadamente 3 puntos porcentuales por año) y es el principal determinante de la disminución del crecimiento. Ese enfriamiento de la inversión podría ser producto de una revisión de las expectativas en torno al crecimiento de los mercados de exportación de estas economías, una corrección de la sobreinversión o una expectativa de encarecimiento del capital en el futuro. En el primer escenario, la aceleración del crecimiento de Estados Unidos y los efectos de contagio positivos a los socios comerciales amortiguan la caída del crecimiento del producto mundial en 2014 y 2015 alrededor de 0,2 puntos porcentuales. Aunque la variación de las tasas de interés es la misma en todos los

mercados emergentes, como consecuencia de los efectos de contagio, el impacto en el PIB real es más profundo en América Latina, seguido de las economías emergentes de Asia y luego de otros mercados emergentes. Como la recuperación de Estados Unidos se hace sentir con más fuerza en sus primeras etapas, el crecimiento disminuye ligeramente en años posteriores. En el segundo escenario, como resultado de la contracción de la inversión y de sus repercusiones por la vía de la renta del trabajo y la demanda privada de bienes de consumo, el crecimiento del PIB real disminuye, en promedio, casi 1 punto porcentual por año en relación con el escenario base en China y 0,6 puntos porcentuales en la mayoría de los otros mercados emergentes. Entre las economías del Grupo de los Tres (G-3), Japón es el más golpeado por los efectos de contagio, debido tanto a la integración con las economías emergentes de Asia como al hecho de que dispone de poco margen de maniobra para responder con la política monetaria. Le sigue la zona del euro, ya que el limitado margen de maniobra de su política monetaria también restringe la medida en que puede neutralizar el impacto. Estados Unidos, la economía menos integrada con los mercados emergentes, sufre los efectos de contagio más leves dentro del G-3.



Fuente: Simulaciones del G20MOD.

Nota: EA = Economías avanzadas; EME = Economías de mercados emergentes.

des economías avanzadas, Japón es la más afectada por los efectos de contagio, debido a su estrecha integración con las economías de mercados emergentes de Asia y al espacio limitado del que dispone la política monetaria para responder con tasas de interés ya muy cercanas a cero. La política monetaria de la zona del euro y de Estados Unidos está restringida por el límite inferior cero, pero ambos tienen vínculos comerciales más pequeños con estas economías de mercados emergentes. A medida que se abaratan las materias primas, desmejora el desempeño de sus exportadores, aunque estos suelen tener una política monetaria con mayor margen de acción. Los países exportadores de petróleo se ven particularmente afectados debido a la alta cuota de la producción vinculada al petróleo.

El segundo escenario subraya el hecho de que la disminución de los riesgos al alza para el crecimiento de algunas grandes economías avanzadas quizá no sea suficiente para compensar el impacto de la ampliación de los riesgos a la baja de las grandes economías de mercados emergentes. Como lo ponen de relieve la evaluación precedente de los riesgos y el análisis de escenarios presentado en la edición de abril de 2014 del informe GFSR, existe una posibilidad de que el alza de las tasas de interés estadounidenses a más largo plazo y el aumento de las expectativas en torno a la tasa de política monetaria de Estados Unidos sean producto de factores menos benignos que un crecimiento inesperadamente rápido de la economía estadounidense. En este caso, los efectos de contagio al producto del resto del mundo serían negativos.

El segundo escenario ilustra también en qué medida los riesgos a la baja de las economías de mercados emergentes pueden tener importantes efectos de contagio a las economías avanzadas. Un nivel de crecimiento inferior al previsto en las economías de mercados emergentes del G-20 (sin una aceleración de la demanda interna estadounidense) se traduciría en un crecimiento mundial en promedio 0,3 puntos porcentuales inferior a la línea de base para cada año, aproximadamente. En las economías avanzadas, el crecimiento se ubica en promedio 0,1 puntos porcentuales por debajo de la línea de base. En las economías de mercados emergentes, la caída del crecimiento es 0,7 puntos porcentuales en promedio. Por ende, los efectos de contagio al producto que se transmiten principalmente a través de canales comerciales significan que una disminución de 1 punto porcentual del crecimiento del producto de los mercados emergentes reduce el producto de las economías avanzadas alrededor de 0,2 puntos porcentuales. Como

lo explica la sección especial sobre los efectos de contagio del capítulo 2, según la naturaleza del shock y el impacto local, también hay margen para que los canales financieros transmitan los shocks de las economías de mercados emergentes a las economías avanzadas, dada la intensificación de la integración financiera.

Políticas

Es evidente que la recuperación mundial ha cobrado ímpetu desde la Gran Recesión. Sin embargo, el crecimiento aún no es robusto en el mundo entero, y los riesgos a la baja para las perspectivas no se han desvanecido. En las economías avanzadas, para restablecer plenamente la confianza, promover un crecimiento vigoroso y conjurar los riesgos a la baja se necesita un respaldo continuo —y en algunos casos, mayor— a la demanda agregada, así como un mayor número de reformas estructurales y reformas del sector financiero. Muchas economías de mercados emergentes se enfrentan a un entorno financiero externo menos propicio; su crecimiento se ha desacelerado; y continúan expuestas a riesgos derivados de los flujos de capitales que necesitan controlar. Los efectos de contagio podrían plantear nuevos retos, especialmente si se hicieran realidad los riesgos a la baja. El estímulo del crecimiento a mediano plazo representa un reto común a escala mundial, y es prioritario llevar a cabo reformas estructurales difíciles.

Evitar un bajo nivel de inflación en las economías avanzadas

La política monetaria debería conservar la orientación acomodaticia en las economías avanzadas. Las brechas del producto aún son amplias y, según las proyecciones, no se cerrarán sino paulatinamente. Además, continuará la consolidación fiscal. Ahora bien, el vigor de las expansiones difiere entre una economía avanzada y otra. Mantener una comunicación clara y orientada al futuro sobre el curso que seguirá la normalización de la política monetaria será una prioridad para algunos bancos centrales. En otras economías avanzadas, las autoridades monetarias deben tener en cuenta el costo de un nivel persistentemente anémico de inflación por debajo de las metas fijadas y de los riesgos de deflación. Una vez que las expectativas inflacionarias comienzan a moverse a la baja, volver a anclarlas a la meta puede ser un proceso largo y costoso. Como explica el recuadro 1.3, esta inquietud está arraigada en las restricciones actuales de la capacidad de la política monetaria para reducir las

tasas nominales, ya sea porque ya están cerca del límite inferior cero o por efecto de la fragmentación financiera. Como ya se señaló, los riesgos generados por un bajo nivel de inflación parecen ser especialmente significativos en la zona del euro y, en menor grado, en Japón.

En reconocimiento de esos riesgos, el interrogante es si conviene distender la política monetaria ahora o usar la orientación avanzada para esbozar las eventualidades que movilizarían nuevas medidas si la inflación o las expectativas inflacionarias se mantuvieran por debajo de la meta.

- En la zona del euro, la tasa de política monetaria está cerca de cero, y una serie de factores llevan a pensar que lo que se necesita ahora es una distensión monetaria mayor que no descarte el uso de medidas no convencionales. Las proyecciones de referencia actuales implican que la inflación se ubicará por debajo de la meta del BCE para la estabilidad de precios por un margen sustancial y mucho más tiempo que el horizonte habitual de uno a dos años. En este contexto, existen importantes riesgos de que la inflación resulte incluso inferior a lo previsto. Las expectativas inflacionarias pueden desplazarse a la baja, como explica el recuadro 1.3. Esto conduciría, a su vez, a un alza de las tasas de interés reales, agravaría la carga de la deuda y reduciría el crecimiento. En los países que necesitan mejorar la competitividad, y cuyos precios y sueldos tienen que retroceder más en relación con otros países de la zona del euro, eso probablemente agravaría la deflación y tendría efectos adversos aún más fuertes en el crecimiento.
- El Banco de Japón debería continuar con su ambiciosa política de expansión cuantitativa y afianzar más su estrategia de comunicación, especialmente en vista del desafío de evaluar la inflación subyacente tras el alza del impuesto sobre el consumo. Sin embargo, será importante que especifique las políticas que adoptará si la inflación o las expectativas inflacionarias se mantienen por debajo de la meta más tiempo de lo previsto.

Los riesgos derivados de un bajo nivel de inflación y la necesidad de mantener la política monetaria acomodaticia significan que también será importante que los bancos centrales de muchas economías avanzadas aclaren cómo promoverán la estabilidad financiera, que sigue siendo un motivo de inquietud. Un período prolongado de tasas de interés a niveles bajos a lo largo de toda la estructura de vencimientos podría fomentar una toma excesiva de riesgos, un apalancamiento excesivo y descalses imprudentes de los vencimientos. Las autoridades encargadas de la supervisión y la regulación de

los bancos deberán continuar observando de cerca los riesgos que implica la política monetaria para la estabilidad financiera y cerciorarse de que la actividad bancaria respete normas regulatorias prudenciales. En la zona del euro, sin embargo, el crédito se está contrayendo, y para estimularlo lo más apremiante es sanear los balances bancarios.

Estímulo del crecimiento y reducción de los riesgos de estancamiento

Los riesgos de bajo crecimiento y estancamiento continúan siendo un motivo de preocupación, sobre todo en la zona del euro y Japón, que necesitan una política de respuesta exhaustiva para mitigar estos riesgos. A nivel más general, sin embargo, la política fiscal debe jugar un papel crítico si el crecimiento se mantiene en niveles subóptimos. En ese caso, correspondería analizar medidas más ambiciosas para incrementar el potencial de crecimiento teniendo debidamente en cuenta la sostenibilidad fiscal a largo plazo; entre esas medidas, cabe mencionar, según corresponda, el aumento de la inversión pública.

La zona del euro ha logrado cierto avance frente a las secuelas de la crisis, es decir, el elevado nivel de deuda pública y privada, la debilidad de los balances y el alto desempleo, así como los obstáculos a más largo plazo a la competitividad y la productividad. La confianza de los mercados está mejorando, y el crecimiento ha comenzado a repuntar. Sin embargo, persisten los riesgos a la baja: aún hay un volumen sustancial de capacidad ociosa, la inflación está por debajo del objetivo del BCE para la estabilidad de precios desde hace algún tiempo, y la fragmentación financiera no ha desaparecido. Aunque los riesgos de crisis han aminorado gracias a las medidas de política recientes, los riesgos causados por un nivel persistentemente bajo de crecimiento todavía constituyen un motivo de inquietud.

- Sanear los balances bancarios: Se ha avanzado en el saneamiento de los balances bancarios. Sin embargo, los bancos continúan despalancándose, y el crédito al sector privado se está contrayendo. La evaluación de la calidad de los activos y las pruebas de resistencia de 2014 del BCE serán una oportunidad crítica para avanzar hacia la culminación de la reestructuración de los balances bancarios. Si se lo ejecuta con credibilidad, ese proceso producirá balances bancarios transparentes y comparables, e identificará nuevas necesidades de capital. Con una pronta recapitalización de ser necesario, dicho proceso dispersará

la incertidumbre en torno a la salud del sistema bancario y promoverá el saneamiento de los balances bancarios, lo cual culminaría en una reactivación del crédito. Aunque muchos bancos seguramente podrán recurrir a una recapitalización a través de los mercados, para llevar a cabo oportunamente esta etapa es posible que sea necesario también recurrir a mecanismos de apoyo nacionales y comunes.

- Llevar a término la unión bancaria: Una unión bancaria más completa en la zona del euro es un elemento crítico para reducir la fragmentación financiera y atenuar los vínculos entre los entes soberanos y los bancos. Un elemento clave es que, para el momento en que el BCE asuma las responsabilidades de supervisión, se haya establecido un mecanismo único de resolución robusto y centralizado que garantice una resolución rápida de las instituciones bancarias al menor costo posible. El acuerdo del 20 de marzo entre el Parlamento Europeo, el Consejo de Europa y la Comisión Europea sobre ese mecanismo representa un paso hacia una unión bancaria más plena. Sin embargo, el proceso decisorio parece ser complejo y quizá no conduzca a una resolución oportuna, especialmente si se tiene previsto el respaldo del fondo único de resolución. Se necesita una transición aún más rápida hacia la mutualización de los compartimentos nacionales de dicho fondo y una decisión más clara sobre un sólido mecanismo común de respaldo y sus plazos de operación para poder quebrar eficazmente los vínculos entre los entes soberanos y los bancos, en especial en los países con un espacio fiscal limitado.
- Respaldo más la demanda: En vista de la debilidad y la fragilidad del crecimiento y del nivel muy bajo de inflación, se necesita una distensión monetaria mayor para mejorar las perspectivas de alcanzar el objetivo del BCE para la estabilidad de precios (una inflación inferior pero cercana a 2%), y apuntalar la demanda. Entre las posibilidades cabe mencionar nuevos recortes de las tasas —incluidas tasas pasivas ligeramente negativas— y medidas no convencionales como operaciones de refinanciamiento a más largo plazo (posiblemente focalizadas en la pequeña y mediana empresa) para respaldar la demanda y reducir la fragmentación. La política monetaria tendría más eficacia si se reforzaran los regímenes de insolvencia, y esa medida contribuiría también a reducir el sobreendeudamiento privado, facilitaría el saneamiento de los balances y reduciría la fragmentación financiera. La orientación fiscal neutra prevista para la zona del euro

en 2014 es, en términos amplios, adecuada. Si persiste la baja tasa de crecimiento y se agotan las opciones para la política monetaria, la política fiscal quizá deba utilizar la flexibilidad de la que dispone gracias al marco fiscal actual para estimular la actividad.

- Promoción de las reformas estructurales a nivel nacional y de toda la zona: Esto es crítico para estimular la productividad y la inversión, lograr un nivel más alto de crecimiento a más largo plazo y reducir los desequilibrios dentro de la zona del euro. En los países con superávit, las reformas encaminadas a estimular la demanda interna, especialmente la inversión, contribuirían al reequilibramiento. En los países con déficit, se necesitan nuevos ajustes de los precios relativos para reorientar los recursos de los sectores de bienes no transables hacia los sectores de bienes transables. Sumada a las reformas continuas del mercado laboral a nivel nacional, la apertura de los mercados de productos y servicios a la competencia podría movilizar la inversión y la creación de empleo. El crecimiento y la inversión también se verían fortalecidos si se redujeran los obstáculos regulatorios al ingreso y la salida de las empresas, se simplificaran los sistemas tributarios, se focalizara la implementación de la Directiva de Servicios de la Unión Europea y se profundizara la integración comercial.

En Japón, la decidida expansión monetaria y el nuevo estímulo fiscal que se encuadran dentro de la Abeconomía aumentaron el crecimiento en 2013 y mejoraron las perspectivas de crecimiento para 2014–15, en comparación con los pronósticos de base elaborados antes de que se pusiera en práctica la Abeconomía. Los riesgos de estancamiento a más largo plazo no han desaparecido, principalmente debido a la sustancial consolidación fiscal que será necesaria durante aproximadamente la próxima década para concluir la transición a una situación fiscal sostenible a largo plazo en una sociedad que está envejeciendo con rapidez. Según las estimaciones del personal técnico del FMI, además del alza del impuesto sobre el consumo de 5% a 8% del segundo trimestre de 2014 y el incremento adicional a 10% planificado para el cuarto trimestre de 2015, habrá que definir medidas adicionales equivalentes a 5,5% del PIB para que la deuda pública disminuya a mediano plazo. Contra este telón de fondo, será crítico velar por que esa consolidación avance a un ritmo que no socave los otros objetivos de la Abeconomía; a saber, crecimiento sostenido y transformación definitiva del régimen de deflación en un régimen de inflación.

A corto plazo, el estímulo fiscal adicional de 2014, aplicado con carácter pasajero, debería neutralizar

los efectos adversos creados por la necesaria alza del impuesto sobre el consumo en el segundo trimestre del año. Sin embargo, el estímulo también exagera riesgos fiscales que de por sí ya son elevados y realza la importancia de elaborar a la mayor brevedad posible planes concretos para reforzar la consolidación más allá de 2015. Todo esto debería estar respaldado por medidas ambiciosas encaminadas a incrementar el crecimiento potencial —la tercera flecha de la Abeconomía— durante la sesión de la Dieta del primer semestre de 2014.

Gestión de los riesgos derivados de los flujos de capitales en las economías de mercados emergentes y en desarrollo

La evolución del entorno externo realza la urgencia de que las economías de mercados emergentes hagan frente a los desequilibrios macroeconómicos y las debilidades de las políticas. A medida que los activos de las economías avanzadas adquirieron un atractivo relativamente mayor, las economías de mercados emergentes experimentaron una baja de las entradas de capitales y una depreciación de la moneda, y estas tendencias podrían intensificarse, entre otras cosas debido a los riesgos al alza para el crecimiento de las economías avanzadas, como se señaló al evaluar los escenarios de riesgo.

La evolución del entorno externo plantea nuevos retos para las economías de mercados emergentes. Como muestran los últimos acontecimientos, las economías que padecen de debilidades y vulnerabilidades internas suelen estar más expuestas a la presión de los mercados. Varias de estas debilidades han estado presentes durante algún tiempo, pero como han mejorado las perspectivas de las economías avanzadas, la actitud de los inversionistas hacia los riesgos vinculados a los mercados emergentes es ahora menos favorable. Dada la posibilidad de que se produzcan cambios en la dirección de los flujos de capitales, los riesgos relacionados con las necesidades sustanciales de financiamiento externo y con una depreciación desordenada son particularmente inquietantes, ya que influyen en los rendimientos de la moneda local de los inversionistas.

Contra este telón de fondo, las economías de mercados emergentes deben superar la agudización de los riesgos generados por cambios repentinos en la dirección de los flujos de capitales, recalibrar las políticas para compatibilizarlas con la situación dentro del ciclo económico de ser necesario, e incrementar el crecimiento potencial con reformas estructurales.

Depreciación más manejable

En general, permitir que el tipo de cambio se deprecie sigue siendo una respuesta aconsejable a los cambios en la dirección de los flujos de capitales, ya que se facilita el ajuste y se reducen los efectos negativos en el producto. En la práctica, es posible que las autoridades sean renuentes a permitir una depreciación por varias razones. Una de ellas es que les preocupa la posibilidad de que tanto la reacción de los inversionistas como la depreciación sean excesivas. También existen inquietudes en torno al impacto adverso en la inflación o la estabilidad financiera, aun si la depreciación no resulta ser excesiva.

Si los riesgos de cambios en la dirección de los flujos de capitales se hacen realidad y se produce una rápida salida de capitales, las autoridades pueden recurrir a la intervención en el mercado de cambio para suavizar la volatilidad excesiva o evitar trastornos financieros, siempre que lo permita un nivel adecuado de reservas de divisas. Esa intervención no debería impedir el ajuste externo subyacente en las economías con déficits de la cuenta corriente cuyo nivel es incompatible con los fundamentos económicos y las políticas macroeconómicas aconsejables. Las medidas de gestión de flujos de capitales encaminadas a reducir o impedir las salidas de capital también podrían contribuir a suavizar la volatilidad cambiaria excesiva, pero en general no son tan aconsejables como las aplicadas a las entradas de capital. Las propias expectativas de adopción de ese tipo de medida podrían en realidad desencadenar una salida de capitales.

Las autoridades deberían abordar también los problemas de base si existen inquietudes en torno a fuertes efectos adversos de depreciación. Esas medidas prepararían mejor a sus economías para superar la agudización de los riesgos de cambios de dirección de los flujos de capitales.

- Si la principal inquietud es la inflación, el endurecimiento de la política monetaria quizá resulte necesario en caso de que la inflación se encuentre en niveles elevados. Sin embargo, las autoridades quizá deban plantearse que esa medida podría no bastar por sí sola. La transmisión del tipo de cambio también es función de la credibilidad de la política monetaria. Si la depreciación del tipo de cambio tiene una fuerte influencia en las expectativas inflacionarias, la credibilidad probablemente sea escasa, y las autoridades quizá necesiten adoptar un marco de política monetaria más transparente o mejorar la coherencia y transparencia en la implementación de la política monetaria. Por ejemplo, como se explica en el recuadro 1.4, muchas

economías de mercados emergentes han pasado de regímenes de flotación libre a regímenes de flotación de facto “dirigida”, en algunos casos imponiendo incluso estrechos límites al grado de fluctuación del tipo de cambio. Aunque la flotación dirigida puede reducir los riesgos de movimientos abruptos del tipo de cambio, también puede restarles credibilidad a las metas de inflación y demorar un ajuste externo muy necesario².

- Si la principal inquietud es la estabilidad financiera, se necesitan firmes medidas de regulación y supervisión para asegurar que los bancos aborden los problemas de calidad del crédito y rentabilidad relacionados con los riesgos derivados del tipo de cambio y los flujos de capital. Los problemas de estabilidad financiera surgen de los efectos negativos que una depreciación profunda y repentina del tipo de cambio produce en los balances y los flujos de efectivo. Las inquietudes más apremiantes están relacionadas con las empresas de los sectores orientados a los mercados internos que se han financiado con moneda extranjera pero que no gozan de la cobertura cambiaria natural que brinda la venta de exportaciones y con los bancos que operan a nivel nacional y captan fondos en moneda extranjera. En ambos casos, la carga del servicio de la deuda en moneda nacional aumenta con la depreciación, y eso a su vez puede causar importantes problemas de calidad de los activos. Además, los reguladores deben vigilar de cerca los problemas de calidad de los activos que podrían surgir por efecto de la expansión rápida del crédito ocurrida recientemente y la desmejora de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo.

Recalibramiento de las políticas macroeconómicas

Un factor clave para la formulación de las políticas es determinar si las políticas macroeconómicas han contribuido al reciente aumento de los déficits en cuenta corriente y si esos déficits son excesivos. Como ya se señaló, algunas economías de mercados emergentes ahora tienen déficits en cuenta corriente, y en algunas economías los cambios recientes han acarreado un alejamiento del equilibrio fundamental identificado en las evaluaciones del informe *2013 Pilot External Sector Report* (FMI, 2013b). Esta inquietud se plantea porque después de la crisis financiera mundial las políticas macroeconómicas expansivas adoptadas por las economías de mercados emergentes estimularon la demanda

interna y se tradujeron en un rápido repunte de la actividad. En algunas economías, sin embargo, esa orientación no se revirtió del todo o se revirtió con demasiada lentitud cuando las economías se encontraban en auge en 2010–12 y el producto superaba el nivel potencial. Por lo tanto, el consiguiente deterioro de los saldos en cuenta corriente fue en parte resultado de un sobrecalentamiento, un proceso que ahora se está autocorrigiendo.

En consecuencia, la tarea principal consiste en recalibrar la composición y la orientación de la política macroeconómica de manera tal que sea creíble y coherente con el volumen de capacidad económica ociosa. Las particularidades varían según la economía, pero las siguientes observaciones generales son pertinentes para todas.

- Política monetaria: En una serie de economías, como Brasil, India e Indonesia, la presión inflacionaria continúa y podría recrudecer como consecuencia de la depreciación de la moneda ocurrida desde mediados de 2013. Aunque muchos países subieron la tasa de política monetaria en el curso del último año, quizá resulte necesario aplicar políticas aún más restrictivas para frenar la inflación. En otras economías, las autoridades podrían plantearse la posibilidad de incrementar las tasas de política monetaria con más lentitud o de recortar las tasas si el producto está por debajo del potencial. Sin embargo, deben tener en cuenta la posibilidad de presión inflacionaria, la credibilidad de las políticas y el posible impacto en el mercado en el entorno actual.
- Política fiscal: En términos generales, las autoridades deberían alinear la orientación fiscal con estimaciones actualizadas del potencial de crecimiento a mediano plazo y los cambios recientes de las tasas de interés a más largo plazo, como se enfatiza en ediciones anteriores del informe WEO. Las tasas de interés son sensiblemente más altas en algunas economías y es poco probable que cambien de sentido en el futuro próximo. En muchas economías de mercados emergentes, los déficits fiscales se mantienen muy por encima de los niveles previos a la crisis (véase el gráfico 1.4, panel 2), aunque el producto generalmente supera aún las tendencias previas a la crisis (gráfico 1.6, panel 1). Además, se prevé una dinámica de la deuda menos favorable, dado que la rentabilidad real de los bonos públicos es mayor que la prevista hace un año. Contra este telón de fondo, las autoridades tienen que reducir los déficits presupuestarios, como se explica en la edición de abril de 2014 del informe *Monitor Fiscal*. La urgencia con la que corresponde actuar varía según la economía, los niveles de deuda,

²Véase en Ostry, Ghosh y Chamon (2012) un análisis de las políticas monetarias y cambiarias de las economías de mercados emergentes.

las vulnerabilidades y la posición dentro del ciclo económico. En algunas economías, el aumento de riesgos contingentes para los presupuestos y la deuda pública como consecuencia de los aumentos sustanciales de la actividad y de los déficits cuasifiscales refuerza la necesidad de ajustar la orientación de la política cuasifiscal (Brasil, China, Venezuela).

Políticas de los países de bajo ingreso

Muchos países de bajo ingreso han logrado mantener un crecimiento vigoroso, gracias a la mejora de los regímenes de empresa e inversión y de las políticas macroeconómicas. Entre otras cosas, la combinación de fuerte crecimiento y moderados déficits presupuestarios ha contribuido a mantener estables los niveles de deuda pública, en torno a 35% del PIB. Ahora bien, la inversión extranjera directa ha comenzado a enfriarse frente a la disminución de precios de las materias primas y se prevé que caerá aún más; por su parte, los ingresos fiscales presupuestarios y las entradas de divisas vinculados a las materias primas se encuentran en peligro. Dadas estas condiciones del entorno externo, será importante ajustar a tiempo las políticas fiscales; de lo contrario, la deuda externa y la deuda pública podrían aumentar. Dentro de este panorama global de fortaleza relativa, algunos países enfrentan riesgos mayores. Algunos países de bajo ingreso con una baja tasa de crecimiento y un elevado nivel de deuda pública necesitarán políticas fiscales más sólidas para mantener la deuda en niveles sostenibles. Una serie de países de bajo ingreso con necesidades financieras externas más grandes que han accedido a los mercados internacionales de capitales (“economías de frontera”) son vulnerables a los riesgos derivados de los flujos de capital, situación más o menos parecida a la que enfrentan las economías de mercados emergentes. Para abordar estas vulnerabilidades quizá se necesiten políticas monetarias y fiscales más restrictivas.

Sustentar el crecimiento elevado en las grandes economías de mercados emergentes

Las grandes economías de mercados emergentes enfrentan un reto común: cómo lograr un crecimiento robusto y sostenible. Sin embargo, los problemas de base varían según la economía, como por ejemplo el grado y la naturaleza de los desequilibrios macroeconómicos.

El crecimiento de *China* se ha desacelerado desde 2012, y el crecimiento a mediano plazo estará, según las proyecciones, sustancialmente por debajo de la tasa promedio de 10% registrada en los 30 últimos

años. La actividad económica continúa dependiendo excesivamente de la inversión alimentada por el crédito, y las vulnerabilidades son cada vez mayores.

La prioridad de la política económica consiste en lograr un aterrizaje suave durante la transición a un crecimiento más inclusivo y sostenible, impulsado por el consumo privado. Esa transición exigiría la liberalización de las tasas de interés para permitir una valoración eficaz del riesgo; un marco de política monetaria más transparente basado en las tasas de interés; un régimen cambiario más flexible; reformas para mejorar la gobernabilidad y la calidad del crecimiento; y una regulación y supervisión más estrictas del sector financiero. La Tercera Sesión Plenaria del Decimotavo Comité Central ha esbozado un plan de reforma que incluye estas medidas de política. La implementación oportuna debe ser una prioridad. Ya se han tomado medidas alentadoras en el ámbito del sector financiero (anuncio de un cronograma para reformas críticas, como ser la creación de un régimen de garantía de depósitos y una liberalización más amplia de las tasas de interés) y de la política cambiaria (se ha ampliado la zona de fluctuación del tipo de cambio). Frenar la rápida expansión del crédito y limitar el endeudamiento extrapresupuestario de los gobiernos locales constituyen prioridades a corto plazo, que son críticas para contener el avance de los riesgos. Las autoridades también deben enfrentar los riesgos que podría plantear la rápida expansión del crédito de los últimos años. En particular, se deben reconocer los préstamos incobrables y otros activos dañados que puedan surgir, y reforzar el marco de resolución de las instituciones financieras quebradas. En caso de contingencias a la baja, se puede utilizar el espacio fiscal para recapitalizar las instituciones financieras cuando corresponda.

En *Brasil*, es necesario seguir aplicando políticas más restrictivas. A pesar de los aumentos sustanciales de la tasa de política monetaria del pasado año, la inflación se mantiene en el límite superior de la banda. La intervención en el mercado de cambio debe ser más selectiva y apuntar principalmente a limitar la volatilidad y evitar condiciones de mercado desordenadas. La consolidación fiscal contribuiría a moderar la presión de la demanda interna y reduciría los desequilibrios externos, facilitando a la vez la reducción del coeficiente de deuda pública que es relativamente alto. Es necesario abordar los estrangulamientos de la oferta.

En *India*, quizá sea necesario un nuevo endurecimiento de la orientación monetaria para lograr una reducción duradera de la inflación y de las expectativas inflacionarias. La consolidación fiscal ininterrumpida será

esencial para reducir los desequilibrios macroeconómicos. Las autoridades también deben concentrarse en las reformas estructurales necesarias para apuntalar la inversión, que se ha enfriado sensiblemente. Entre las tareas prioritarias, corresponde mencionar la valoración de los recursos naturales a precios de mercado para estimular la inversión, la eliminación de las demoras de implementación de los proyectos de infraestructura, el fortalecimiento de los marcos de política energética y minera, la reforma de la extensa red de subsidios, y la aprobación de los nuevos impuestos sobre bienes y servicios para sustentar la consolidación fiscal a mediano plazo.

En *Rusia*, el régimen de política monetaria se encuentra en transición hacia un régimen de metas de inflación; por lo tanto, anclar las expectativas inflacionarias deberá ser una tarea prioritaria. La flexibilización del tipo de cambio ayudará como mecanismo amortiguador. Sin embargo, con una depreciación sustancial, quizá resulte necesario cierto endurecimiento de la política monetaria para evitar persistentes aumentos de la inflación. Las reformas estructurales son críticas para promover la inversión, diversificar la economía e incrementar el crecimiento potencial. Entre las prioridades cabe mencionar el fortalecimiento del Estado de derecho y la reducción de la participación estatal en la economía.

En *Sudáfrica*, el déficit en cuenta corriente externa ha superado 5% durante algún tiempo, a pesar de la sustancial depreciación del rand. Por ende, quizá sea necesario aplicar una orientación más restrictiva a la política fiscal y monetaria para reducir las vulnerabilidades del país y contener el impacto de segunda ronda de la depreciación en la inflación. Es fundamental poner en marcha reformas estructurales que reduzcan el nivel inaceptablemente elevado de desempleo, que actualmente alcanza 24%.

Reequilibramiento mundial de la demanda

Se están perfilando indicios prometedores de una recuperación mundial más sostenible, pero una reactivación vigorosa requiere también un mayor avance en el reequilibramiento mundial de la demanda. A medida que se cierran las brechas del producto, los desequilibrios externos podrían volver a agudizarse. La materialización del riesgo a la baja para los mercados emergentes podría tener efectos similares si los saldos en cuenta corriente de estas economías mejoraran drásticamente debido a cambios de dirección de los flujos de capitales.

Por lo tanto, el desafío consiste en adoptar medidas de política que produzcan un crecimiento tanto vigoroso como equilibrado. En otras palabras, políticas que garanticen que el crecimiento continuará sin que desmejoren los saldos en cuenta corriente. Las medidas antes descritas apuntan a sustentar el crecimiento. Algunas también reducirán en mayor medida los saldos externos. Las implicaciones cuantitativas de algunas de estas políticas, no solo para los países individualmente sino también para la economía mundial, se analizaron en el informe *2013 Spillover Report* (FMI, 2013c).

Por ejemplo, en las economías con superávit en cuenta corriente, las reformas pueden estimular la demanda interna y modificar su composición. En China, el reequilibramiento de la demanda hacia el consumo mediante la eliminación de las distorsiones financieras conducirá a un crecimiento más equilibrado y a la reducción de los desequilibrios externos. En Alemania, el aumento de la inversión —incluida la inversión pública— a través de la reforma del sistema tributario y financiero y de la liberalización del sector de los servicios, no solo es aconsejable en sí misma, sino que también reducirá el elevado superávit en cuenta corriente. En las economías con *déficit*, las reformas estructurales encaminadas a promover la competitividad (España, Francia, el Reino Unido y Sudáfrica) y eliminar los estrangulamientos de la oferta para afianzar las exportaciones (India, Sudáfrica), nuevamente, no solo son buenas para el crecimiento, sino también para ayudar a fortalecer la posición externa y permitir un crecimiento más sostenido.

Por ejemplo, en las economías con superávit en cuenta corriente, las reformas pueden estimular la demanda interna y modificar su composición. En China, el reequilibramiento de la demanda hacia el consumo mediante la eliminación de las distorsiones financieras conducirá a un crecimiento más equilibrado y a la reducción de los desequilibrios externos. En Alemania, el aumento de la inversión —incluida la inversión pública— a través de la reforma del sistema tributario y financiero y de la liberalización del sector de los servicios, no solo es aconsejable en sí misma, sino que también reducirá el elevado superávit en cuenta corriente. En las economías con *déficit*, las reformas estructurales encaminadas a promover la competitividad (España, Francia, el Reino Unido y Sudáfrica) y eliminar los estrangulamientos de la oferta para afianzar las exportaciones (India, Sudáfrica), nuevamente, no solo son buenas para el crecimiento, sino también para ayudar a fortalecer la posición externa y permitir un crecimiento más sostenido.

Sección especial: Precios de las materias primas y pronósticos

Las proyecciones de los precios de las materias primas de esta y otras ediciones de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés) se derivan de los precios de los futuros sobre materias primas, que en este momento apuntan a un retroceso de los precios y riesgos a la baja. Aunque esa metodología basada en el mercado tiene sus atractivos, a veces se cuestionan los resultados. Esta sección especial evalúa una proyección de los precios del petróleo basada en un modelo de mejor desempeño. Dado el fortalecimiento de la demanda mundial, el pronóstico basado en el modelo sugiere un alza de los precios del petróleo y riesgos al alza. En vista del nivel creciente de la oferta de petróleo de América del Norte y la desaceleración del crecimiento de los mercados emergentes, es más seguro elaborar un pronóstico que combine ambos enfoques en este momento en que la configuración del mercado del petróleo quizás esté cambiando. Esa combinación lleva a pensar que los precios del petróleo se mantendrán al mismo nivel o disminuirán ligeramente este año.

Evolución de los mercados de las materias primas¹

Desde la edición de octubre de 2013 del informe WEO, los precios de la energía se han mantenido más bien inalterados (gráfico 1.SE.1, panel 1), ya que la caída de los precios del petróleo crudo se vio compensada por el encarecimiento del gas natural (temperaturas extremadamente bajas en Estados Unidos) y del carbón (escasa oferta en una serie de países exportadores). Los precios del petróleo crudo han descendido ligeramente, sobre todo debido a la escalada continua de la oferta en América del Norte. Los suministros fuera de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) aumentaron 1,3 millones de barriles diarios (mbd) en 2013, un incremento ligeramente más rápido que el alza de 1,2 mbd de la demanda mundial, y todo el crecimiento neto se originó en Estados Unidos (1,2 mbd, fundamentalmente petróleo de esquisto) y Canadá (0,2 mbd, principalmente petróleo de arenas bituminosas) (gráfico 1.SE.1, panel 2). Las

La autora de esta sección es Samya Beidas-Strom, con la ayuda de Benjamin Beckers y Daniel Rivera Greenwood. Los datos sobre la evolución más reciente de los mercados de materias primas fueron proporcionados por Marina Rousset y Shane Streifel. Los detalles técnicos figuran en Beckers y Beidas-Strom (de próxima publicación).

¹Véanse “Commodity Market Monthly” y “Commodity Outlook and Risks” en www.imf.org/commodities.

proyecciones del crecimiento de la oferta fuera de la OPEP se han incrementado a 1,8 mbd en 2014, muy por encima de los 1,4 mbd de la demanda. Los precios se han visto sustentados por las crecientes presiones sobre la oferta de la OPEP (más que nada, trastornos en Libia, Nigeria, Siria y Yemen) y las sanciones en contra de la República Islámica del Irán. La demanda de petróleo fue relativamente débil en el cuarto trimestre de 2013, con la sola excepción de Estados Unidos (gráfico 1.SE.1, panel 3). A pesar de estas presiones, se prevé que los precios del petróleo, basados en los mercados de futuros, disminuirán durante el período que abarcan las perspectivas, en consonancia con la expansión de la oferta y la debilidad de la demanda.

Los precios de los metales se han mantenido invariables en general desde el informe WEO de octubre de 2013, aproximadamente 30% por debajo de los máximos de comienzos de 2011, y la mayoría de los mercados registran superávit (saldos elevados y crecientes y avance constante de la producción). El aumento de la demanda mundial de metales —y el aumento de la demanda de metales de China— se desaceleró en 2013 (recuadro 1.2), en tanto que la oferta creció con fuerza. Los precios de los futuros llevan a pensar que los precios de los metales estarán en descenso a lo largo del período que abarcan las perspectivas, como consecuencia de superávits continuos, aunque decrecientes, en una serie de mercados.

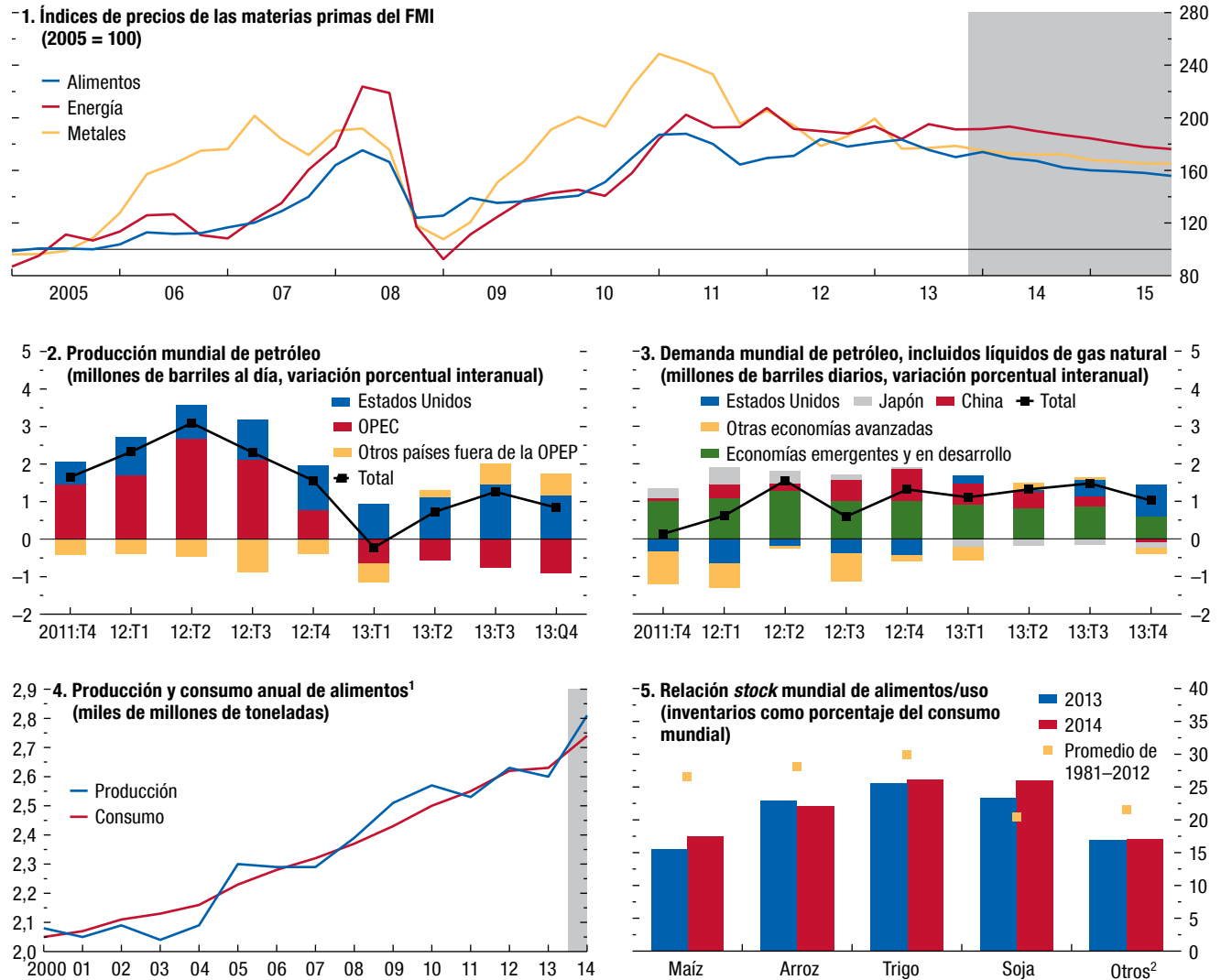
En los mercados de alimentos, las perspectivas de producción son favorables para la mayoría de los principales cultivos. Se proyecta que la producción mundial de los principales cereales y oleaginosas superará el aumento de la demanda (gráfico 1.SE.1, panel 4). China prevé incrementar la producción de trigo y maíz gracias a las condiciones meteorológicas favorables, y el suministro internacional de arroz continúa siendo abundante. Además, las existencias siguen recuperándose paulatinamente, especialmente en el caso del maíz (gráfico 1.SE.1, panel 5). A comienzos de 2014, la inquietud en torno a efectos meteorológicos desfavorables en los cultivos de América del Sur ejerció cierta presión al alza sobre los precios.

Pronósticos de los precios de las materias primas

Dado que los precios de las materias primas se mantuvieron más o menos al mismo nivel o descendieron

Gráfico 1.SE.1. Evolución de los mercados de materias primas

Los precios de las materias primas se han mantenido sin grandes cambios desde la edición de octubre de 2013 del informe WEO, y el aumento de los suministros superó la demanda anémica en la mayoría de los mercados.



Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Agencia Internacional de Energía; Departamento de Agricultura de Estados Unidos, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo.

¹Suma de los datos sobre importantes cereales y oleaginosas: cebada, maíz, mijo, arroz, centeno, sorgo, trigo, semilla de palma, colza, soja y semillas de girasol.

²Incluye cebada, mijo, semilla de palma, colza, centeno, sorgo y semillas de girasol.

en el segundo semestre de 2013, algunos analistas han pronosticado el final del ciclo extraordinario de precios de las materias primas, habida cuenta de la desaceleración en las economías de mercados emergentes, especialmente China (recuadro 1.2), y el aumento de los suministros (a saber, aumento de la producción estadounidense de petróleo crudo, exceso de oferta de

la mayoría de los metales básicos y crecientes suministros de cereales). Sin embargo, durante el primer trimestre de 2014, algunos precios avanzaron ante los indicios de fortalecimiento de la actividad mundial, aunque con gran volatilidad de precios; por ende, los analistas ahora son más cautelosos. Las razones que llevan a pronosticar los precios de las materias primas

conservan la relevancia de siempre; por lo tanto, la cuestión es plantear cuál es la mejor manera de hacerlo. ¿A qué herramientas deberían recurrir las autoridades para pronosticar los precios de las materias primas? ¿Qué resultados han dado estas herramientas de pronóstico en términos de errores y evaluaciones del riesgo *ex post*? ¿Existen otros modelos de pronóstico que podrían complementar los que están utilizando las autoridades? Y, ¿cuáles son las herramientas ideales en esta época de incertidumbre económica? Esta sección aborda estos cuatro interrogantes desde el punto de vista de los precios del petróleo².

¿Qué herramientas de pronóstico utilizan las autoridades?

Desde la época de escasez de los años setenta, cuando se utilizaban normalmente reglas como las de Hotelling (1931) para predecir el precio de una materia prima no renovable, las autoridades se inclinan por unas pocas herramientas de pronóstico sencillas: el costo real constante a largo plazo de extraer una materia prima no renovable, modelos de precios basados en el paseo aleatorio y los precios de los futuros. Dos acontecimientos recientes han empañado la utilidad de estos enfoques: un aumento vertiginoso sostenido de los precios durante el boom de las materias primas que ocurrió a mediados de la década de 2000 y la escalada de los costos de extracción, que reviste especial relevancia para el petróleo. Se han realizado esfuerzos por evaluar el contenido predictivo y el desempeño estadístico de estas herramientas de pronóstico simples (Reeve y Vigfusson, 2011; Reichsfeld y Roache, 2011; Alquist, Kilian y Vigfusson, 2013; Chinn y Coibion, 2013) y volver a considerar la clase de modelos de formación de precios de Deaton y Laroque (1996) con almacenamiento especulativo. Sin embargo, antes de examinar los modelos de pronóstico con almacenamiento especulativo, esta sección analiza el desempeño de las herramientas de pronóstico sencillas durante la última década, primero desde el punto de vista de los futuros y luego en términos de un grupo más amplio de modelos.

²El análisis de esta sección se centra en los precios del petróleo pero puede hacerse extensivo a los precios de otras materias primas con mercados de futuros si existen datos mensuales sobre la demanda, la oferta y las existencias mundiales, y si existe un precio internacional líder de la materia prima en cuestión (como ocurre con el aluminio, el cobre, el plomo, el níquel, el estaño y el cinc).

¿Qué resultado dan los futuros sobre petróleo como herramienta de pronóstico?³

Errores de pronóstico simples

Los futuros sobre petróleo sirven desde hace mucho tiempo para pronosticar los precios de entrega inmediata, partiendo de la premisa de que el precio de un contrato de futuros equivale al valor descontado del precio de entrega inmediata proyectado y que, por definición, los futuros sobre petróleo contienen información que trasciende la entrega inmediata. Como muchos otros mercados de materias primas, los mercados de futuros sobre petróleo se encuentran con frecuencia en un estado de *backwardation*⁴. Eso puede infundir cierto sesgo a la baja en los pronósticos de los precios al contado.

Además, el contenido predictivo de los futuros sobre materias primas (y los futuros sobre petróleo en particular) ha disminuido desde mediados de la década de 2000 (Chinn y Coibion, 2013), aun cuando los futuros no se encontraban en estado de *backwardation*. El error de pronóstico fue de más de 100% (si se comparan los futuros de enero de 2007 con los resultados efectivos de julio de 2008) antes de la crisis financiera internacional (gráfico 1.SE.2, panel 1). Ese caso no es excepcional; la calidad de todos los pronósticos macroeconómicos suele desmejorar en épocas de recesión o crisis. Sin embargo, aun durante la desaceleración de 2011, el error de pronóstico fue de 38% (si se comparan los precios de los futuros de enero de 2011 con los resultados efectivos de abril de 2011). Este desempeño hace pensar que los precios de los futuros quizá no sean buenos predictores en épocas de turbulencia o períodos de cambio estructural.

³En aras de la brevedad, el análisis se centra en la variedad U.K. Brent, la principal referencia internacional del petróleo crudo. También hay resultados con las variedades West Texas Intermediate (WTI) y Dubai Fateh. El promedio simple de las tres constituye el precio promedio de entrega inmediata del informe WEO, proyectado en US\$104,17 y US\$97,92 el barril en 2014 y 2015, respectivamente.

⁴*Backwardation* es la condición de mercado en la cual el precio de un contrato de futuros es inferior al precio al contado previsto al vencimiento del contrato. La curva de futuros resultante normalmente tendría una pendiente descendente (invertida), ya que los contratos para fechas futuras más alejadas generalmente tendrían precios aún más bajos. Keynes (1930) sostenía que en los mercados de materias primas el fenómeno de *backwardation* es “normal”, dado que los productores son más propensos que los consumidores a cubrirse del riesgo de los precios. La situación contraria, en la cual los precios de un contrato de futuros son más altos que los precios al contado, se conoce como “contango”, y es lo que sucedió con los futuros sobre la variedad WTI a comienzos y mediados de 2013.

Último pronóstico

El pronóstico basado en los futuros del informe WEO para el precio nominal de la variedad Brent es US\$108 el barril en 2014 y US\$103 en 2015 (gráfico 1.SE.2, panel 2), con riesgos que se inclinan a la baja. Este pronóstico implica una pequeña revisión al alza respecto del informe WEO de octubre de 2013, que probablemente refleje más que nada aumentos inesperadamente fuertes de los suministros fuera de la OPEP compensados por el recrudescimiento de los riesgos geopolíticos.

Pronósticos basados en modelos⁵

Hechos recientes

Los modelos económicos impulsados por Kilian (2009) para determinar los precios del petróleo y las mejoras que se les incorporaron parecen generar pronósticos más exactos. Estos modelos predicen los precios del petróleo combinando indicadores de la actividad mundial con variaciones de la oferta de petróleo y las existencias mundiales de petróleo crudo (a fin de captar el almacenamiento especulativo o la suavización del consumo). Sugieren que el uso de modelos de pronóstico basados en la autorregresión vectorial (VAR, por sus siglas en inglés) y datos mensuales de estos agregados generan pronósticos más exactos que la mayoría de los otros métodos (Alquist, Kilian y Vigfusson, 2013) y son robustos a cambios de la especificación del modelo y los métodos de estimación (Baumeister y Kilian, 2013b). Ahora bien, los hechos recientes indican que el uso de los diferenciales de los productos derivados del petróleo refinado basados en los precios de los futuros sobre materias primas podrían ofrecer una potencia predictiva aun mayor (Baumeister, Kilian y Zhou, 2013).

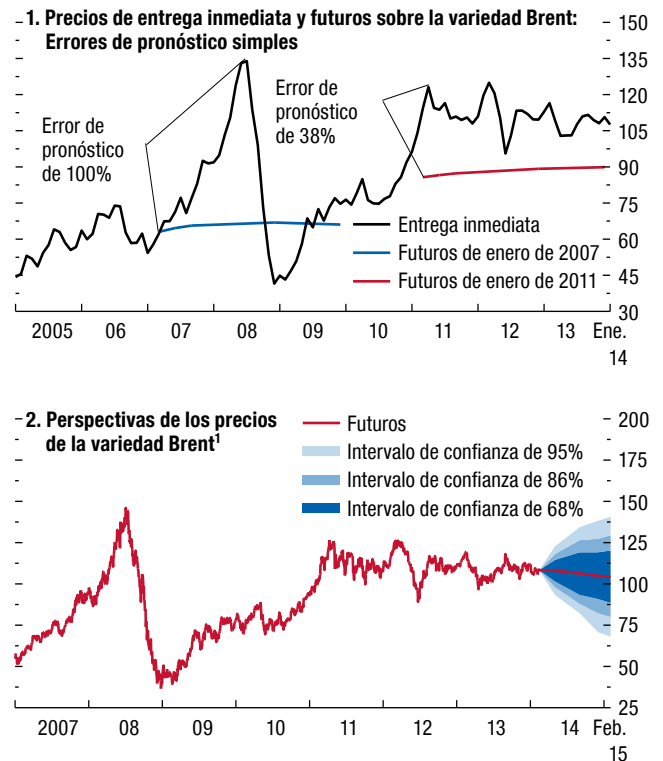
Ingredientes del modelo

Se combinan variables que parecen relevantes para predecir los precios del petróleo con la finalidad de estimar una versión de forma reducida de la VAR estructural de Beidas-Strom y Pescatori (de próxima publicación). Las principales variables son la producción mundial de petróleo crudo, el índice mundial de producción industrial del informe WEO, el precio real del petróleo Brent y las existencias de petróleo de los miembros de la Organización para la Cooperación y

⁵La autora agradece a Christiane Baumeister, del Banco de Canadá, por haberle permitido utilizar su código Matlab, mejorado y ampliado para los efectos de esta sección y Beckers y Beidas-Strom (de próxima publicación).

Gráfico 1.SE.2. Variedad Brent: Errores de pronóstico y futuros
(Dólares de EE.UU. el barril)

El contenido predictivo de los futuros sobre petróleo ha disminuido, y los errores de pronóstico han sido elevados durante la última década. En el informe WEO (pronóstico basado en los futuros) se proyecta una disminución paulatina de los precios del petróleo, con riesgos inclinados a la baja.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Derivadas de los precios de las opciones de futuros al 12 de febrero de 2014.

el Desarrollo Económico (OCDE). Se incluyen otras tres variables: un índice del tipo de cambio del dólar de EE.UU. ponderado contra monedas bilaterales de grandes consumidores de petróleo (siguiendo el ejemplo de Chen, Rogoff y Rossi, 2010); el índice estadounidense de precios al consumidor, y un indicador de la capacidad excedentaria de la OPEP. También se incluyen variables ficticias estacionales para pronosticar la variación mensual de los precios. Además, se elimina la tendencia del precio real del petróleo para evitar todo sesgo al alza en el pronóstico, dada la tendencia observada desde 2000⁶.

Pronóstico basado en la VAR

Se generan proyecciones fuera de la muestra basadas en un modelo de VAR estimado recursivamente con datos mensuales que van desde enero de 1985 hasta octubre de 2013. La VAR predice un alza de los precios nominales del Brent a lo largo del horizonte que abarca el pronóstico (gráfico 1.SE.3, panel 1), lo cual concuerda con el afianzamiento de la demanda mundial que proyecta esta edición del informe WEO (gráfico 1.SE.3, panel 2) y los efectos rezagados de los recientes shocks de la oferta y la demanda precautoria (gráfico 1.SE.3, panel 3). En un principio, el precio del Brent disminuiría, para luego aumentar pasado el mes de febrero de 2014 y promediar US\$114 el barril en 2014 (US\$6 más que los futuros) y US\$122 el barril en 2015 (US\$19 más que los futuros).

Shocks recientes

Los efectos dinámicos de los shocks son importantes para pronosticar los precios del petróleo, dada la larga duración de los rezagos. Dependen del sistema de identificación utilizado; en este caso, la identificación limita la influencia de la negociación errática en el precio real del petróleo⁷. Durante los dos últimos trimestres de 2013, el precio real del petróleo Brent se vio sustentado principalmente por la escasez del suministro de la OPEP y cierto ímpetu de la demanda de caudal, a pesar de la pronunciada reducción de las existencias de los países de la OCDE (gráfico 1.SE.3, panel 3). La influencia de estos shocks es dinámica y se disipa paulatinamente (entre 12 y 24 meses), y los parámetros del modelo empujan poco a poco el pronóstico hacia

el final del horizonte (en comparación con las variables estimadas tomando la totalidad de la muestra).

Riesgos

Se obtienen intervalos de predicción aplicando el método de *bootstrap* a los errores de la VAR a lo largo de toda la muestra (gráfico 1.SE.3, panel 1, intervalos sombreados, y panel 4). La forma de la distribución con VAR varía según el horizonte, a diferencia de lo que ocurre con los precios de los futuros (ya que en ese caso se basa en información derivada de las opciones de futuros sobre petróleo), e indica riesgos al alza para los precios mucho mayores. En la práctica, esto significa que el pronóstico con VAR indica un riesgo de 15% de que el Brent supere US\$150 el barril en enero de 2015, en comparación con menos de 5% de riesgo si el cálculo se basa en los futuros. La principal conclusión es que incluso los modelos que parecen ser relativamente acertados al predecir los precios del petróleo implican una incertidumbre considerable en ambas direcciones (gráfico 1.SE.3, panel 5)⁸. Los riesgos al alza pueden atribuirse, entre otros factores, al fortalecimiento de la demanda mundial y a los efectos rezagados de la reducción inesperada de la oferta de la OPEP que ocurrió recientemente.

¿Qué método de pronóstico tiene los errores más bajos, y cuándo?

El método estándar para evaluar formalmente el desempeño de los pronósticos es el error cuadrático medio (RMSE, por sus siglas en inglés) simétrico del pronóstico. Los modelos que se evaluaron fueron el de paseo aleatorio (RW, por sus siglas en inglés) con y sin deriva, futuros, procesos autorregresivos simples (AR(p)) y de promedio móvil (MA(q)), una combinación de estos en forma de ARMA (1,1) y distintas especificaciones de la VAR. El desempeño de la VAR supera el del RW en alrededor de 20% en horizontes de 5 a 8 meses y 18 meses. A muy corto plazo (1 a 2 meses) y a 24 meses, el desempeño del modelo VAR supera el del RW en alrededor de 10% a 12%. En todos los demás horizontes, la exactitud es aproximadamente 15% mayor. En comparación con el pronóstico basado en futuros, el método de VAR lo supera en 26% en el horizonte a 1 mes, entre 10% y 20% en horizontes de hasta 18 meses y 5% en el horizonte a 24 meses (cuadro 1.SE.1).

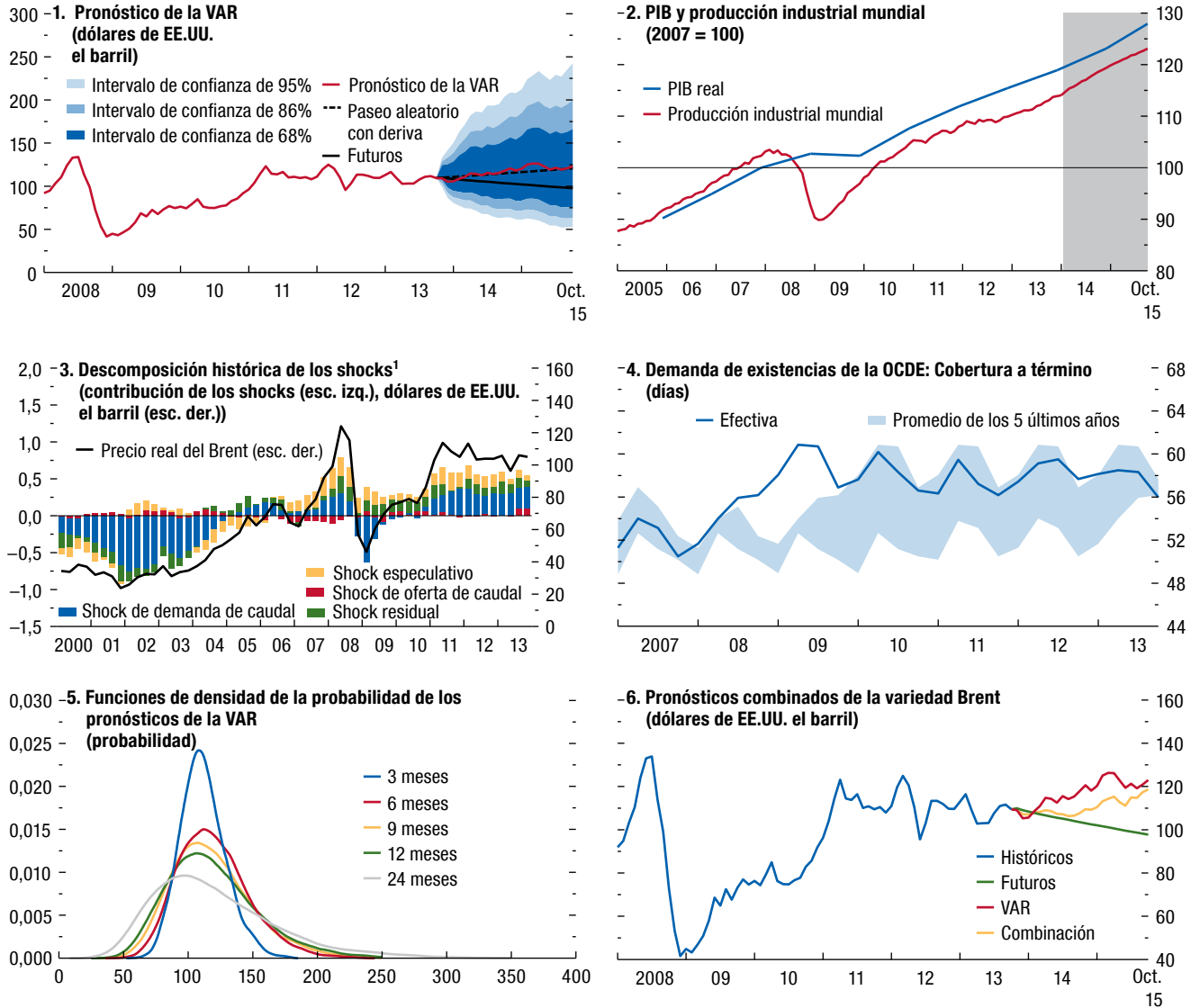
⁶Si no se suprime la tendencia, la deriva del precio real del petróleo Brent es 3,97%.

⁷Para más detalles, véase Beidas-Strom y Pescatori (de próxima publicación).

⁸Una VAR bayesiana acota el rango de incertidumbre en 35%, aproximadamente, sin influir en la evaluación del riesgo; es decir, conserva la inclinación al alza.

Gráfico 1.SE.3. Autorregresión vectorial y pronósticos combinados

Un pronóstico basado en un modelo que toma en cuenta un afianzamiento de la demanda mundial, pequeños shocks de oferta constantes de la OPEP y una disminución de los inventarios de petróleo sugiere un alza de los precios del petróleo y una agudización de los riesgos al alza a lo largo del horizonte que abarca el pronóstico. Sin embargo, se justifica combinar los pronósticos de este modelo con los futuros, lo cual arroja un nivel de precios invariable este año y un aumento paulatino posteriormente.



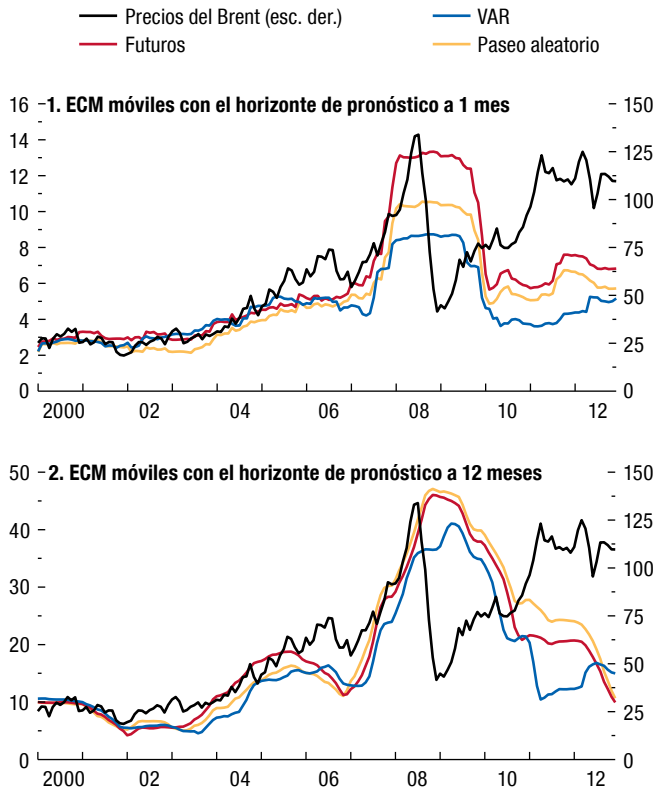
Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo; VAR = Autorregresión vectorial.

¹Véanse en Beidas-Strom y Pescatori (de próxima publicación) los detalles de la identificación elegida.

Gráfico 1.SE.4. Errores cuadráticos medios móviles: Estimación recursiva

Al comparar los errores cuadráticos medios de los pronósticos con un período móvil de dos años, o con el horizonte de pronóstico total como en el cuadro 1.SE.1, los pronósticos de la VAR dan mejores resultados que los de otros modelos y futuros desde 2000, aunque no en cada año si se usa el período móvil.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: La línea más próxima al eje horizontal representa el modelo con los errores de pronóstico más pequeños; es decir, el que da los resultados más exactos. ECM = Errores cuadráticos medios del pronóstico; VAR = Autorregresión vectorial.

Además de los RMSE de la muestra completa, se obtienen promedios móviles de dos años para corregir la posible variación temporal de los parámetros. Estos promedios indican que la VAR produjo el RMSE más bajo de todos los comparadores, especialmente durante la crisis financiera internacional y el período siguiente, incluida la desaceleración de 2011. Cabe señalar, sin embargo, que ese desempeño no fue mejor que el de los modelos basados en los futuros o el RW durante la recesión de 2001 (gráfico 1.SE.4).

¿Qué modelo conviene usar?

En vista de la considerable incertidumbre de los pronósticos de los precios del petróleo, sea cual fuera el modelo empleado, quizá convenga utilizar varios. En el caso concreto de los precios del petróleo, una abundancia de suministros fuera de la OPEP podría presagiar una variación de la configuración del mercado del petróleo respecto de la que ha existido en las dos últimas décadas. De hecho, las ventajas de combinar pronósticos se comprobaron hace mucho tiempo (Bates y Granger, 1969; Diebold y Pauly, 1987; Stock y Watson, 2004). En los últimos tiempos se ha argumentado que es posible mejorar el modelo de pronóstico con el RMSE más bajo incorporándole información extraída de otros modelos o factores macroeconómicos (Baumeister y Kilian, 2013a).

Se presenta un pronóstico combinatorio (gráfico 1.SE.3, panel 6) basado en una ponderación inversa del desempeño reciente de los modelos basados en los futuros y la VAR en términos del RMSE. Aunque la ponderación es uniforme con horizontes muy cortos, el desempeño en el extremo de 24 meses fue mejor con la VAR y, por lo tanto, la combinación tiende a seguir más de cerca el pronóstico de la VAR en ese extremo. La combinación de pronósticos arroja un precio del Brent de US\$108 el barril en 2014 (US\$6 menos que la VAR, pero US\$3 más que los futuros) y de US\$114 el barril en 2015 (US\$8 menos que la VAR, pero US\$14 más que los futuros).

Cuadro 1.SE.1. Error cuadrático medio en horizontes de pronóstico h (en relación con el modelo de paseo aleatorio)

Modelo	Modelos de pronóstico simples										Modelos de VAR									
	PA	PA con deriva	AR(6)	PM(3)	ARPM(1,1)	Futuros	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J				
1	5,193	1,001	0,958	0,961	0,963	1,208***	0,919	0,894	0,946	1,008	0,927	0,949	0,978	1,145	0,989	0,913				
2	8,677	1,004	0,976	0,987	0,987	1,011	0,895	0,882	0,974	1,082	0,926	0,906	0,922	1,113	0,989	0,888				
3	11,513	1,007	0,973	0,997	0,994	1,016	0,843	0,829	0,949	1,054	0,895	0,855	0,852	1,054	0,969	0,835				
4	13,799	1,010	0,975	1,008	1,003	1,015	0,835	0,826	0,977	1,078	0,903	0,852	0,829	1,023	0,963	0,811				
5	15,648	1,013	0,974	1,013	1,007	1,013	0,818	0,805	0,980	1,121	0,901	0,834	0,800	0,981	0,952	0,784				
6	17,172	1,016	0,979	1,021	1,013	1,006	0,819	0,798	0,981	1,189	0,909	0,822	0,791	0,916	0,960	0,787				
7	18,337	1,018	0,982	1,028	1,016	0,998	0,822	0,803	0,988	1,233	0,919	0,815	0,787	0,859	0,969	0,807				
8	19,243	1,019	0,984	1,032	1,019	0,989	0,835	0,820	1,009	1,269	0,938	0,823	0,805	0,829	0,979	0,838				
9	19,879	1,020	0,987	1,036	1,022	0,980	0,855	0,847	1,038	1,289	0,961	0,843	0,845	0,822	0,998	0,871				
10	20,283	1,021	0,988	1,034	1,022	0,973	0,877	0,874	1,070	1,296	0,988	0,872	0,882	0,837	1,025	0,898				
11	20,706	1,021	0,987	1,032	1,022	0,964	0,883	0,881	1,086	1,262	1,000	0,888	0,899	0,846	1,049	0,907				
12	21,240	1,021	0,985	1,032	1,022	0,952	0,873	0,873	1,085	1,211	0,996	0,884	0,896	0,848	1,059	0,900				
15	22,561	1,021	0,980	1,036	1,023	0,925	0,852	0,840	1,103	1,270	1,014	0,870	0,874	0,859	1,057	0,862				
18	23,276	1,018	0,981	1,032	1,021	0,918	0,820*	0,796*	1,108	1,387	1,035	0,827	0,818	0,818*	1,055	0,809**				
21	23,929	1,008	0,982	1,018	1,010	0,926	0,853*	0,842*	1,149	1,129	1,096	0,860	0,854*	0,836**	1,117	0,864**				
24	25,342	1,005	0,976	1,011	1,006	0,932	0,891	0,882	1,184	1,095	1,132	0,897	0,891	0,878	1,151	0,924				

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los valores inferiores a 1 indican superioridad del modelo de pronóstico respecto del paseo aleatorio. Los valores en negrita indican el modelo de pronóstico óptimo. Los valores acompañados de *, ** y *** indican rechazo de la hipótesis nula de igual capacidad predictiva del modelo en cuestión y el modelo de paseo aleatorio con la prueba de Diebold-Mariano a niveles de 10, 5 y 1%, respectivamente. Los modelos de autorregresión vectorial (VAR) A a J están expresados en diferenciales logarítmicos, con la excepción del E, que está expresado en niveles logarítmicos. Todos tienen 6 rezagos, excepto el D, que tiene 12. El modelo B incluye el índice de tipos de cambio. El modelo F distingue entre la producción industrial de los mercados emergentes y la de las economías avanzadas. Los modelos G y H desagregan la producción petrolera por región. El modelo J es el presentado en esta sección especial, suprimiendo la tendencia del precio real del petróleo. Para más detalles, véase Beckers y Beidas-Strom (de próxima publicación). Las hileras representan el horizonte en meses. AR = autorregresión; ARPM = autorregresión y promedio móvil; PM = promedio móvil; PA = paseo aleatorio.

Recuadro 1.1. Oferta de crédito y crecimiento económico

La naturaleza financiera de la reciente crisis mundial ha reavivado el interés en comprender la importancia de las condiciones de la oferta de crédito para el crecimiento económico. Este tema conserva relevancia dado que varios países aún están haciendo frente a las debilidades del sector bancario. En particular, la contracción ininterrumpida del crédito bancario a empresas no financieras en la zona del euro está suscitando la inquietud de que las condiciones crediticias difíciles aún estén actuando como un lastre para el crecimiento económico. En este recuadro se presenta una evaluación empírica de la importancia de los shocks de la oferta de crédito como factor limitante del crecimiento económico desde comienzos de 2008 en Estados Unidos; las cuatro economías más grandes de la zona del euro (Francia, Alemania, Italia, España), e Irlanda, que sufrió una crisis bancaria grave. Las conclusiones revelan que Alemania y Estados Unidos han revertido prácticamente en su totalidad la restricción de la oferta de crédito que experimentaron durante la crisis. Por el contrario, la adopción de nuevas medidas para reavivar la oferta de crédito en España, Francia, Irlanda e Italia podría incrementar el PIB 2% o más.

Identificar los shocks de la oferta de crédito no es una tarea sencilla porque las variables utilizadas comúnmente para monitorear las condiciones de crédito, como el aumento del crédito y las tasas activas, reflejan factores relacionados tanto con la oferta como con la demanda. En este recuadro se aíslan las condiciones de la oferta de crédito mediante indicadores de normas de crédito bancario que reflejan las condiciones que rigen los préstamos y los criterios utilizados por los bancos para aprobarlos¹.

Sin embargo, estos indicadores tampoco deben ser considerados indicadores puros de shocks de la oferta de crédito, ya que los bancos pueden ajustar las normas de concesión de crédito no solo a medida que cambian su propia actitud frente al riesgo, las exigencias regulatorias o los shocks exógenos de sus balances, sino también debido a las variaciones de la demanda de crédito y la solvencia de los prestatarios. Por ejemplo, es probable que los bancos apliquen normas de concesión de crédito más estrictas cuando una recesión

en curso o en ciernes reduce la demanda de crédito y socava la capacidad de reembolso de los prestatarios.

Para resolver este problema de identificación, se estimó una autorregresión vectorial (VAR, por sus siglas en inglés) parsimónica con frecuencia trimestral desde el primer trimestre de 2003 hasta el tercer trimestre de 2013. La VAR incluye el crecimiento del PIB real, el crecimiento del PIB previsto para el trimestre siguiente y cambios en las normas de crédito bancario para los préstamos a empresas. Los shocks de la oferta de crédito se aíslan imponiendo en la VAR que producen una variación inmediata de las normas de concesión de crédito sin un impacto contemporáneo en el crecimiento corriente o previsto del PIB. Los shocks que mueven las normas de concesión de crédito así como el crecimiento efectivo o previsto del PIB dentro del mismo trimestre no se interpretan como shocks de la oferta de crédito; más bien, son una mezcla de shocks internos y no internos que, al afectar al producto corriente y previsto, también pueden producir cambios en las normas de concesión de crédito. Por ejemplo, la noticia de una recesión incipiente que conduce a una revisión a la baja del crecimiento del PIB previsto y a la adopción de normas de concesión de crédito más estrictas no se considera un shock crediticio.

Existen tres inquietudes principales en torno a las posibles limitaciones de la estrategia de identificación. Por un lado, la restricción por identificación puede ser muy conservadora. Un shock de la oferta de crédito, especialmente si ocurre al comienzo del trimestre, probablemente ya haya tenido cierto efecto en el PIB dentro del mismo trimestre, o al menos en las expectativas del PIB del trimestre siguiente. Hacer caso omiso a esta probabilidad introduce un sesgo a la baja en las estimaciones; por lo tanto, el marco de estimación ofrece una evaluación conservadora de los efectos de los shocks de la oferta de crédito en el crecimiento del PIB. Por otra parte, el crecimiento del PIB corriente y previsto quizá no capte en su totalidad la apreciación que hacen los bancos de la solvencia de los prestatarios. En este caso, el marco de estimación podría sobreestimar la importancia de los shocks de la oferta de crédito. Por último, los resultados de la estimación podrían verse afectados por el sesgo por variables omitidas, dado que la limitada serie temporal de las normas de concesión de crédito (que comienza recién en 2003) no permite estimar una VAR de mayor escala, o por quiebres estructurales del nexo entre el crédito y la actividad económica después de la crisis financiera mundial.

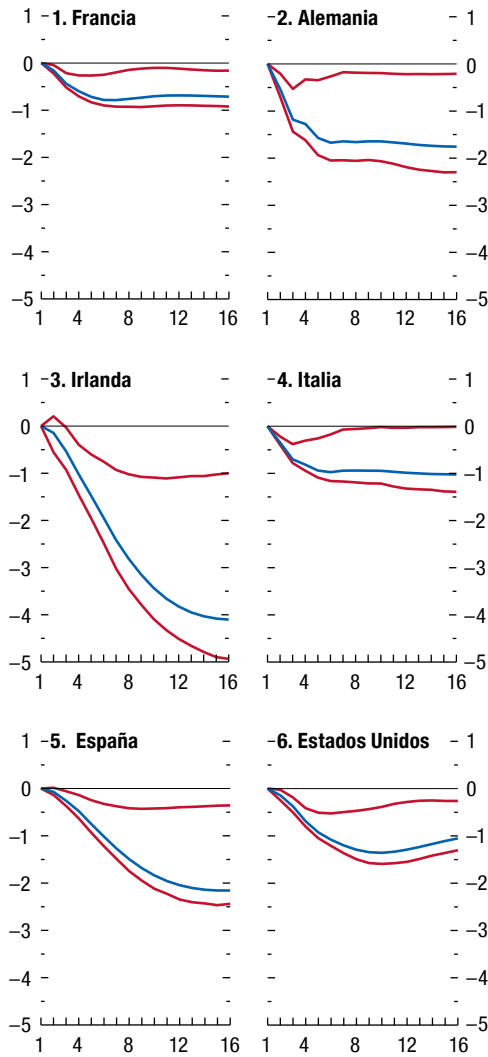
Los autores de este recuadro son Andrea Pescatori y Damiano Sandri.

¹Las normas de concesión de crédito han sido utilizadas en análisis parecidos de Estados Unidos (Lown y Morgan, 2006; Bassett *et al.*, de próxima publicación) y la zona del euro (de Bondt *et al.*, 2010).

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.1. Respuestas acumulativas del PIB a un endurecimiento de 10 puntos porcentuales de las normas de concesión de crédito

(Porcentaje del PIB; estimaciones puntuales y bandas de confianza calculadas por "bootstrap" con 2 desviaciones estándar, trimestres en el eje de la abscisa)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

El gráfico 1.1.1 muestra el efecto acumulativo que sufre el PIB real a causa de un shock de la oferta de crédito que provoca un endurecimiento de 10 puntos porcentuales de las normas de concesión de crédito.

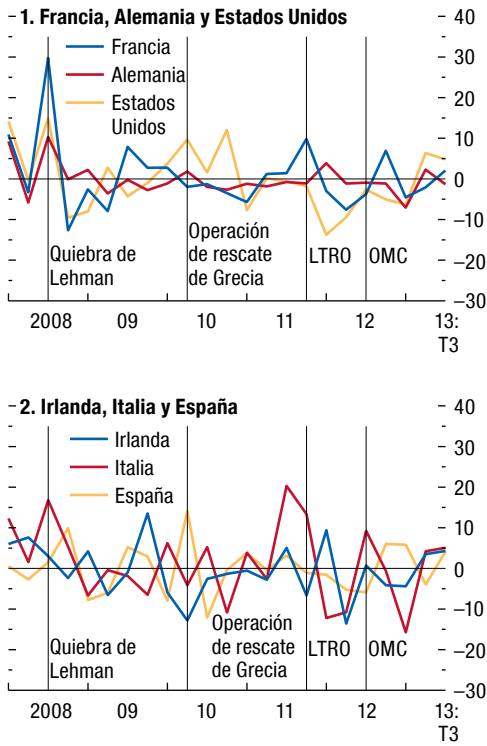
Esto es parecido al promedio internacional de los shocks sufridos en la época de la quiebra de Lehman Brothers, como muestra el gráfico 1.1.2. El impacto estimado en el PIB es negativo y estadísticamente significativo en todos los países. En Francia, Italia y Estados Unidos, el shock provoca una contracción acumulativa total del PIB del orden de 1%. Los shocks de la oferta de crédito parecen tener un efecto más pronunciado en el PIB de Alemania (1,8%) y especialmente en el de España e Irlanda (2,2% y 4,0%, respectivamente), cuyas empresas no financieras han dependido mucho más del crédito bancario. Sin embargo, las barras de confianza muestran que estas diferencias entre países no suelen ser estadísticamente significativas.

El gráfico 1.1.1 muestra también que los shocks de la oferta de crédito producen un efecto más inmediato en Francia, Alemania e Italia, donde la contracción máxima del PIB ocurre en el transcurso de un plazo de 6 trimestres. El efecto es más rezagado en Estados Unidos y especialmente en Irlanda y España, donde los shocks de la oferta de crédito continúan reduciendo el PIB hasta 16 trimestres. Es interesante constatar que en todos los países los shocks de la oferta de crédito tienen un efecto permanente en el PIB, lo que hace pensar que los problemas irresueltos del sector bancario quizá tengan un efecto perjudicial duradero en el producto.

Al evaluar la importancia de los shocks de la oferta de crédito en la erosión del crecimiento desde 2008, es importante tener en cuenta no solo cómo afecta al PIB un shock determinado, sino también cuál es la magnitud y la frecuencia de los shocks. El gráfico 1.1.2 muestra los shocks de la oferta de crédito identificados por la VAR; los valores positivos indican una desmejora de las condiciones crediticias. El gráfico muestra diferencias significativas entre los países que coinciden en términos generales con evidencia anecdótica sobre la naturaleza de la crisis. En Francia, Alemania y Estados Unidos, la desmejora más marcada de la oferta de crédito ocurrió en el segundo semestre de 2008, cuando quebró Lehman Brothers. A partir de entonces, las condiciones de crédito se mantuvieron relativamente estables, especialmente en Alemania (gráfico 1.1.2, panel 1). Por el contrario, Irlanda, Italia y España sufrieron los shocks más fuertes en una etapa posterior de la crisis. En Irlanda, la oferta de crédito se contrajo drásticamente a fines de 2009 y se produjo un profundo shock negativo de la oferta de crédito en la época del rescate de Grecia. Italia vivió una grave contracción de la oferta de crédito a fines de 2011,

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.2. Shocks de oferta de crédito
(Variaciones en puntos porcentuales de las normas de concesión de crédito)



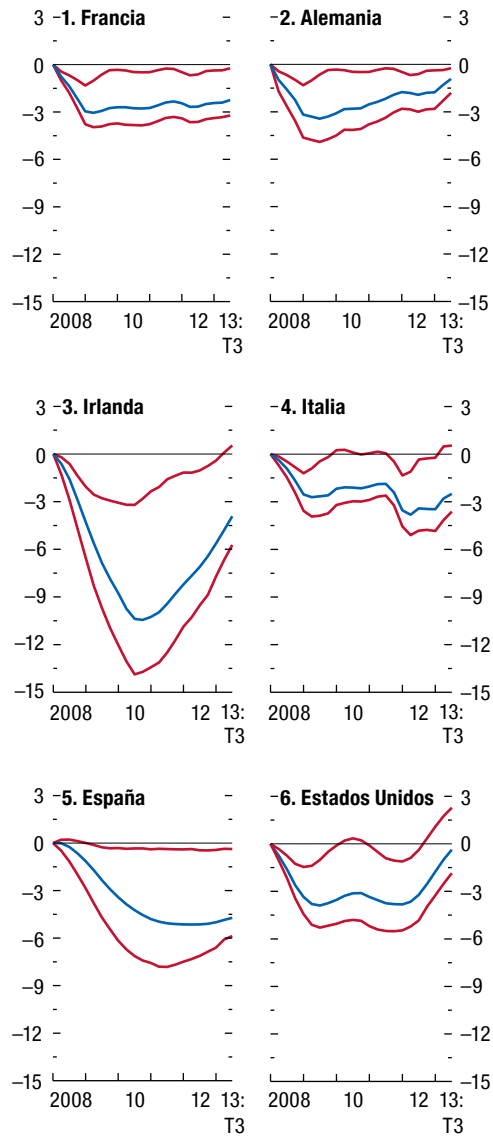
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: LTRO = Operaciones de refinanciación a plazo más largo; OMC = Operaciones Monetarias de Compraventa.

cuando los rendimientos de los títulos soberanos alcanzaron su punto máximo.

Al combinar la magnitud y la frecuencia de los shocks de la oferta de crédito (gráfico 1.1.2) con el impacto que tienen en el PIB (gráfico 1.1.1) se puede apreciar la contribución de los shocks de la oferta de crédito al PIB en un período determinado. El gráfico 1.1.3 muestra la contribución acumulada de estos shocks con relación al PIB en el primer trimestre de 2008². Las bandas de confianza confirman que el endurecimiento de la oferta de crédito tuvo un efecto negativo estadísticamente significativo en el PIB, pero también ponen de relieve que existe considerable

Gráfico 1.1.3. Contribución de los shocks de oferta de crédito al PIB

(Contribución acumulada con respecto al PIB de 2008:T1; estimaciones puntuales y bandas de confianza calculadas por "bootstrap" con 2 desviaciones estándar)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

²En ausencia de shocks (incluidos los no financieros), el PIB habría crecido a su tendencia estimada, que varía de un país a otro.

Recuadro 1.1 (continuación)

incertidumbre en torno a los efectos precisos. Cuando se examinan las estimaciones puntuales, los resultados revelan que en Francia, Alemania y Estados Unidos los shocks de la oferta de crédito produjeron contracciones muy parecidas del PIB, del orden de 3%, para comienzos de 2009 (gráfico 1.1.3, paneles 1, 2 y 6). La contribución negativa de los shocks de la oferta de crédito se moderó posteriormente, especialmente en Alemania y Estados Unidos. La mejora ha sido considerablemente más débil en Francia. Para el tercer trimestre de 2013, el impacto acumulativo total de los shocks de la oferta de crédito en Francia, Alemania y Estados Unidos había generado una reducción de PIB, en comparación con comienzos de 2008, de 2,2%, 0,9% y 0,4%, respectivamente.

El impacto de los shocks de la oferta de crédito en el PIB es, según las estimaciones, considerablemente más fuerte en Irlanda, Italia y España, y en cierta medida en Italia, con diferencias que coinciden con los relatos frecuentes de las crisis nacionales específicas (gráfico 1.1.3, paneles 3, 4 y 5). Irlanda, que se enfrentó a una crisis bancaria grave, fue la economía que más sufrió a causa de la contracción de la oferta de crédito. De acuerdo con las estimaciones puntuales, el impacto ha sido impresionante: el PIB tuvo una reducción total de alrededor de 10% para mediados de 2010 y sus pérdidas comenzaron a revertirse recién a fines de ese año³. Una salvedad significativa es el ancho de las bandas de confianza, que sugiere que la VAR posiblemente no capte otros factores importantes que pueden haber afectado a la relación entre el crédito y el crecimiento del PIB en Irlanda. Por ejemplo, Laeven (2012) usa microdatos y detecta una influencia más grande de los factores vinculados a la demanda de crédito una vez que se tiene en cuenta el cambio estructural de la producción, que se reorientó de los bienes no negociables a los negociables durante la crisis.

En Italia, en 2008 la oferta de crédito se contrajo menos que en Francia y Alemania, lo cual concuerda

³Este impacto es parecido a la reducción del PIB que sufrió Irlanda entre 2008 y 2010. Sin embargo, con eso no pretendemos sugerir que la recesión profunda de Irlanda se debió exclusivamente a un endurecimiento de la oferta de crédito por dos razones. Primero, para explicar la crisis es necesario tener en cuenta no solo la caída del PIB, sino también la ausencia de crecimiento tendencial. Segundo, pueden haber estado en juego otras fuerzas contractivas importantes, posiblemente compensadas por otros shocks positivos, que la VAR no puede aislar.

con una exposición mucho más baja a activos estadounidenses, y se recuperó temporalmente hasta mediados de 2011. Sin embargo, las condiciones de crédito desmejoraron drásticamente a fines de 2011, cuando los rendimientos de los títulos soberanos italianos dieron un fuerte salto y se produjo una contracción del PIB de alrededor de 2%. Las condiciones de crédito se estabilizaron posteriormente, y la recuperación se fortaleció a mediados de 2013. En España, las condiciones de la oferta de crédito ejercieron un efecto negativo rezagado pero continuo en el PIB desde comienzos de 2008 hasta el primer trimestre de 2012. Se observó posteriormente cierta estabilización, posiblemente gracias a la operación de refinanciamiento a largo plazo de tres años, las Operaciones Monetarias de Compraventa, y el programa respaldado por el Mecanismo de Estabilidad Financiera para recapitalizar el sector bancario. Globalmente, los shocks de la oferta han provocado contracciones del PIB en Irlanda, Italia y España de 3,9%, 2,5% y 4,7%, respectivamente, con bandas de confianza significativas en torno a esas estimaciones, como ya se señaló.

La contribución histórica de los shocks de la oferta de crédito que muestra el gráfico 1.1.3 también pueden aclarar el impacto potencial de las políticas encaminadas a fortalecer el sector bancario, como las medidas que pretenden reforzar el capital bancario o lograr un avance mayor hacia la unión bancaria en la zona del euro. De hecho, el impacto acumulativo de los shocks de la oferta de crédito también puede interpretarse en términos de los beneficios que produciría la adopción de políticas del sector financiero capaces de neutralizar los shocks negativos de la oferta de crédito ocurridos desde comienzos de 2008. Alemania y Estados Unidos básicamente han revertido ya los efectos negativos de los shocks de la oferta de crédito, pero hay beneficios considerables que aún no se han hecho realidad en Francia, Irlanda, Italia y España. En estos países, al restablecer la oferta de crédito a los niveles previos a la crisis se podría lograr un aumento del PIB de 2,2%, 2,5%, 3,9% y 4,7%, respectivamente, en comparación con el primer trimestre de 2008. Cabe hacer la salvedad de que las políticas que devuelvan la oferta de crédito a los niveles de 2008 quizá no sean aconsejables desde el punto de vista de la estabilidad financiera, dado que las condiciones crediticias imperantes antes de la crisis posiblemente hayan sido producto de un apalancamiento excesivo del sector bancario y una toma imprudente de riesgos.

Recuadro 1.2. ¿Está reorientando China el gasto en materias primas?

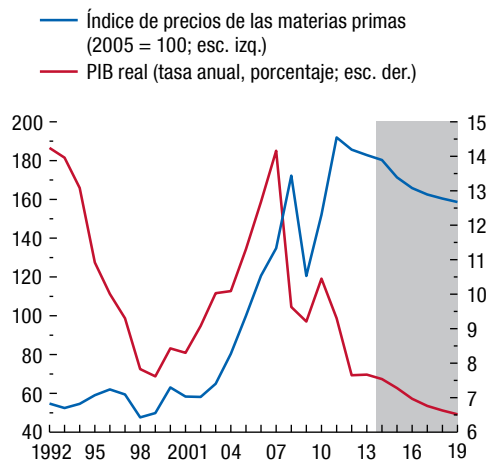
Tras tres décadas de rápido crecimiento, de alrededor de 10% al año en promedio, la desaceleración reciente de la economía china ha suscitado numerosas inquietudes. Entre ellas cabe mencionar las implicaciones para los mercados internacionales de materias primas: el reequilibramiento de la demanda china puede empujar a la baja el consumo y los precios de las materias primas y generar así efectos de contagio adversos para los exportadores de materias primas (gráfico 1.2.1). En este recuadro se analizan el consumo de materias primas en China y su relación con el reequilibramiento de la demanda. El análisis determina que es poco probable que dicho consumo haya tocado máximos teniendo en cuenta los niveles actuales de ingreso per cápita. Además, el patrón del consumo de materias primas en China sigue de cerca el de otras economías de Asia de rápido crecimiento¹. Sin embargo, su reciente recomposición es congruente con los indicios incipientes de reequilibramiento de la demanda: el consumo privado de bienes no perecederos ha comenzado a repuntar, y la inversión en infraestructura se ha enfriado. El consumo de materias primas ha venido aumentando en el mundo entero (y en China) y, según las previsiones, mantendrá esa trayectoria, aunque a un ritmo más lento en el caso de las materias primas de bajo grado y más rápido en el caso de las de grado más alto. Eso implica efectos de contagio positivos para los exportadores de materias primas, sobre todo las de más valor.

El crecimiento de la demanda mundial de materias primas se ha moderado en cierta medida, pero en China el consumo de materias primas continúa en aumento. Desde la crisis financiera internacional, la tasa de crecimiento del consumo mundial de materias primas parece estar disminuyendo, en comparación con el auge de mediados de la década de 2000, excepto en el caso de los alimentos (gráfico 1.2.2). Esa desaceleración se vio acompañada de una recomposición del consumo mundial de materias primas. Específicamente, dentro del ámbito de la energía primaria, la tasa de crecimiento del consumo de gas natural ha subido con más rapidez que la de otros combustibles, los alimentos muy básicos como el arroz están cediendo su lugar a las proteínas (la suma de los datos

La autora de este recuadro es Samya Beidas-Strom, con la asistencia de Angela Espiritu, Marina Rousset y Li Tang. Para más detalles sobre la metodología y los resultados resumidos en este recuadro, véase Beidas-Strom (de próxima publicación).

¹Al igual que en Guo y N'Diaye (2010) y Dollar (2013), las economías de referencia son Corea, Japón y la provincia china de Taiwan.

Gráfico 1.2.1. China: Crecimiento del PIB real y precios de las materias primas

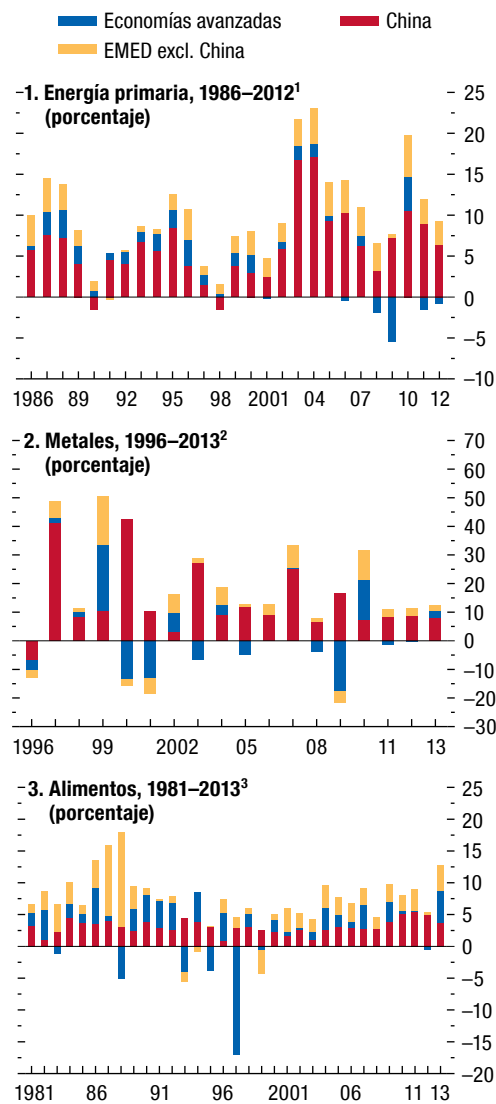


Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y estimaciones del personal técnico del FMI.

correspondientes a los aceites comestibles, la carne y la soja; excluye los frutos de mar y los lácteos por falta de datos completos), y el consumo de metales de base se ha alejado en general de los metales de bajo grado (cobre y mineral de hierro) para orientarse hacia los de grado más alto (aluminio y cinc). En China, la tasa de crecimiento del consumo de materias primas también se ha moderado, pero no ha perdido el vigor. Dentro de las categorías de materias primas, los patrones de consumo de energía, metales y alimentos per cápita parecen coincidir en general con los observados en otras economías de rápido crecimiento de Asia (a saber, Corea, Japón y la provincia china de Taiwan) hace unas décadas. Están en evidencia algunas idiosincrasias; la más notable es el nivel considerablemente más alto del consumo per cápita de carbón y alimentos muy proteínicos en China. Sin embargo, la reciente recomposición de las categorías de materias primas a nivel mundial también se observa en China. En particular, el arroz ha cedido su lugar a alimentos de más calidad (aceites comestibles y soja y, en menor grado, carne); el cobre y el mineral de hierro se han visto desplazados en los últimos tiempos por el aluminio, el estaño y el cinc; y el carbón ha comenzado a retroceder frente a combustibles de energía primaria más limpios. La demanda de carbón térmico en China (y otros mercados emergentes) disminuyó en

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.2. Tasa de crecimiento del consumo mundial de materias primas



Fuentes: British Petroleum Statistical Review; Agencia Internacional de Energía; Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Administración de Información Energética de Estados Unidos; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal; Asociación Mundial del Acero, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EMED = Economías de mercados emergentes y en desarrollo.

¹Carbón, gas y petróleo.

²Aluminio, cadmio, mineral de hierro, cobre, plomo, níquel, estaño y cinc.

³Cebada, carne vacuna, maíz, leche, aceite de palma, aceite de cacahuete, carne de cerdo, aves, aceite de colza, arroz, aceite de soja, soja, aceite de girasol y trigo.

2013 y comienzos de 2014, lo cual concuerda con el pronóstico de referencia de la Agencia Internacional de Energía (2013).

La relación entre el consumo de materias primas y el ingreso puede ayudar a analizar las perspectivas del consumo de materias primas en China en el futuro. La relación pronosticada entre el consumo de materias primas per cápita y el ingreso per cápita y otros factores determinantes se basa en regresiones multinacionales con datos en panel del período 1980–2013, con efectos fijos por país de 41 economías (26 avanzadas: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca y Suecia; y 15 de mercados emergentes o en desarrollo: Chile, China, Croacia, Emiratos Árabes Unidos, Hungría, India, Iraq, México, Malasia, Pakistán, Polonia, Rusia, provincia china de Taiwan, Sudáfrica, Vietnam). En el caso de la energía primaria, todavía rige la relación no lineal con el ingreso per cápita ya pronosticada (edición de abril de 2011 del informe WEO. La regresión estimada es:

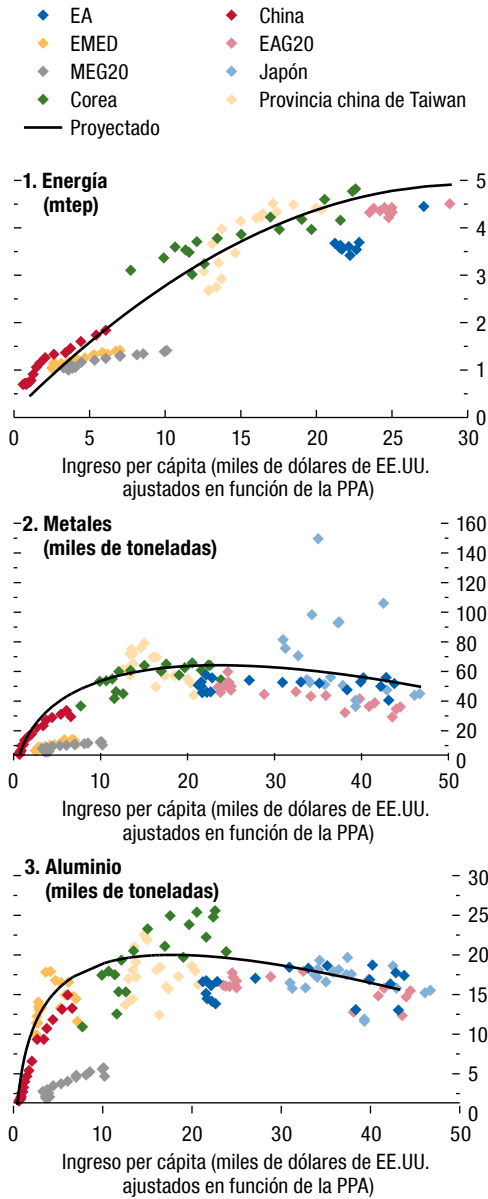
$$e_{it} = \alpha_i + P(y_{it}) + u_{it}, \quad (1.1)$$

en la cual i denota el país, t denota años, e es la energía primaria per cápita, y es el PIB per cápita real, $P(y)$ es un polinomio de tercer orden, y α_i capta los efectos fijos. Concretamente, la elasticidad-ingreso del consumo de energía es próxima a 1 a los niveles actuales de ingreso per cápita de China (como lo fue en otras economías de rápido crecimiento de Asia). Por el contrario, las economías avanzadas pueden sustentar el crecimiento del PIB con escaso o nulo aumento del consumo energético (gráfico 1.2.3, panel 1). Esta relación es plana en las economías con ingresos más elevados, excepto Estados Unidos, cuyo consumo ha estado aumentando junto con el ingreso per cápita. La novedad surge en el análisis de los metales básicos. Las regresiones estimadas para los metales promedio y sus componentes son las mismas que las de la energía, pero con argumentos añadidos: la proporción de la inversión dentro del PIB, la proporción de los productos no perecederos dentro del consumo privado² y las

²El consumo privado (productos no perecederos, productos perecederos y servicios) de los mercados emergentes se obtiene empalmado el conjunto completo de datos con datos de CEIC Data, la Oficina de Análisis Económicos, Economist Intelligence Unit, Euromonitor, Global Insight y las encuestas de hogares de

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.3. Consumo per cápita de materias primas, efectivo y proyectado



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: EA = Economías avanzadas; EAG20 = Economías avanzadas del G-20; EMED = Economías de mercados emergentes y en desarrollo; MEG20 = Economías de mercados emergentes del G20; mtep = Millón de toneladas equivalentes de petróleo; PPA = Paridad del poder adquisitivo.

tasas del crecimiento de ambas. En particular, la relación no lineal con el ingreso per cápita constituye un buen predictor del consumo de metales en las primeras etapas de la convergencia del ingreso³, con una elasticidad-ingreso superior a 1 en China (y sus comparadores asiáticos). La curva proyectada del consumo de metales alcanza un punto de inflexión en un umbral de ingreso muy anterior al de la energía: primero se suaviza en el umbral de US\$8.000 per cápita, luego se aplana en torno a US\$18.000 per cápita y a partir de ahí disminuye poco a poco (gráfico 1.2.3, panel 2). Además, el consumo proyectado aumenta en la *tasa de crecimiento* del coeficiente inversión/PIB (a diferencia de la energía primaria).

Dado que la tasa de crecimiento de la inversión parece estar disminuyendo y el consumo está comenzando a aumentar en China, quizá se justifique una desagregación más detallada del consumo de metales de base para determinar cuáles son más sensibles a la evolución reciente de la inversión y el consumo. En el caso de algunos metales de alto grado, como el aluminio y el cinc, se ha determinado que la relación también está aumentando significativamente, tanto en la proporción del consumo de productos no perecederos dentro del consumo privado como en su tasa de crecimiento, con una elasticidad del consumo significativamente superior a 1 (y aún más alta en el caso del metal promedio). Por ende, el consumo per cápita proyectado de metales de alto grado aumenta con fuerza en niveles de ingreso per cápita inferiores a aproximadamente US\$20.000 (en relación con la tasa de crecimiento y la estabilización proyectadas para los metales promedio). Sin embargo, más adelante disminuye con más rapidez (en relación con los metales promedio) (gráfico 1.2.3, panel 3). Este resultado implica que se producirá un aumento de la inversión, los productos no perecederos y el PIB a nivel más general junto con el aumento del consumo (con una tasa de crecimiento en alza) de estos metales en el futuro —y probablemente también de algunos metales preciosos empleados en la manufactura de productos no perecederos de alta gama, como el paladio— al menos hasta que el ingreso per cápita de China sea el doble del actual. Por el contrario, la inversión y el crecimiento

World Development Indicators del Banco Mundial. Puede haber un error de medición en el “nivel”, pero lo que nos interesa aquí son los efectos en el “crecimiento”. Por ende, para calcular la proporción correspondiente a los productos no perecederos, los productos perecederos y los servicios, se reconstruye el consumo privado.

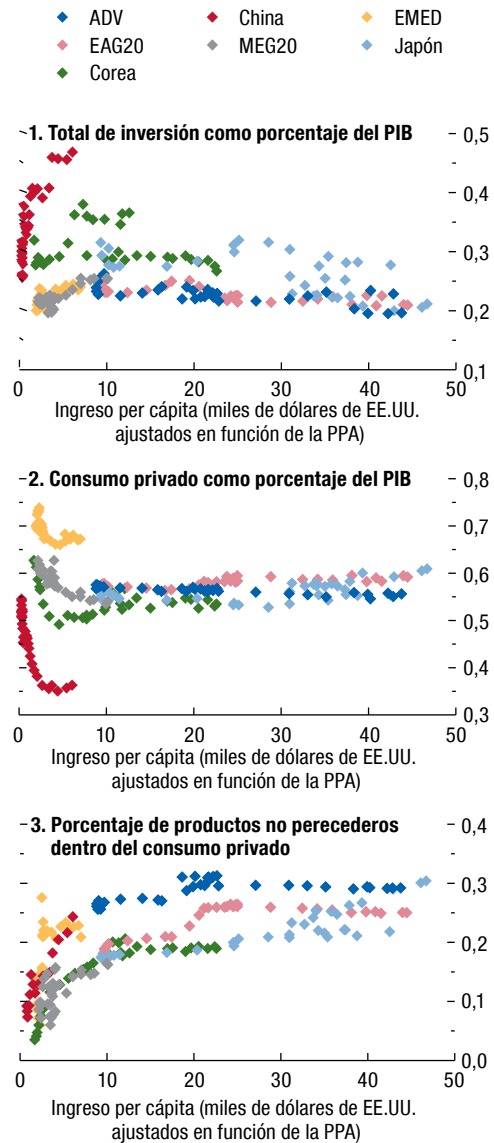
³Luego, la curva proyectada cae rápidamente a cero si el ingreso per cápita es el único determinante.

Recuadro 1.2 (continuación)

del PIB pronto quedarán sustentados por tasas de aumento más bajas del consumo de los metales de bajo grado, lo cual implica una desaceleración del aumento futuro de la demanda. Los resultados de las estimaciones confirman que el consumo de cobre y mineral de hierro seguirá aumentando, pero a un ritmo decreciente a medida que suba el ingreso, tal como ocurrió en las economías asiáticas incluidas en la comparación anterior. Se prevé que a un nivel de ingreso per cápita de US\$15.000 o más, el consumo de cobre y mineral de hierro retrocederá con más rapidez que el consumo de aluminio. Entre los metales básicos, únicamente los futuros sobre cobre se encuentran en una situación de *backwardation*. Sin embargo, ¿cuáles son las implicaciones generales de este análisis para la demanda mundial de materias primas, y qué vínculos tienen con el reequilibrio de la demanda en China?

Las trayectorias proyectadas del consumo de metales per cápita coinciden con la desaceleración de la inversión en infraestructura y la aceleración del consumo de productos no perecederos en China. Comparado con el de otras economías de mercados emergentes, el consumo per cápita de materias primas en China de hecho es elevado y va en aumento, como ya se estableció. Sin embargo, eso no es algo inusitado en las primeras etapas de la convergencia del ingreso dado su modelo de crecimiento, que en líneas generales sigue a los de Corea y la provincia china de Taiwan en los años setenta y ochenta, y al de Japón algunas décadas antes. Estas economías de referencia aplicaron un modelo de crecimiento liderado por la exportación, la acumulación de factores, un bajo nivel de consumo privado y un elevado nivel de inversión (gráfico 1.2.4, paneles 1 y 2). Las diferencias entre China y estas economías de referencia —analizadas en FMI (2011, 2013a); Hubbard, Hurley y Sharma (2012); y Dollar (2013)— tienen que ver más que nada con la relación inversión/PIB algo más elevada y la relación consumo de los hogares/PIB algo más baja, producto de factores sociales e institucionales específicos de China. El consumo privado en las economías de referencia también disminuyó en un principio y luego aumentó a medida que el ingreso comenzó a converger, y la inversión en infraestructura disminuyó en paralelo. El elevado nivel de inversión de China (Ahuja y Nabar, 2012; Roache, 2012) parece estar estabilizándose. Esto se observa especialmente en la tasa de crecimiento de

Gráfico 1.2.4. Patrones de gasto



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: EA = Economías avanzadas; EAG20 = Economías avanzadas del G-20; EMED = Economías de mercados emergentes y en desarrollo; MEG20 = Economías de mercados emergentes del G-20; PPA = Paridad del poder adquisitivo.

Recuadro 1.2 (continuación)

la infraestructura, a medida que algunas provincias se aproximan a un umbral de industrialización y construcción de infraestructura (McKinsey Global Institute, 2013)⁴. Por ende, la desaceleración observada de los metales utilizados intensivamente en la infraestructura parece ser natural. Entre tanto, el consumo privado de bienes no perecederos está convergiendo tras una larga demora (gráfico 1.2.4, panel 3), quizá como resultado de la aceleración observada de la tasa de crecimiento del consumo de aluminio y otros metales de alto grado (Banco Federal de Alemania, 2013; Goldman Sachs, 2013a)⁵.

A continuación debería producirse un reequilibrio de la demanda. Los resultados de las regresiones sugieren que la *tasa de crecimiento* del PIB y la relación inversión/PIB impulsan el consumo privado en las primeras etapas de convergencia del ingreso (antes de llegar al umbral de US\$10.000 per cápita), cuando hay un consumo intensivo de materias primas de bajo grado⁶. Posteriormente, según Eichengreen, Park y

⁴Se observa una desaceleración de la inversión real total en activos fijos durante el segundo semestre de 2013, con una desaceleración notable de la tasa de crecimiento de la inversión en los sectores de infraestructura, construcción y bienes raíces no negociables durante el cuarto trimestre del año.

⁵El análisis del sector (Goldman Sachs, 2013b) corrobora estos hallazgos: ha aumentado la demanda de productos no perecederos con gran intensidad de metales de alto grado (por ejemplo, automotores y lavavajillas) y productos perecederos (alimentos proteínicos) y servicios (turismo y seguros) de alta gama.

⁶Mismo período y panel de economías; sobre la base de dos regresiones separadas con datos de panel por mínimos cuadrados generalizados, con efectos fijos y errores estándar robustos: una para los factores determinantes de la relación consumo privado/PIB, la otra para la proporción de bienes no perecederos dentro del consumo. Se determinó que los siguientes factores internos son estadísticamente significativos: represión o liberalización financiera, crédito a empresas estatales, gasto personal privado en salud y educación (Barnett y Brooks, 2010) y factores demográficos. Cabe señalar que las condiciones de financiamiento externo y la riqueza de los hogares (por ejemplo, precios inmobiliarios) no resultan estadísticamente significativas.

Shin (2013), (el aumento de) los *niveles* de ingreso y otros factores sociales e institucionales internos son los elementos más determinantes de la proporción del consumo de productos no perecederos (y servicios) cuando la demanda se orienta hacia las materias primas de alto grado. Esas predicciones de los factores determinantes de los componentes de la demanda interna parecen coincidir con la recomposición de las materias primas y el cambiante patrón del gasto en China: hacia materias primas de alto grado y productos no perecederos desde 2012 y la disminución de la demanda de materias primas de bajo grado y de la inversión en infraestructura durante 2013, lo cual apunta a un incipiente reequilibrio de la demanda. La implementación de las reformas contempladas en la Tercera Sesión Plenaria del Decimoctavo Comité Central —particularmente la eliminación de los subsidios a los factores y crédito administrado— debería incrementar la renta del trabajo privado y promover un reequilibrio más profundo.

Deberían producirse efectos de contagio positivos a los exportadores de materias primas de alto y bajo grado a medida que el consumo de materias primas siga las relaciones proyectadas. El reequilibrio no indica que el nivel del consumo de materias primas en China vaya a tocar máximos, al menos no hasta que el ingreso per cápita actual se duplique. Más bien, el consumo de materias primas (a nivel mundial y en China) aumentaría y continuaría reorientándose poco a poco hacia los alimentos y los metales de alto grado, así como los combustibles de energía primaria más limpios. Sin embargo, los exportadores de materias primas básicas y de bajo grado (arroz, cobre, mineral de hierro y, posteriormente, carbón) deberían prever que la demanda china crecerá con más lentitud a medida que se vuelque hacia otras materias primas, con crecientes efectos de contagio positivos para los exportadores de estas materias primas.

Recuadro 1.3. Anclaje de las expectativas inflacionarias cuando la inflación es inferior al objetivo

¿Podrían desmejorar inesperadamente las condiciones financieras en las economías avanzadas más grandes del mundo? El interrogante se plantea porque la inflación subyacente se ha mantenido por debajo del objetivo en Estados Unidos, Japón y la zona del euro. En Japón, donde este fenómeno perdura desde hace más tiempo, la deflación se ha arraigado. Entre tanto, en la zona del euro y Estados Unidos, el bajo nivel de inflación ya ha arrastrado a la baja las expectativas inflacionarias a más corto plazo. Si las expectativas a más largo plazo también comienzan a disminuir, las implicaciones podrían ser graves. Los bancos centrales podrían tener dificultad para distender las condiciones monetarias porque las tasas de interés nominales ya se encuentran efectivamente en el límite cero. En ese caso, las tasas de interés reales (que se basan en la inflación prevista a largo plazo) subirían, con el consecuente deterioro de las condiciones financieras y peligro para las recuperaciones aún frágiles.

En este recuadro se plantea cómo pueden impedir los bancos centrales que las expectativas a más largo plazo se desanclen, analizando el caso de tres países con experiencia en metas de inflación (Canadá, Noruega, República Checa), así como las tres economías avanzadas más grandes que han adoptado objetivos numéricos de inflación (Estados Unidos, Japón, la zona del euro)¹. Antes de proceder, cabe recordar que el hecho de mantener las expectativas inflacionarias a largo plazo ancladas en niveles positivos no basta para conjurar el riesgo de un nivel de inflación indeseablemente bajo: en Japón, las expectativas inflacionarias siguieron siendo positivas durante años, incluso mientras la economía caía en deflación (gráfico 1.3.1).

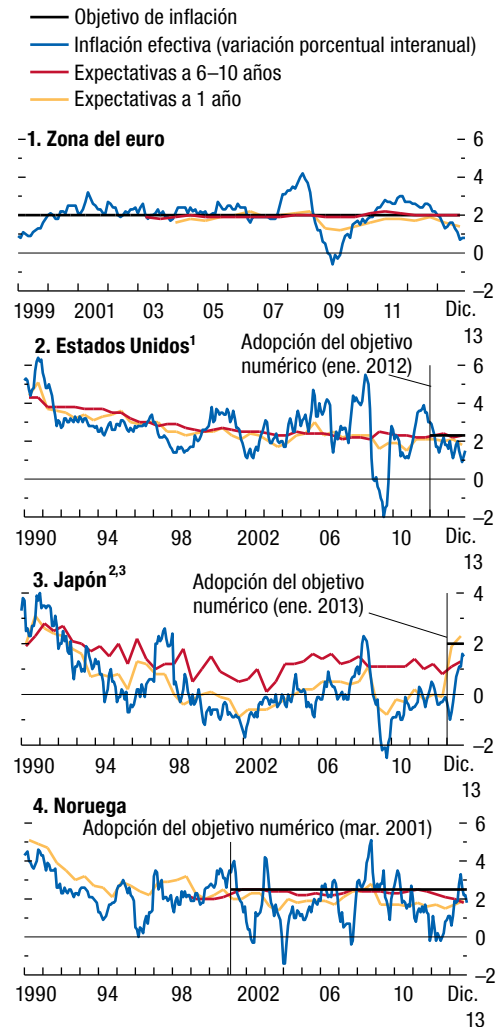
Resultados en materia de inflación y expectativas a corto plazo

El bajo nivel de inflación ya está empujando a la baja las expectativas inflacionarias a más corto plazo.

Los autores de este recuadro son Ali Alich, Joshua Felman, Emilio Fernández Corugedo, Douglas Laxton y Jean-Marc Natal.

¹Canadá y Noruega sirven para ilustrar las dificultades de compaginar objetivos contradictorios; la República Checa pone de relieve la importancia de disponer de otros instrumentos para elevar las expectativas inflacionarias cuando la tasa de interés de política monetaria se encuentra en el límite cero.

Gráfico 1.3.1. Expectativa de inflación en la zona del euro, Estados Unidos, Japón y Noruega



Fuentes: Consensus Economics y cálculos del personal técnico del FMI.

¹El objetivo de inflación implícito del índice de precios al consumidor (IPC) está estimado en torno a 0,3 puntos porcentuales por encima del objetivo de inflación oficial del gasto de consumo personal (GCP) de 2,0% de la Reserva Federal. Esto se basa en la diferencia entre los pronósticos de inflación a largo plazo según el IPC y el GCP de la Reserva Federal del *Survey of Professional Forecasters* del Banco de Filadelfia.

²El objetivo de inflación numérico fue anunciado en diciembre de 2012; la implementación ocurrió en enero de 2013.

³En octubre de 2013, el gobierno japonés anunció que la tasa del impuesto al valor agregado aumentaría 3 puntos porcentuales a partir de abril de 2014, lo cual hizo subir drásticamente las expectativas inflacionarias a corto plazo.

Recuadro 1.3 (continuación)

Cuadro 1.3.1. Expectativas inflacionarias según el índice de precios al consumidor calculadas por Consensus Economics¹
(Porcentaje)

	2014	2015	2016	Objetivo de inflación	¿Se publica una trayectoria de la tasa de interés congruente con la política monetaria?
Zona del euro	1,1 (-0,3)	1,4 (-0,2)	1,8	2,0 ²	No
España	0,7 (-0,6)	1,3 (-0,3)	1,7	...	...
Italia	1,1 (-0,5)	1,3 (-0,4)	1,6	...	...
Francia	1,2 (-0,3)	1,4 (-0,2)	1,7	...	...
Alemania	1,6 (-0,3)	2,0 (-0,1)	2,1	...	...
Japón	2,3 (0,0)	1,6 (+0,3)	1,4	2,0	No
Estados Unidos	1,6 (-0,2)	1,9 (-0,2)	2,3	2,3 ³	Sí ⁴
Canadá	1,5 (-0,3)	1,9 (-0,1)	2,0	2,0	No, solo usa palabras
Suecia	0,9 (-0,4)	2,0 (-0,1)	2,2	2,0	Sí
Noruega	2,0 (+0,1)	2,1 (0,0)	2,0	2,5	Sí
República Checa	1,3 (-0,3)	2,2 (+0,4)	2,0	2,0	Sí
Nueva Zelanda	2,0 (0,0)	2,3 (-0,1)	2,4	1,0–3,0	Sí
Reino Unido	2,3 (-0,2)	2,3 (-0,3)	2,8	2,0	No

Fuentes: Banco de Inglaterra (2012); Consensus Economics; sitios web de los bancos centrales, y compilación del personal técnico del FMI.

¹Los datos de 2014–15 están tomados de la encuesta de Consensus Economics de enero de 2014 (las desviaciones respecto de la encuesta de referencia de octubre de 2013 se indican entre paréntesis). Los datos de 2016 están tomados de la encuesta de referencia de octubre de 2013 de Consensus Economics.

²El objetivo oficial del Banco Central Europeo es una inflación "inferior pero cercana a 2,0%".

³El objetivo de inflación implícito del índice de precios al consumidor (IPC) fue estimado por el personal técnico del FMI en aproximadamente 0,3 puntos porcentuales por encima del objetivo de inflación oficial del gasto de consumo personal (GCP), de 2,0% de la Reserva Federal. Esto se basa en la diferencia entre los pronósticos de inflación a largo plazo según el IPC y el GCP de la Reserva Federal (*Survey of Professional Forecasters del Banco de Filadelfia*).

⁴En Estados Unidos, la trayectoria de las tasas de interés está tomada de los distintos participantes de la reunión de los miembros del Comité Federal de Mercados Abiertos.

La encuesta Consensus Economics de especialistas en pronósticos revela el problema: las proyecciones de inflación para 2014–15 están efectivamente por debajo del objetivo en las seis economías antes mencionadas (cuadro 1.3.1)². Aumentan con el correr del tiempo, pero incluso para 2016 continuarían por debajo del objetivo en Japón, Noruega y la zona del euro.

Marcos de política y expectativas a largo plazo

¿Cuál es el riesgo de que esa disminución de las expectativas a más corto plazo repercuta en las expectativas a más largo plazo? Los datos sugieren que la respuesta depende del marco de política. El gráfico 1.3.1 presenta estimaciones de las expectativas inflacionarias a más largo plazo (a 6–10 años) de Estados Unidos,

²Consensus Economics lleva a cabo una encuesta mensual de la inflación prevista de los precios al consumidor para el año en curso (2014) y el siguiente (2015), y una encuesta semestral (abril y octubre) de la inflación prevista a más largo plazo. Las expectativas inflacionarias de Japón en 2014 exhiben el marcado efecto transitorio del aumento del impuesto sobre el valor añadido previsto para abril. Los indicadores de la inflación subyacente, excluyendo los efectos del impuesto sobre el valor añadido, serían significativamente inferiores al objetivo de 2%.

Japón, Noruega y la zona del euro. Antes de que Estados Unidos y Japón adoptaran objetivos numéricos de inflación, las expectativas a largo plazo tendían a moverse junto con las expectativas a corto plazo y la inflación efectiva (en Estados Unidos, principalmente porque aún estaba en marcha el proceso de desinflación a niveles acordes con el objetivo de inflación a largo plazo). Por el contrario, Canadá fijó un objetivo de inflación constante a 2% mucho antes, y las expectativas inflacionarias a largo plazo quedaron ancladas firmemente a la meta, a pesar de las fluctuaciones a corto plazo (véase el cuadro 1.3.1)³.

Esto no es accidental. Una vez que los bancos centrales adoptan objetivos numéricos, dedican considerables recursos a asegurar que las expectativas inflacionarias a largo plazo estén bien ancladas. Emplean pronósticos de inflación para guiar las medidas de política monetaria, estimando la trayectoria endógena de la tasa de interés de política monetaria que debería devolver la inflación a la meta. La mayoría también publica información sobre

³Análogamente, Capistrán y Ramos-Francia (2010) concluyen que la dispersión de las expectativas inflacionarias a corto y mediano plazo es más baja en los países con metas de inflación.

Recuadro 1.3 (continuación)

los pronósticos para brindar una orientación avanzada al público⁴. De esa manera, pueden garantizar que las medidas de política monetaria sean coherentes con un nivel de inflación que se moverá hacia el objetivo fijado con el correr del tiempo.

La política posterior a la crisis financiera internacional

Inmediatamente después de la crisis financiera internacional, las economías avanzadas más grandes se enfrentaron a un dilema. Tenían que brindar un estímulo masivo para apuntalar la economía real a corto plazo, pero manteniendo ancladas las expectativas inflacionarias a largo plazo. También sabían que esos objetivos podían lograrse con un marco de política monetaria más transparente centrado en las expectativas a más largo plazo, a pesar de las fluctuaciones a corto plazo de la inflación⁵. Por lo tanto, la Reserva Federal y el Banco de Japón adoptaron metas numéricas de inflación en 2012.

Sin embargo, la tarea de mantener ancladas las expectativas a largo plazo una vez superada la crisis ha resultado difícil. Canadá, Noruega y la República Checa estuvieron entre los primeros en adoptar un régimen de metas de inflación y tienen historias relativamente largas de comunicar la política monetaria dentro del marco de un régimen de metas de inflación⁶. Aun así, en Noruega las expectativas inflacionarias a largo plazo han estado moviéndose a la baja.

¿Cuál es el motivo? En parte, es que el Banco central de Noruega ha tenido que encontrar un equilibrio entre los objetivos de inflación y los de estabilidad financiera. Desde hace un tiempo le inquieta el hecho de que el crédito (especialmente a los hogares) está

creciendo con demasiada rapidez y agudizando los desequilibrios fiscales. Por ende, viene manteniendo tasas de política monetaria superiores a los niveles necesarios para devolver la inflación al objetivo, y se prevé que esa orientación continuará. En consecuencia, las expectativas inflacionarias a largo plazo se han ubicado por debajo de la meta.

El Banco de Canadá también tiene inquietudes en torno al creciente nivel de deuda de los hogares, y esa podría ser la razón por la cual se prevé que la inflación regresará a la meta recién en 2016. Pero las expectativas a más largo plazo se mantienen bien ancladas. ¿Dónde está la diferencia? Una explicación puede ser que el Banco de Canadá históricamente ha podido controlar la inflación. Fue uno de los primeros en fijar metas, y lo hizo una década antes que el Banco central de Noruega. Por ende, goza de considerable credibilidad.

La experiencia de la República Checa, entre tanto, ilustra las ventajas de disponer de instrumentos de política adicionales cuando la tasa de política monetaria se ha topado con el límite cero. Como la República Checa es una economía pequeña y abierta, el tipo de cambio es una herramienta poderosa para influir en los precios, y como la corona estaba sobrevalorada se estimó apropiado intervenir en el mercado de cambio⁷. Así lo hizo el banco central, junto con una vigorosa campaña de comunicación, e hizo subir las expectativas inflacionarias a corto plazo sin desanclar las expectativas a más largo plazo.

Conclusiones

¿Qué conclusiones podemos extraer de estas experiencias? Una lección importante es que los marcos de política monetaria respaldados por objetivos numéricos de inflación (como un régimen de metas de inflación) pueden contribuir a evitar que la disminución de las expectativas inflacionarias a corto plazo se traduzcan en caídas de las expectativas a más largo plazo.

Sin embargo, los marcos tienen una utilidad limitada. Una segunda lección es que la implementación también es crítica, y resulta difícil cuando los bancos centrales tienen ante sí objetivos contradictorios. Una estrategia puede ser asignar instrumentos macroprudenciales para lograr las metas de estabilidad financiera. Si es necesario reforzarlos con una orientación

⁴El Banco central checo y el Banco central de Noruega publican una trayectoria de la tasa de política monetaria congruente con el regreso de la inflación a la meta, en tanto que el Banco de Canadá simplemente describe con palabras los supuestos que sirven de base a su pronóstico de referencia. Los primeros dejan en claro que el pronóstico es un elemento importante de la formulación de las políticas, pero no es el único.

⁵Basándose en datos previos a la crisis financiera internacional, Levin, Natalucci y Piger (2004) y el recuadro 4.2 de la edición de septiembre de 2005 del informe WEO muestran que las expectativas inflacionarias a largo plazo estaban mucho mejor ancladas en los países con metas de inflación que en los países sin metas de inflación.

⁶Canadá fue el primer país del Grupo de los Siete que adoptó un régimen de metas de inflación en 1991, y ahora tiene más de 20 años de experiencia en el tema. La República Checa y Noruega adoptaron un régimen de metas de inflación en 1997 y 2001, respectivamente.

⁷El análisis del nivel del tipo de cambio de la República Checa figura en el recuadro 3.1 de la edición de abril de 2013 del informe WEO.

Recuadro 1.3 (continuación)

monetaria inusualmente restrictiva, los bancos centrales tendrán que explicar cómo esta contribuirá a estabilizar la economía a más largo plazo y, en última instancia, cómo ayudará a alcanzar el objetivo de inflación.

Una tercera lección crítica es que los bancos centrales necesitan herramientas adecuadas. Como las tasas de política monetaria están próximas a cero en muchos países, esto también es problemático. Hay algunos casos, como la República Checa, en que la intervención en el mercado de cambios sería apropiada; un uso generalizado de esta herramienta podría generar extensos efectos de contagio y dañar el sistema internacional. Lo

que queda entonces son otras políticas monetarias no convencionales. Aunque estas medidas pueden acarrear costos a más largo plazo, también ayudaron a evitar otra Gran Depresión desde la crisis financiera internacional.

Por último, para utilizar estas herramientas, los bancos centrales necesitarán independencia operacional, un pilar clave del control de la inflación en las dos últimas décadas. La situación reciente en este ámbito no es tranquilizadora. El alcance de las intervenciones extraordinarias —incluidas las adquisiciones de una amplia variedad de activos del sector público o privado— no debe estar restringido por factores políticos.

Recuadro 1.4. Regímenes cambiarios y susceptibilidad a la crisis en los mercados emergentes

La selección de un régimen cambiario es un tema perenne para los mercados emergentes. La ortodoxia, especialmente después de la crisis de los mercados emergentes de fines de la década de 1990, era bipolar: los países tenían que elegir entre la flotación o la paridad rígida (unión monetaria, dolarización, caja de conversión). La idea era que los regímenes intermedios (paridades fijas convencionales, bandas horizontales, paridades móviles, flotaciones reguladas) incrementaban la susceptibilidad a la crisis. La experiencia de algunas economías de mercados emergentes de Europa, así como de algunas economías de la zona del euro durante la crisis financiera mundial, sin embargo, lleva a pensar que las paridades rígidas posiblemente aumenten la propensión a registrar contracciones del crecimiento y dolorosas reversiones de la cuenta corriente, en cuyo caso la seguridad que ofrecen sería más bien ilusoria.

El tema de la flotación, por su parte, tampoco está del todo claro. Una cuestión que rara vez recibe atención es qué constituye una flotación “segura”; es decir, dónde está la línea divisoria entre la flotación y los regímenes cambiarios intermedios más riesgosos. Aunque durante períodos de turbulencia en los mercados o sucesos extremos, una intervención ocasional no convierte la flotación en un régimen intermedio, cabe preguntarse en qué momento se torna excesiva la administración del tipo de cambio.

Regímenes en evolución

Estas cuestiones son naturalmente importantes para la política económica, dado que un número cada vez mayor de bancos centrales de mercados emergentes abandonan las flotaciones libres a favor de una flotación dirigida de facto, definida convencionalmente como un régimen en el cual el banco central influye en el movimiento del tipo de cambio a través de sus políticas sin fijar una paridad en particular (al menos explícitamente)¹. De hecho, según la clasificación de

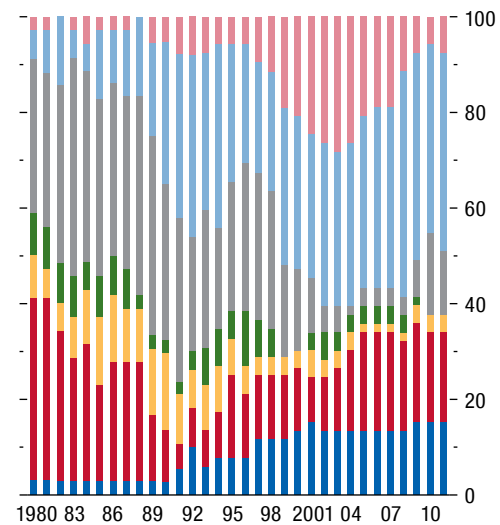
La autora de este recuadro es Mahvash Qureshi, que se basó en Ghosh, Ostry y Qureshi (2014).

¹A diferencia de la flotación libre (o independiente), en la cual el tipo de cambio está determinado mayormente por el mercado. Las distintas clasificaciones del régimen de tipo de cambio de facto suelen utilizar diferentes criterios de identificación. Por ejemplo, la clasificación de facto del FMI combina información sobre la volatilidad efectiva del tipo de cambio y una política de intervención del banco central con criterios cualitativos basados en el análisis del equipo encargado del país; la clasificación de Reinhart y Rogoff (2004) tiene en cuenta la volatilidad del tipo de cambio y la existencia de un tipo de cambio en el mercado paralelo; Levy-Yeyati

Gráfico 1.4.1. Distribución de los regímenes cambiarios de los mercados emergentes, 1980–2011

(Porcentaje)

■ Paridad rígida ■ Flotación libre
 ■ Paridad con una cesta de monedas ■ Paridad con una sola moneda
 ■ Paridad móvil ■ Banda horizontal
 ■ Flotación dirigida



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Según la clasificación de regímenes cambiarios de facto del informe *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* del FMI. Las paridades rígidas incluyen dolarización, uniones monetarias y cajas de conversión.

regímenes cambiarios de facto del FMI, la tendencia de los países a abandonar los regímenes intermedios mayormente a favor de flotaciones libres —que comenzó inmediatamente después de la crisis asiática de fines de la década de 1990— se revirtió alrededor de 2004 (gráfico 1.4.1). Desde entonces, ha aumentado la proporción de regímenes intermedios (de los cuales las flotaciones reguladas son la categoría más importante) en economías de mercados emergentes.

¿A qué se debe esta preferencia por una mayor administración del tipo de cambio? Mientras se gestaba la crisis financiera mundial, la tendencia probablemente estaba motivada por la escalada de las

y Sturzenegger (2005) incluyen la volatilidad del tipo de cambio nominal y la de las reservas internacionales.

Recuadro 1.4 (continuación)

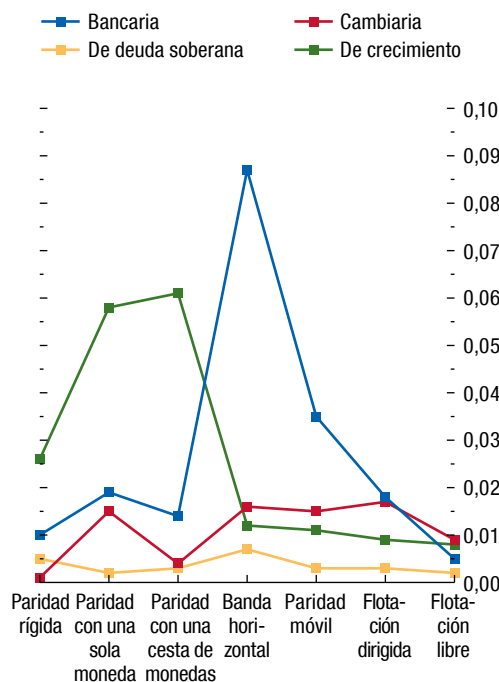
entradas de capitales en las economías de mercados emergentes, que suscitó inquietud en torno a la competitividad de las exportaciones y condujo a los intentos de limitar la apreciación de la moneda. Durante la crisis, sin embargo, cuando estas economías se vieron enfrentadas a una fuerte caída de las entradas de capitales (y en algunos casos incluso a elevadas salidas de capitales), el propósito de la intervención fue apuntalar la moneda. Desde entonces, las entradas y salidas de capitales experimentadas por las economías de mercados emergentes han hecho alternar la preocupación por la apreciación y la depreciación de la moneda; en uno y otro caso, la inquietud por la volatilidad del tipo de cambio condujo al interés por administrar los tipos de cambio.

Regímenes, vulnerabilidades y susceptibilidad a la crisis

El análisis empírico de las vulnerabilidades y los riesgos de crisis con diferentes regímenes cambiarios en una muestra de 50 economías de mercados emergentes durante el período 1980–2011 lleva a pensar que las vulnerabilidades macroeconómicas y financieras (como la sobrevaluación de la moneda, la postergación del ajuste externo, la rápida expansión del crédito, el endeudamiento externo excesivo y el crédito en moneda nacional denominado en divisas) suelen ser significativamente mayores con regímenes cambiarios menos flexibles —incluidas las paridades rígidas— que con flotaciones libres y dirigidas. Aunque no son especialmente susceptibles a crisis bancarias o cambiarias, las paridades rígidas son significativamente más propensas que la flotación a colapsos del crecimiento.

En términos generales, los regímenes intermedios son la clase más susceptible a la crisis, pero las flotaciones dirigidas tienen un comportamiento mucho más parecido al de las flotaciones puras, con riesgos significativamente menores y menos crisis (gráfico 1.4.2). Entre otros factores, la expansión excesiva del crédito, la sobrevaluación del tipo de cambio real, los pasivos bancarios externos y los déficits en cuenta corriente profundos están asociados a una probabilidad significativamente mayor de crisis bancarias y cambiarias, en tanto que un nivel más alto de reservas de divisas reduce esa probabilidad. El aumento de la deuda externa también incrementa significativamente la probabilidad de crisis bancarias y de deuda soberana, pero esa asociación es más tenue cuando se incluyen en el modelo los pasivos bancarios externos y el saldo fiscal.

Gráfico 1.4.2. Probabilidad proyectada de crisis en los mercados emergentes, 1980–2011



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las probabilidades proyectadas se obtienen con un modelo probit de probabilidad de crisis evaluada con los valores medios de las variables de control. Véanse en Ghosh, Ostry y Qureshi (2014) los detalles de las variables de control incluidas en cada probabilidad de estimación de crisis y las definiciones de las variables de crisis.

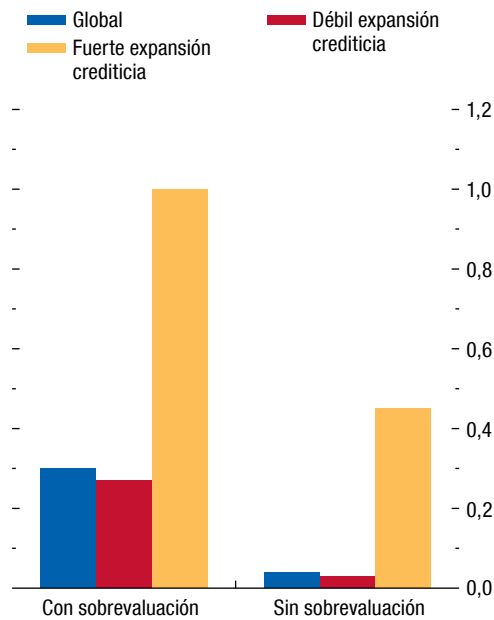
Dónde poner el límite

Los regímenes cambiarios menos flexibles tienen más propensión a crisis de distinto tipo, pero ¿qué diferencia las flotaciones reguladas “seguras” de los regímenes intermedios “riesgosos”?² Para examinar más a fondo qué constituye una administración del tipo de cambio más riesgosa, se adopta una metodología que caracteriza la susceptibilidad a la crisis de los regímenes cambiarios intermedios de acuerdo con factores diversos (como la flexibilidad del tipo de cambio, el grado de intervención en el mercado de cambio, la sobrevaluación del tipo de cambio real y los riesgos

²Esta es una pregunta pertinente, porque las actuales clasificaciones de los regímenes cambiarios a menudo producen información diferente sobre el régimen cambiario de un país, y las diferencias son más pronunciadas en la categoría del régimen intermedio.

Recuadro 1.4 (continuación)

Gráfico 1.4.3. Probabilidad de crisis bancaria o cambiaria



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los resultados se obtienen con un análisis por árbol binario recursivo. La sobrevaloración se define como una desviación del tipo de cambio efectivo real respecto de la tendencia de más de 5%. La expansión del crédito fuerte (débil) es una variación acumulativa de la relación crédito privado interno/PIB de más (menos) de 30 puntos porcentuales a lo largo de un período de tres años.

para la estabilidad financiera) y permite al mismo tiempo umbrales arbitrarios y efectos interactivos entre estos factores³. Los resultados llevan a pensar que no existe una línea divisoria simple (por ejemplo, basada en la flexibilidad del tipo de cambio) entre regímenes

³Eso se hace a través de un análisis con un árbol binario recursivo. Un árbol binario recursivo es una secuencia de reglas para predecir una variable binaria (por ejemplo, presencia o ausencia de crisis) sobre la base de una serie de variables explicativas tales que en cada nivel la muestra se divide en dos grupos de acuerdo con un valor umbral de una de las variables explicativas. El valor umbral, a su vez, es el que mejor distingue entre observaciones de presencia o ausencia de crisis de acuerdo con un criterio específico (por ejemplo, minimizar la suma de errores de tipo I y II).

cambiaros intermedios seguros y los regímenes riesgosos. En la práctica, lo que determina si un régimen intermedio es seguro o riesgoso es una compleja confluencia de factores, que incluye las vulnerabilidades financieras, la flexibilidad del tipo de cambio, el grado de intervención y, fundamentalmente, el hecho de que la moneda esté o no sobrevalorada. Entonces, por ejemplo, en el caso de los regímenes intermedios, aunque la probabilidad de crisis bancaria o cambiaria sea más o menos siete veces mayor cuando el tipo de cambio real está sobrevalorado, la probabilidad de crisis con y sin sobrevaloración es mucho mayor si el crédito interno al sector privado ha crecido con rapidez (gráfico 1.4.3). Además, si el tipo de cambio real está sobrevalorado, una intervención para impedir que la sobrevaloración aumente puede alejar el riesgo de crisis, mientras que una intervención lanzada para defender la sobrevaloración exacerba la vulnerabilidad del régimen.

Los resultados del análisis son tres. Primero, aunque los países con paridades rígidas sufran menos crisis bancarias y cambiarias que los que utilizan la mayoría de los otros regímenes, son más proclives a experimentar colapsos del crecimiento porque las paridades rígidas impiden el ajuste externo y dificultan la recuperación de la competitividad tras un shock negativo. Segundo, aunque los países con flotaciones puras son los menos susceptibles a la crisis, la mayoría de los bancos centrales de mercados emergentes prefieren al menos cierto grado de administración de los tipos de cambio, presuntamente por razones de competitividad o por los efectos que producen las depreciaciones fuertes en los balances. Tercero, una vez que un banco central ha optado por administrar la moneda, limitarse simplemente a recomendar que el tipo de cambio sea lo más flexible posible y que el banco central mantenga al mínimo las intervenciones quizá no baste para evitar la crisis; lo que diferencia las flotaciones reguladas seguras de las riesgosas es más bien un conjunto complejo de factores, como el hecho de que el banco central esté defendiendo una moneda sobrevalorada o interviniendo para impedir que aumente la sobrevaloración y el hecho de que disponga de otros instrumentos (como medidas macroprudenciales o controles de capital) que puedan utilizarse para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera.

Referencias

- Agencia Internacional de Energía (AIE), 2013, “Coal Market Outlook”, en *World Energy Outlook* (París).
- Ahuja, Ashvin, y Malhar Nabar, 2012, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers”, IMF Working Paper No. 12/267 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Alquist, Ron, Lutz Kilian y Robert J. Vigfusson, 2013, “Forecasting the Price of Oil”, en *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 2, editado por Graham Elliott y Allan Timmermann (Amsterdam: North Holland), págs. 427–508.
- Banco de Inglaterra, 2012, *State of the Art of Inflation Targeting*, Centre for Central Banking Studies Handbook No. 29 (Londres).
- Banco Federal de Alemania, 2013, “Commodity Themes in 2014”, Deutsche Bank Markets Research, Special Report, 10 de diciembre.
- Barnett, Steven, y Ray Brooks, 2010, “China: Does Government Health and Education Spending Boost Consumption?”, IMF Working Paper No. 10/16 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bassett, William F., Mary B. Chosak, John C. Driscoll y Egon Zakrajsek, de próxima publicación, “Changes in Bank Lending Standards and the Macroeconomy”, *Journal of Monetary Economics*.
- Bates, John M., y Clive W.J. Granger, 1969, “The Combination of Forecasts”, *Journal of the Operational Research Society*, vol. 20, No. 4, págs. 451–68, doi:10.1057/jors.1969.103.
- Baumeister, Christiane, y Lutz Kilian, 2013a, “Forecasting the Real Price of Oil in a Changing World: A Forecast Combination Apágsroach”, CEPR Discussion Paper No. 9569 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- , 2013b, “What Central Bankers Need to Know about Forecasting Oil Prices”, Working Paper No. 2013-15 (Ottawa, Ontario: Banco de Canadá).
- , y Xiaoqing Zhou, 2013, “Are Product Spreads Useful for Forecasting? An Empirical Evaluation of the Verleger Hypothesis”, Working Paper No. 2013-25 (Ottawa, Ontario: Banco de Canadá).
- Beckers, Benjamin, y Samya Beidas-Strom, de próxima publicación, “Forecasting the Price of Oil: Can a Global Oil Market VAR Beat the Futures Forecast?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Beidas-Strom, Samya, de próxima publicación, “Is China’s Spending Pattern Shifting away from Commodities?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y Andrea Pescatori, de próxima publicación, “Oil Price Volatility and the Role of Speculation”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Capistrán, Carlos, y Manuel Ramos-Francia, 2010, “Does Inflation Targeting Affect the Dispersion of Inflation Expectations?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42, No. 1, págs. 113–34.
- Chen, Yu-Chin, Kenneth S. Rogoff y Barbara Rossi, 2010, “Can Exchange Rates Forecast Commodity Prices?”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, No. 3, págs. 1145–94.
- Chinn, Menzie D., y Olivier Coibion, 2013, “The Predictive Content of Commodity Futures”, *Journal of Futures Markets*, early view (versión digital), doi: 10.1002/fut.21615.
- de Bondt, Gabe, Angela Maddaloni, José-Luis Peydró y Silvia Scopel, 2010, “The Euro Area Bank Lending Survey Matters: Empirical Evidence for Credit and Output Growth”, Working Paper No. 1160 (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- Deaton, Angus, y Guy Laroque, 1996, “Competitive Storage and Commodity Price Dynamics”, *Journal of Political Economy*, vol. 104, No. 5, págs. 896–923.
- Deressin, Jorg, y Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation”, IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Diebold, Francis X., y Peter Pauly, 1987, “Structural Change and the Combination of Forecasts”, *Journal of Forecasting*, vol. 6, No. 1, págs. 21–40.
- Dollar, David, 2013, “China’s Rebalancing: Lessons from East Asian Economic History”, John L. Thornton China Center Working Paper (Washington: Brookings Institution).
- Eichengreen, Barry, Donghyun Park y Kwanho Shin, 2013, “Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-Income Trap”, NBER Working Paper No. 18673 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2011, *G-20, People’s Republic of China Sustainability Report* (Washington).
- , 2013a, *G-20, People’s Republic of China Sustainability Update* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2013b, *2013 Pilot External Sector Report* (Washington).
- , 2013c, *2013 Spillover Report* (Washington).
- Ghosh, Atish, Jonathan Ostry y Mahvash Qureshi, 2014, “Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment”, IMF Working Paper No. 14/11 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Goldman Sachs, 2013a, “Changing China”, *Top of Mind*, edición especial, 5 de diciembre.
- , 2013b, “What the World Wants”, *Economic Research*, Global Economics Paper No. 220, 9 de septiembre.
- Guo, Kai, y Papa N’Diaye, 2010, “Determinants of China’s Private Consumption: An International Perspective”, IMF Working Paper No. 10/93 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hottelling, Harold, 1931, “The Economics of Exhaustible Resources”, *Journal of Political Economy*, vol. 39, No. 2, págs. 137–75.
- Hubbard, Paul, Samuel Hurley y Dhruv Sharma, 2012, “The Familiar Pattern of Chinese Consumption Growth”, *Economic Roundup*, No. 4, págs. 63–78. www.treasury.gov.au/-/media/Treasury/Publications%20and%20Media/Publications/2012/roundup-04/downloads/pdf/Economic-Roundup-4-article3.ashx.
- Keynes, John M., 1930, *A Treatise on Money* (Nueva York: Harcourt, Brace).

- Kilian, Lutz, 2009, “Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market”, *American Economic Review*, vol. 99, No. 3, págs. 1053–69.
- Kumar, Manmohan S., 2003, *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laeven, Luc, 2012, “Access to Credit, Debt Overhang, and Economic Recovery: The Irish Case”, sección II en *Ireland: Selected Issues*, IMF Country Report No. 12/265, págs. 11–26 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Levin, Andrew, Fabio Natalucci y Jeremy Piger, 2004, “The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 86, No. 4, págs. 51–80.
- Levy-Yeyati, Eduardo, y Federico Sturzenegger, 2005, “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words”, *European Economic Review*, vol. 49, No. 6, págs. 1603–35.
- Lown, Cara, y Donald P. Morgan, 2006, “The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38, No. 6, págs. 1575–97.
- McKinsey Global Institute, 2013, “Resource Revolution: Tracking Global Commodity Markets” (Seúl, San Francisco, Londres, Washington).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh y Marcos Chamon, 2012, “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies”, IMF Staff Discussion Note No. 12/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Reeve, Trevor A., y Robert J. Vigfusson, 2011, “Evaluating the Forecasting Performance of Commodity Futures Prices”, International Finance Discussion Paper No. 1025 (Washington: Junta de la Reserva Federal).
- Reichsfeld, David A., y Shaun K. Roache, 2011, “Do Commodity Futures Help Forecast Spot Prices?”, IMF Working Paper No. 11/254 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Reinhart, Carmen, y Kenneth Rogoff, 2004, “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, No. 1, págs. 1–48.
- Roache, Shaun, 2012, “China’s Impact on World Commodity Markets”, IMF Working Paper No. 12/115 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Stock, James H., y Mark W. Watson, 2004, “Combination Forecasts of Output Growth in a Seven-Country Data Set”, *Journal of Forecasting*, vol. 23, No. 6, págs. 405–30.

Según las previsiones, la recuperación mundial se afianzará, liderada por las economías avanzadas. Se prevé que el crecimiento en las economías de mercados emergentes repuntará solo moderadamente. La balanza de riesgos para el crecimiento mundial ha mejorado, en gran medida gracias a las perspectivas más favorables de las economías avanzadas. No obstante, persisten importantes riesgos a la baja, en particular una desaceleración general aun mayor en las economías de mercados emergentes; riesgos para la actividad derivados de tasas de inflación inferiores a las previstas en las economías avanzadas; reformas incompletas, y crecientes tensiones geopolíticas.

En el segundo semestre de 2013 el crecimiento en las economías avanzadas repuntó 1,3 puntos porcentuales y se prevé que continuará afianzándose en 2014–15. El crecimiento está respaldado por la política monetaria, un menor freno fiscal (excepto en Japón) y una disipación de las secuelas de la crisis en un contexto de mejora de las condiciones financieras en las economías afectadas. En las economías de la zona del euro sometidas a tensiones, se proyecta que el crecimiento seguirá siendo débil y frágil dado que los altos niveles de deuda y de fragmentación financiera reprimen la demanda interna. En el caso de Japón se proyecta que la consolidación fiscal en 2014–15 provocará una cierta moderación del crecimiento. En las economías avanzadas, las brechas del producto siguen siendo amplias y destacan las persistentes fragilidades de la recuperación.

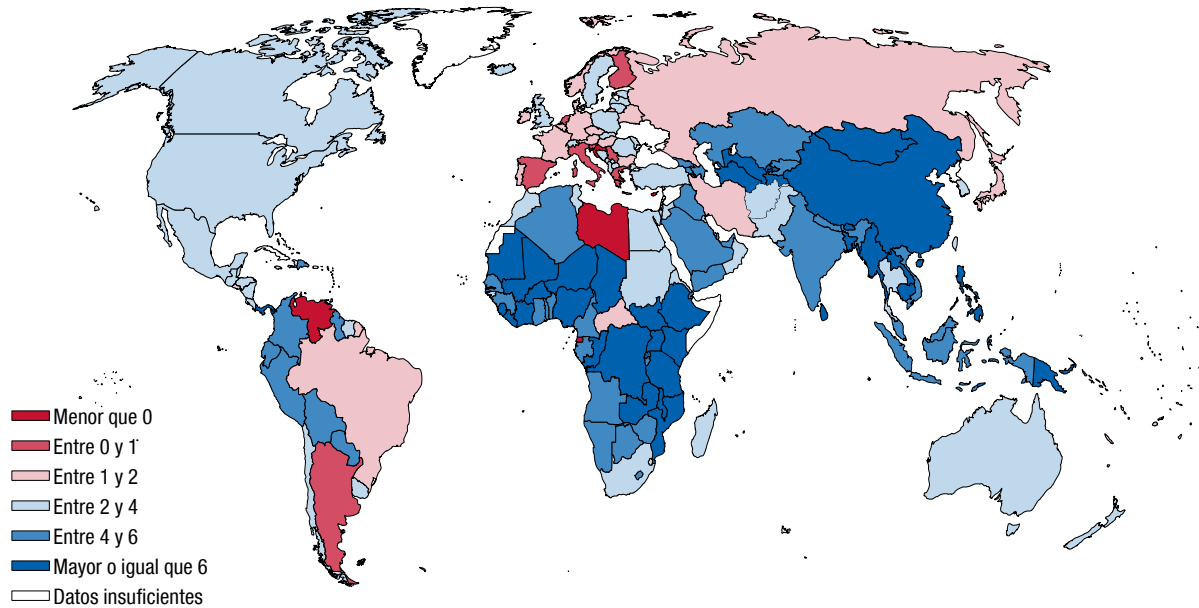
En el segundo semestre de 2013, el crecimiento repuntó solo moderadamente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo: de 4,6% registrado en el primer semestre a 5,2% en el segundo semestre, pero aun así dichas economías siguen contribuyendo en gran medida al crecimiento mundial. No obstante, el crecimiento vigoroso o en aumento se registró únicamente en las regiones de Asia y África subsahariana, mientras que en las otras regiones las tasas de crecimiento real han ido disminuyendo o han sido moderadas. Esto ha sucedido a pesar del empuje en general positivo de las exportaciones debido a la depreciación

de las monedas y el fortalecimiento de la recuperación en las economías avanzadas en muchas regiones, además de un consumo robusto apoyado por la demanda interna. Un hecho preocupante es la reducción de las tasas de crecimiento en unas pocas economías de mercados emergentes importantes (por ejemplo, Brasil, Rusia, Sudáfrica, Turquía) debido a la debilidad de las políticas internas, las condiciones más restrictivas de financiamiento interno y externo o las restricciones en la inversión y la oferta. Por lo tanto, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo solo se prevé un repunte moderado del crecimiento este año (gráfico 2.1, panel 1).

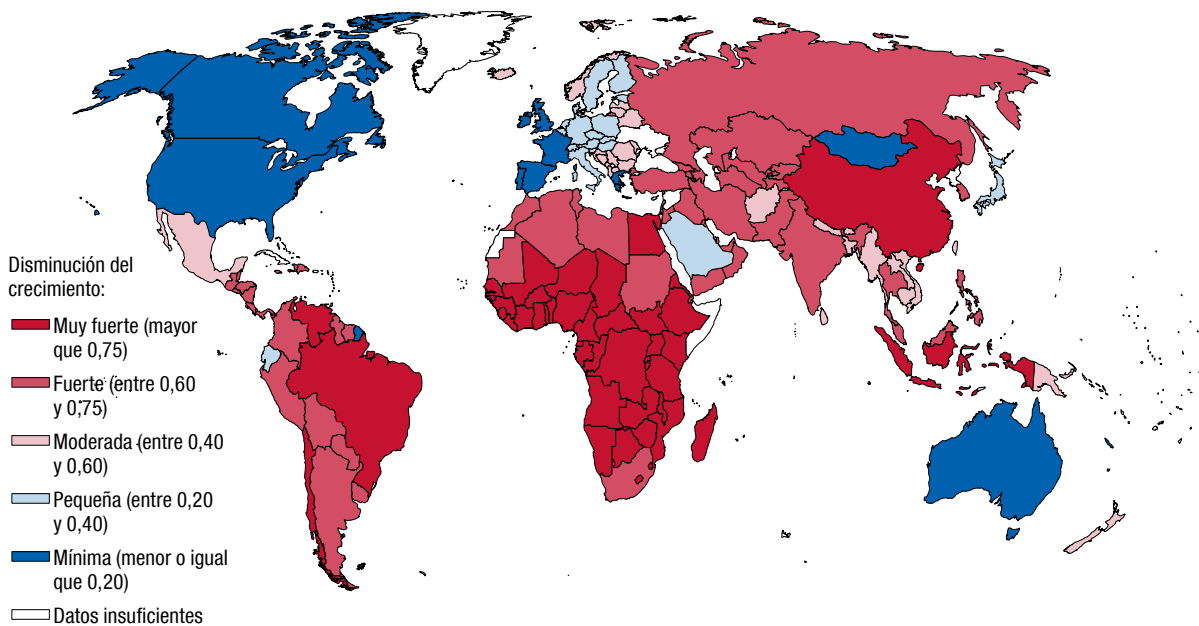
Persisten los riesgos a la baja para el crecimiento mundial. El principal es un aumento de la volatilidad en los mercados financieros, especialmente en las economías de mercados emergentes. De materializarse este riesgo, las entradas de capitales a las economías de mercados emergentes y en desarrollo probablemente disminuirán, y el crecimiento en estas economías será inferior al del escenario base, con efectos de contagio que se propagarán a las economías avanzadas, como se analiza en la sección especial sobre los efectos de contagio en este capítulo. En el panel 2 del gráfico 2.1 se muestra el impacto de una desaceleración más prolongada en las principales economías de mercados emergentes debido a una menor inversión, escenario que se describe en detalle en el capítulo 1. En las economías avanzadas, los riesgos a la baja para la actividad emanan de las perspectivas de baja inflación y de la posibilidad de que se produzca un estancamiento prolongado, especialmente en la zona del euro y Japón. Otros riesgos a la baja son la fatiga del ajuste y el hecho de que las medidas de política resulten insuficientes en una zona del euro que aún está fragmentada financieramente; otros riesgos a la baja son los relacionados con el retiro de la política monetaria no convencional. Por el lado positivo, en el segundo semestre de 2013 el ímpetu del crecimiento, más fuerte de lo esperado, podría apuntalar la confianza en Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido.

Gráfico 2.1. Pronósticos de crecimiento del PIB en 2014 y los efectos de un escenario a la baja verosímil

1. Pronósticos de crecimiento del PIB en 2014¹ (porcentaje)



2. Efectos de un escenario a la baja verosímil (máxima desviación del crecimiento respecto de las proyecciones de referencia de 2014; puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las simulaciones se realizaron usando el Sistema Flexible del Modelo Mundial del FMI, con 29 países y ocho regiones (otras economías de la Unión Europea, otras economías avanzadas, economías emergentes de Asia, economías asiáticas recientemente industrializadas, América Latina, Oriente Medio y Norte de África, África subsahariana, grupo de países exportadores de petróleo). Los países no incluidos en el modelo se asignan a las regiones según la clasificación de los países exportadores de combustibles del informe WEO, seguidos de las clasificaciones por región geográfica. No se incluyen Siria, debido a la incertidumbre de la situación política, ni Ucrania, debido a la actual crisis.

¹Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados. Sin embargo, el FMI ha emitido una declaración de censura y ha solicitado a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales sobre el PBI. Otras fuentes de datos han mostrado un crecimiento real significativamente más bajo que el que indican los datos oficiales desde 2008. En este contexto, el FMI también está usando otras estimaciones del crecimiento del PBI a los efectos de la supervisión de la evolución macroeconómica en Argentina. El 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.

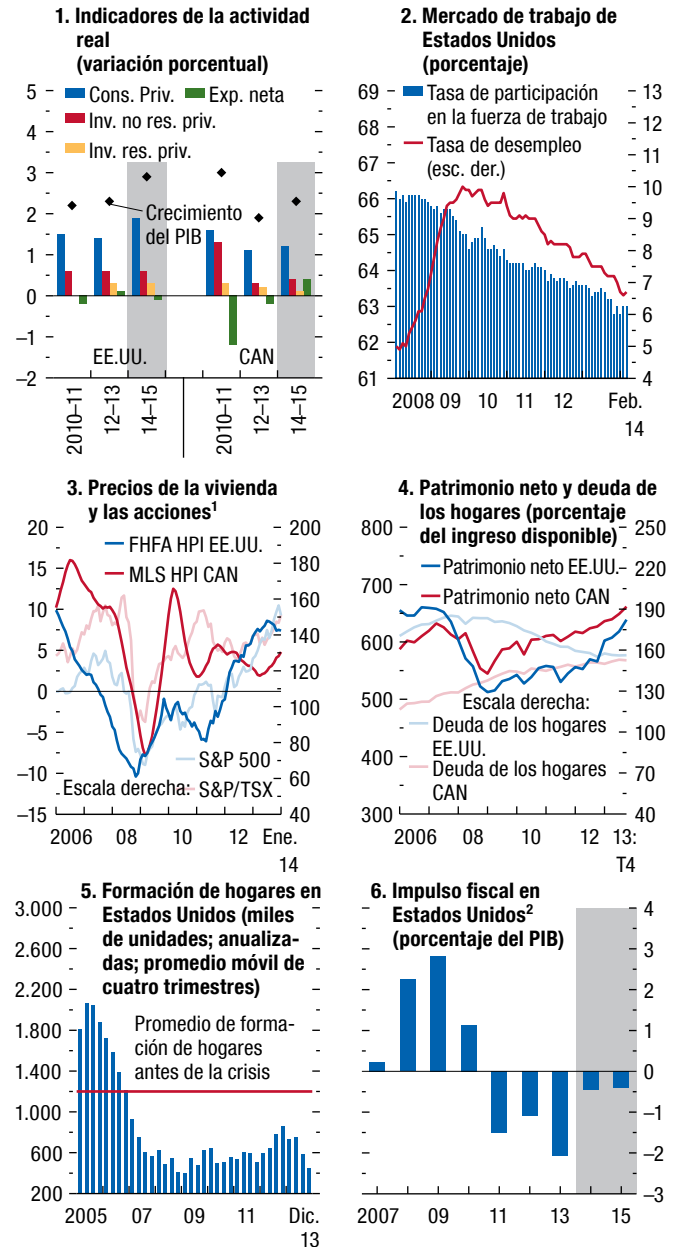
Estados Unidos y Canadá: El ímpetu se afianza

La economía de Estados Unidos creció a un ritmo más rápido de lo previsto en el segundo semestre de 2013, impulsada por una dinámica demanda interna, una sólida acumulación de inventarios y un fuerte crecimiento de las exportaciones. Un invierno más crudo de lo normal puede haber desacelerado la actividad a comienzos de 2014, pero los fundamentos económicos subyacentes de la demanda privada siguen siendo sólidos y se prevé que el crecimiento avanzará a un ritmo superior al potencial el resto del año. En Canadá se prevé que el crecimiento anual se acelerará en 2014 gracias a una demanda externa más fuerte y una creciente inversión empresarial.

El crecimiento en Estados Unidos fue de 1,9% en 2013, y la continua recuperación de la demanda interna privada compensó en parte el importante esfuerzo de consolidación fiscal, que restó entre 1¼ y 1½ puntos porcentuales al crecimiento del PIB. El ímpetu económico repuntó durante 2013; el PIB creció a una tasa media anualizada de 3,3% en el segundo semestre en comparación con el 1,2% del primer semestre. El gasto de consumo también se reactivó, impulsado por los precios más altos de la vivienda y de las acciones y por la continua reducción de la deuda de los hogares en relación con el ingreso disponible, lo cual elevó el patrimonio neto de los hogares por encima de su promedio a largo plazo (gráfico 2.2). El ritmo más rápido de acumulación de inventarios y el sólido crecimiento de las exportaciones (en particular de los productos petroleros) también contribuyeron a una actividad sostenida en el segundo semestre de 2013. El cierre administrativo del gobierno en octubre fue la principal razón por la que el gasto público se contrajera considerablemente al final del año, pero las condiciones financieras siguieron siendo muy acomodaticias, con tasas a largo plazo a la baja luego del marcado aumento que experimentaron a mediados de 2013. La tasa de desempleo siguió cayendo en 2013, y se ubicó en 6,7% en febrero de 2014. Sin embargo, un factor importante detrás de esta disminución fue una nueva contracción de la tasa de participación en la fuerza laboral, que se situó en 63% en febrero de este año (véase el capítulo 1). La capacidad ociosa de la economía, que es aún abundante, se manifestó en presiones de precios moderadas y un nivel general de inflación del índice de precios al consumidor de 1,6% en febrero de 2014. En gran medida, gracias a los aumentos de la producción energética interna y la

Gráfico 2.2. Estados Unidos y Canadá: La recuperación se afianza

En Estados Unidos el crecimiento en 2013 fue mayor de lo previsto, y los datos recientes siguen siendo coherentes con otro repunte en 2014 a medida que continúa la mejora de los mercados del trabajo y la vivienda y que disminuye el lastre fiscal. En Canadá el crecimiento se fortaleció en 2013 y se prevé que se acelerará en 2014 como consecuencia de una creciente inversión empresarial y el afianzamiento de la demanda externa.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Oficina de Presupuesto del Congreso; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: CAN = Canadá; cons. = consumo; FHFA HPI = Índice de precios de la vivienda de la Federal Housing Finance Agency; inv. = inversión; MLS HPI = Índice de precios de la vivienda de Multiple Listing Service; no res. = no residencial; priv. = privada; res. = residencial; S&P = Standard & Poor's; TSX = Bolsa de valores de Toronto.
¹Variación porcentual interanual de los precios de la vivienda e índice; enero de 2005 = 100 para S&P y TSX.
²El impulso fiscal es la cifra negativa de la variación del saldo primario estructural.

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

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Economías avanzadas	1,3	2,2	2,3	1,4	1,5	1,6	0,4	0,5	0,4	7,9	7,5	7,3
Estados Unidos	1,9	2,8	3,0	1,5	1,4	1,6	-2,3	-2,2	-2,6	7,4	6,4	6,2
Zona del euro ^{4,5}	-0,5	1,2	1,5	1,3	0,9	1,2	2,3	2,4	2,5	12,1	11,9	11,6
Japón	1,5	1,4	1,0	0,4	2,8	1,7	0,7	1,2	1,3	4,0	3,9	3,9
Reino Unido ⁴	1,8	2,9	2,5	2,6	1,9	1,9	-3,3	-2,7	-2,2	7,6	6,9	6,6
Canadá	2,0	2,3	2,4	1,0	1,5	1,9	-3,2	-2,6	-2,5	7,1	7,0	6,9
Otras economías avanzadas ⁶	2,3	3,0	3,2	1,5	1,8	2,4	4,8	4,7	4,3	4,6	4,6	4,5

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Puede consultarse una lista completa de los períodos de referencia para cada país en el cuadro F del apéndice estadístico.

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.

⁵Excluye Letonia. Saldo 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 pero incluye Letonia.

consiguiente merma de las importaciones de petróleo, el déficit en cuenta corriente se redujo a 2,3% del PIB en 2013, el nivel más bajo en 15 años (cuadro 2.1).

La inusitada crudeza del invierno frenó la actividad a comienzos de 2014, pero se prevé una reactivación del crecimiento a lo largo del resto del año, impulsada por una fuerte expansión de la inversión residencial (que repuntará a partir de niveles muy bajos y gracias a una importante demanda reprimida de viviendas), un sólido consumo personal y una recuperación del crecimiento de la inversión fija no residencial resultado de la mejora de la confianza de los consumidores y las empresas. El crecimiento también se verá favorecido por un menor freno fiscal, que este año está disminuyendo a un nivel de entre $\frac{1}{4}$ y $\frac{1}{2}$ puntos porcentuales del PIB, gracias en parte a la ley presupuestaria respaldada por ambos partidos políticos, que reemplazó con medidas diferidas de ahorro algunos de los recortes automáticos del gasto previstos para los ejercicios fiscales 2014 y 2015. El tope de la deuda ha quedado suspendido hasta marzo de 2015, y con eso ha disminuido la incertidumbre que ha caracterizado la política fiscal en los últimos años. En términos generales, se proyecta que el crecimiento se acelerará a 2,8% en 2014 y a 3,0% en 2015.

La balanza de riesgos se inclina levemente a la baja. En el ámbito externo, una atonía prolongada en la zona del euro frenaría el crecimiento, en particular si una dinámica deflacionaria llega a cobrar fuerza. Una desaceleración en las economías de mercados emergentes también podría plantear un riesgo: si el PIB de estas economías disminuyera un 1%, el crecimiento del producto

en Estados Unidos disminuiría 0,2 puntos porcentuales (véase la sección especial sobre los efectos de contagio en este capítulo). En el ámbito interno, la demanda interna podría perder ímpetu si los rendimientos a largo plazo aumentan más rápido de lo previsto y sin que se produzca una mejora concomitante de las perspectivas. A mediano plazo, las mayores preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal podrían plantear riesgos adicionales a la baja, mientras que una continuación de la tendencia descendente de la tasa de participación en la fuerza laboral podría reducir aún más el producto potencial y, al reducir la capacidad ociosa de la economía, podría adelantar el endurecimiento de la política monetaria. Por el lado positivo, sigue siendo posible una recuperación más pujante del mercado de la vivienda, que tendría repercusiones mutuas en las condiciones de crédito, los balances y la demanda privada. Por otro lado, el aumento de la confianza en las perspectivas de la economía (gracias a un sector financiero relativamente saludable y bajos costos energéticos) podría inducir a las empresas a pasar más rápidamente del acaparamiento de efectivo a la inversión real.

Un plan fiscal equilibrado, gradual y creíble que encauce la deuda pública en una firme trayectoria descendente sigue siendo la principal prioridad en materia de política. Dicho plan incluiría medidas para contener gradualmente el gasto en prestaciones sociales, una reforma tributaria para captar ingresos y el reemplazo de los recortes automáticos del gasto presupuestario con nuevos ingresos y ahorros obligatorios de efecto diferido. (La ley presupuestaria bipartidista es un pequeño paso en

esta dirección). Si bien el continuo ímpetu económico justifica las reducciones medidas del programa de compras de activos por parte de la Reserva Federal, la orientación general de la política monetaria debe seguir siendo acomodaticia, dada la considerable capacidad ociosa y las constantes expectativas inflacionarias (véase el capítulo 1). El retorno a la orientación avanzada cualitativa en marzo de 2014 puede dotar a la Reserva Federal de mayor flexibilidad para alcanzar sus metas de empleo e inflación. A medida que se acerca la fecha de implementación, la Reserva Federal tendrá que comunicar claramente al mercado la forma en que evaluará los avances hacia el cumplimiento de esas metas, a fin de evitar un aumento de incertidumbre en torno a las políticas.

La economía de Canadá se afianzó en 2013, pero el reequilibrio tan necesario entre el consumo de los hogares y la construcción residencial por un lado, y las exportaciones y la inversión empresarial por el otro, no se ha materializado plenamente. Se prevé que el crecimiento aumentará de 2% en 2013 a 2,3% en 2014, y que la reactivación proyectada de la economía estadounidense estimulará el crecimiento de las exportaciones y la inversión empresarial de Canadá (cuadro 2.1, gráfico 2.2). Si bien la demanda externa podría dar una sorpresa al alza, las perspectivas siguen estando más sujetas a riesgos a la baja, entre ellos, exportaciones inferiores a las previstas debido a problemas de competitividad, precios más bajos de las materias primas y una corrección más abrupta de los desequilibrios internos. De hecho, pese a la reciente moderación en el mercado inmobiliario, el elevado nivel de apalancamiento de los hogares y de los precios de la vivienda sigue siendo un factor de vulnerabilidad clave (gráfico 2.2). Con la inflación en niveles bajos y la presencia de riesgos a la baja, la política monetaria debe seguir siendo acomodaticia hasta que el crecimiento se afiance más. La política fiscal debe encontrar un equilibrio adecuado entre apoyar el crecimiento y recomponer los márgenes de maniobra fiscal, sobre todo a nivel del gobierno federal, dado el menor margen de maniobra a escala provincial.

Europa

Economías avanzadas de Europa: De la recesión a la recuperación

Se prevé que en las economías avanzadas de Europa el crecimiento se reanuda en 2014, pero la inflación permanece en niveles muy bajos. La demanda interna en la zona del euro finalmente se ha estabilizado y ha entrado en terreno positivo, y se observa que las exportaciones netas también han contribuido a poner fin a la recesión. Pero los elevados niveles de desempleo y deuda, el bajo nivel de inversión, las persistentes brechas del producto, las condiciones restrictivas de crédito y la fragmentación financiera en la zona del euro pondrán trabas a la recuperación. Los riesgos a la baja se derivan de las reformas incompletas, factores externos y una inflación aun menor. La política monetaria acomodaticia, la conclusión de las reformas del sector financiero y las reformas estructurales revisten crucial importancia.

taciones netas también han contribuido a poner fin a la recesión. Pero los elevados niveles de desempleo y deuda, el bajo nivel de inversión, las persistentes brechas del producto, las condiciones restrictivas de crédito y la fragmentación financiera en la zona del euro pondrán trabas a la recuperación. Los riesgos a la baja se derivan de las reformas incompletas, factores externos y una inflación aun menor. La política monetaria acomodaticia, la conclusión de las reformas del sector financiero y las reformas estructurales revisten crucial importancia.

La zona del euro finalmente ha salido de la recesión. La actividad se contrajo aproximadamente ½% en 2013, pero a partir del segundo trimestre el crecimiento ha sido positivo, tras un largo período de merma del producto (cuadro 2.2). La reactivación, que puede atribuirse en parte a un menor freno fiscal y un cierto ímpetu de la demanda privada interna por primera vez desde 2010, está cristalizándose en gran medida conforme a lo previsto. El crecimiento en ciernes y la notable reducción de los riesgos extremos han dinamizado los mercados financieros, con una marcada compresión de los diferenciales soberanos en las economías sometidas a tensiones, aunque estos diferenciales han aumentado moderadamente con la reciente volatilidad en los mercados (véase el capítulo 1). Las medidas de política a escala nacional y colectiva han contribuido a esta evolución positiva.

Sin embargo, aún está pendiente la tarea de abordar de forma cabal el legado de la crisis —desempleo elevado, balances privados y públicos débiles, contracción del crédito y una pesada carga de la deuda— y los obstáculos a los que se enfrenta el crecimiento a largo plazo, y eso genera inquietud acerca de la solidez y durabilidad de la recuperación.

- La recuperación es desigual entre países y sectores. Los focos de crecimiento más fuerte, como Alemania, conviven con productos estancados o a la baja en otros lugares. El motor principal del crecimiento sigue siendo las exportaciones, aunque se ha observado un repunte incipiente de la demanda interna (por ejemplo, en Francia, España y particularmente Alemania). No obstante, en toda la zona del euro todavía la demanda privada no se ha reavivado con fuerza. Pese a cierto reequilibrio (dentro de la zona del euro), los saldos en cuenta corriente han mejorado asimétricamente, con superávits persistentes en algunas economías del núcleo y saldos externos a la baja en las economías deficitarias.
- La considerable y persistente capacidad ociosa ha dado lugar a una moderación de las tasas de inflación,

Cuadro 2.2. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Europa
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Europa	0,5	1,7	1,9	1,9	1,6	1,8	1,9	2,1	2,2	...	...	...
Economías avanzadas	0,1	1,5	1,7	1,5	1,1	1,3	2,6	2,6	2,8	10,8	10,6	10,2
Zona del euro ^{4,5}	-0,5	1,2	1,5	1,3	0,9	1,2	2,3	2,4	2,5	12,1	11,9	11,6
Alemania	0,5	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4	7,5	7,3	7,1	5,3	5,2	5,2
Francia	0,3	1,0	1,5	1,0	1,0	1,2	-1,6	-1,7	-1,0	10,8	11,0	10,7
Italia	-1,9	0,6	1,1	1,3	0,7	1,0	0,8	1,1	1,1	12,2	12,4	11,9
España	-1,2	0,9	1,0	1,5	0,3	0,8	0,7	0,8	1,4	26,4	25,5	24,9
Países Bajos	-0,8	0,8	1,6	2,6	0,8	1,0	10,4	10,1	10,1	6,9	7,3	7,1
Bélgica	0,2	1,2	1,2	1,2	1,0	1,1	-1,7	-1,3	-1,0	8,4	9,1	8,9
Austria	0,4	1,7	1,7	2,1	1,8	1,7	3,0	3,5	3,5	4,9	5,0	4,9
Grecia	-3,9	0,6	2,9	-0,9	-0,4	0,3	0,7	0,9	0,3	27,3	26,3	24,4
Portugal	-1,4	1,2	1,5	0,4	0,7	1,2	0,5	0,8	1,2	16,3	15,7	15,0
Finlandia	-1,4	0,3	1,1	2,2	1,7	1,5	-0,8	-0,3	0,2	8,1	8,1	7,9
Irlanda	-0,3	1,7	2,5	0,5	0,6	1,1	6,6	6,4	6,5	13,0	11,2	10,5
República Eslovaca	0,9	2,3	3,0	1,5	0,7	1,6	2,4	2,7	2,9	14,2	13,9	13,6
Eslovenia	-1,1	0,3	0,9	1,6	1,2	1,6	6,5	6,1	5,8	10,1	10,4	10,0
Luxemburgo	2,0	2,1	1,9	1,7	1,6	1,8	6,7	6,7	5,5	6,8	7,1	6,9
Letonia	4,1	3,8	4,4	0,0	1,5	2,5	-0,8	-1,6	-1,9	11,9	10,7	10,1
Estonia	0,8	2,4	3,2	3,5	3,2	2,8	-1,0	-1,3	-1,5	8,6	8,5	8,4
Chipre ⁶	-6,0	-4,8	0,9	0,4	0,4	1,4	-1,5	0,1	0,3	16,0	19,2	18,4
Malta	2,4	1,8	1,8	1,0	1,2	2,6	0,9	1,4	1,4	6,5	6,3	6,2
Reino Unido ⁵	1,8	2,9	2,5	2,6	1,9	1,9	-3,3	-2,7	-2,2	7,6	6,9	6,6
Suecia	1,5	2,8	2,6	0,0	0,4	1,6	5,9	6,1	6,2	8,0	8,0	7,7
Suiza	2,0	2,1	2,2	-0,2	0,2	0,5	9,6	9,9	9,8	3,2	3,2	3,0
República Checa	-0,9	1,9	2,0	1,4	1,0	1,9	-1,0	-0,5	-0,5	7,0	6,7	6,3
Noruega	0,8	1,8	1,9	2,1	2,0	2,0	10,6	10,2	9,2	3,5	3,5	3,5
Dinamarca	0,4	1,5	1,7	0,8	1,5	1,8	6,6	6,3	6,3	7,0	6,8	6,7
Islandia	2,9	2,7	3,1	3,9	2,9	3,4	0,4	0,8	-0,2	4,4	3,7	3,7
San Marino	-3,2	0,0	2,2	1,3	1,0	1,2	...	...	...	8,0	8,2	7,8
Economías emergentes y en desarrollo⁷	2,8	2,4	2,9	4,1	4,0	4,1	-3,9	-3,6	-3,8	...	...	...
Turquía	4,3	2,3	3,1	7,5	7,8	6,5	-7,9	-6,3	-6,0	9,7	10,2	10,6
Polonia	1,6	3,1	3,3	0,9	1,5	2,4	-1,8	-2,5	-3,0	10,3	10,2	10,0
Rumania	3,5	2,2	2,5	4,0	2,2	3,1	-1,1	-1,7	-2,2	7,3	7,2	7,0
Hungría	1,1	2,0	1,7	1,7	0,9	3,0	3,1	2,7	2,2	10,2	9,4	9,2
Bulgaria ⁵	0,9	1,6	2,5	0,4	-0,4	0,9	2,1	-0,4	-2,1	13,0	12,5	11,9
Serbia	2,5	1,0	1,5	7,7	4,0	4,0	-5,0	-4,8	-4,6	21,0	21,6	22,0
Croacia	-1,0	-0,6	0,4	2,2	0,5	1,1	1,2	1,5	1,1	16,5	16,8	17,1
Lituania ⁵	3,3	3,3	3,5	1,2	1,0	1,8	0,8	-0,2	-0,6	11,8	10,8	10,5

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Puede consultarse una lista completa de los períodos de referencia para cada país en el cuadro F del apéndice estadístico.

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.

⁴Excluye Letonia. Saldo 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.

⁶El crecimiento del PIB real y saldo en cuenta corriente de 2013 corresponden a estimaciones del personal técnico realizadas en el momento del tercer examen del programa y están sujetos a revisión.

⁷Incluye Albania, Bosnia y Herzegovina, Kosovo, Montenegro y la ex República Yugoslava de Macedonia.

que ya estaban bastante por debajo del nivel fijado como meta por el Banco Central Europeo (BCE) (gráfico 2.3).

- Con la reforma bancaria y el desapalancamiento del sector privado aún pendientes, la fragmentación

financiera, pese a estar disminuyendo, continúa entorpeciendo la transmisión monetaria. En los países sometidos a tensiones, el sector privado se enfrenta a elevadas tasas activas y una contracción del crédito.

- Pese a importantes reformas en varios países, persisten las preocupaciones a más largo plazo en torno a la productividad y la competitividad.

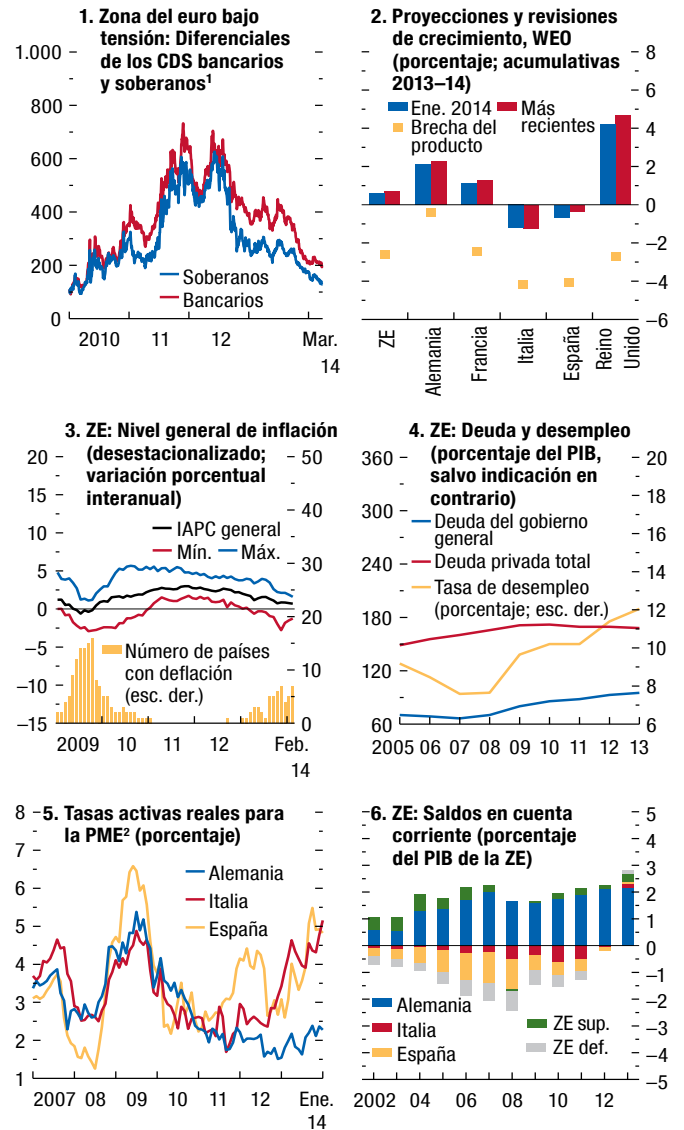
Se prevé que la recuperación en la zona del euro continuará en 2014 (cuadro 2.2), con un pronóstico de crecimiento de 1,2%, que tiene en cuenta la reducción del freno fiscal, expectativas de mejora de las condiciones de crédito y una demanda externa más vigorosa. A mediano plazo se proyecta un crecimiento de 1½% en la zona del euro. Se prevé que las persistentes brechas del producto —salvo en el caso de Alemania— moderarán la inflación a menos de 1¼% en 2014–15, bastante por debajo de la meta cercana a 2% fijada por el BCE para el futuro previsible.

Otras economías avanzadas registraron un crecimiento más fuerte, pero su durabilidad no está en absoluto asegurada. El crecimiento ha repuntado con más vigor de lo previsto en el Reino Unido gracias a las condiciones de crédito más favorables y un aumento de la confianza. Sin embargo, la recuperación ha sido desigual, y la inversión empresarial y las exportaciones aún son decepcionantes. Suiza recuperó el ímpetu gracias a la demanda interna, y el tope mínimo fijado para el tipo de cambio ha contenido la deflación. Suecia se vio reprimida por un nivel continuamente alto de desempleo, una corona fuerte y debilidades estructurales en el mercado laboral, aunque para este año se pronostica un repunte de la actividad impulsado por una demanda externa más fuerte.

Pese a una reactivación del crecimiento, predominan los riesgos a la baja. La recuperación en la zona del euro podría descarrilarse si vuelven a surgir tensiones financieras debido al estancamiento de las iniciativas de políticas. El desempleo elevado podría dar lugar a la fatiga de la reforma, incertidumbre política y una reversión de las políticas, lo cual pondría en peligro los avances logrados en base a mucho esfuerzo. Los shocks externos —condiciones financieras más restrictivas en Estados Unidos, contagio financiero y perturbaciones en el comercio debidas a acontecimientos geopolíticos y crecimiento inferior al previsto en los mercados emergentes— podrían perjudicar el crecimiento y la estabilidad. Por ejemplo, un shock externo que implique nuevos resultados desalentadores de crecimiento en las economías de mercados emergentes, si se materializa, podría propagarse a la zona del euro dados los considerables vínculos comerciales, y al Reino Unido a través de los vínculos financieros (véase la sección especial sobre los efectos de contagio en este capítulo). En un plano

Gráfico 2.3. Economías avanzadas de Europa: De la recesión a la recuperación

Los mercados financieros en las economías avanzadas de Europa han mostrado dinamismo gracias a la moderación de los riesgos extremos y la reanudación del crecimiento. Las brechas del producto, no obstante, siguen siendo amplias, debido a un bajo nivel de inflación, muy inferior a la meta a mediano plazo fijada por el BCE. Las tasas de desempleo son persistentemente altas, y los niveles de endeudamiento están al alza. Persiste la fragmentación financiera. Los saldos en cuenta corriente han mejorado asimétricamente, observándose persistentes superávits en algunas economías del núcleo.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Banco Central Europeo (BCE); Eurostat; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Zona del euro (ZE) = Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal, República Eslovaca. Zona del euro bajo tensión = España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal. CDS = Swaps de incumplimiento crediticio; IAPC = Índice armonizado de precios al consumidor; PME = Pequeña y mediana empresa; ZE def. = Otras economías deficitarias de la zona del euro; ZE sup. = Otras economías superavitarias de la zona del euro.

¹Los diferenciales de los CDS bancarios y soberanos a cinco años están expresados en puntos básicos y ponderados según los activos totales y la deuda bruta del gobierno general, respectivamente. Los datos abarcan hasta el 24 de marzo de 2014. Se incluyen todos los países de la zona del euro bajo tensión, excepto Grecia.

²Instituciones monetarias y financieras que ofrecen a las empresas préstamos a 1–5 años por una cantidad menor a €1 millón.

más positivo, una actitud empresarial más sólida de lo previsto podría reactivar la inversión y el crecimiento.

Un riesgo crítico para la actividad es el nivel muy bajo de inflación en las economías avanzadas. En la zona del euro, una inflación que se sitúe por debajo del nivel fijado como meta por un período prolongado podría desanclar las expectativas inflacionarias a más largo plazo y complicar la tarea de recuperación en las economías que soportan tensiones, en las cuales aumentarían la carga real de la deuda y las tasas de interés real.

La prioridad consiste en sentar las bases para un crecimiento más fuerte y duradero y abordar el problema de la baja inflación sin descuidar la estabilidad financiera. La combinación de políticas es compleja e interdependiente, y abarca las políticas fiscales y monetarias, la reforma y reestructuración del sector financiero y las reformas estructurales.

- Las políticas macroeconómicas deben seguir siendo acomodaticias. En la zona del euro es necesario apoyar más la demanda. Se precisa una mayor distensión monetaria ya sea para mejorar las perspectivas de que se alcance el objetivo de estabilidad de precios del BCE, consistente en mantener la inflación en un nivel inferior pero cercano a 2%, como para apoyar la demanda. Estas medidas podrían incluir nuevos recortes de las tasas y financiamiento bancario focalizado a más largo plazo (posiblemente a las pequeñas y medianas empresas). En términos generales, la orientación fiscal neutra para 2014 es adecuada, pero podrían justificarse medidas de apoyo fiscal en los países con margen para la aplicación de políticas en caso de que persistiera un crecimiento flojo y de que se agotaran las opciones de política monetaria. En el Reino Unido, la política monetaria debe seguir siendo acomodaticia, y es por eso que son positivas las recientes modificaciones del marco de la orientación avanzada efectuadas por el Banco de Inglaterra. De forma similar, los esfuerzos del gobierno para elevar el gasto de capital sin sobrepasar la dotación fiscal a mediano plazo deberían ayudar a afianzar la recuperación y el crecimiento a largo plazo. En Suecia, la política monetaria de apoyo y la orientación fiscal en general neutra siguen siendo adecuadas.
- Sanear los balances de los bancos y completar la unión bancaria son dos tareas críticas para restablecer la confianza y el crédito en la zona del euro (véase el capítulo 1). A tales efectos, es esencial que el examen sobre la calidad de los activos y las pruebas de tensión se realicen adecuadamente, utilizando

en forma mancomunada sólidos mecanismos de respaldo para desvincular las entidades soberanas de los bancos y un mecanismo único de resolución para garantizar una reconstrucción bancaria oportuna y al costo más bajo posible. El Reino Unido debería seguir trabajando para afianzar un sector financiero sólido, cerciorarse de que las pruebas de tensión estén bien coordinadas con las que realiza la Autoridad Bancaria Europea y evitar cualquier acumulación de factores de vulnerabilidad financiera, como los derivados de una escalada de precios de la vivienda. Suecia debe seguir mejorando la capitalización y liquidez de los bancos y adoptar medidas del lado de la demanda para contener el crecimiento del crédito de los hogares. Suiza debe cerciorarse de que los bancos de importancia sistémica del país reduzcan el apalancamiento.

- Pese a los avances, aún es necesario incrementar el producto potencial y reducir los desequilibrios dentro de la zona del euro mejorando la productividad y la inversión. Serían necesarias reformas estructurales para crear mercados laborales flexibles y mercados de productos y servicios competitivos, facilitar el ingreso y la salida de empresas y simplificar los sistemas tributarios. La reducción de los superávits en cuenta corriente, que son persistentemente elevados, tendría repercusiones positivas en toda la zona del euro; por ejemplo, una mayor inversión pública podría reducir el superávit en cuenta corriente de Alemania y al mismo tiempo promover el crecimiento tanto en ese país como en la región. La implementación focalizada de la Directiva de Servicios de la Unión Europea (UE) crearía apertura en las profesiones protegidas. Un proceso más flexible de formación de sueldos ayudaría a abordar el alto desempleo en Suecia, sobre todo en los grupos vulnerables.

Economías emergentes y en desarrollo de Europa: La recuperación se afianza, pero persisten las vulnerabilidades

El crecimiento se desaceleró en las economías emergentes y en desarrollo de Europa en el segundo semestre de 2013 ya que la región tuvo que enfrentar cuantiosas salidas de capitales. Pese a las repercusiones positivas derivadas de las economías avanzadas de Europa, se prevé que la recuperación se moderará levemente en 2014. Las fragilidades en la zona del euro, un cierto endurecimiento de las políticas internas, la creciente volatilidad en los mercados financieros y la agudización de los riesgos geopolíticos derivados de

los acontecimientos en Ucrania plantean importantes riesgos a la baja. Las políticas orientadas a elevar el producto potencial siguen siendo una prioridad para la región.

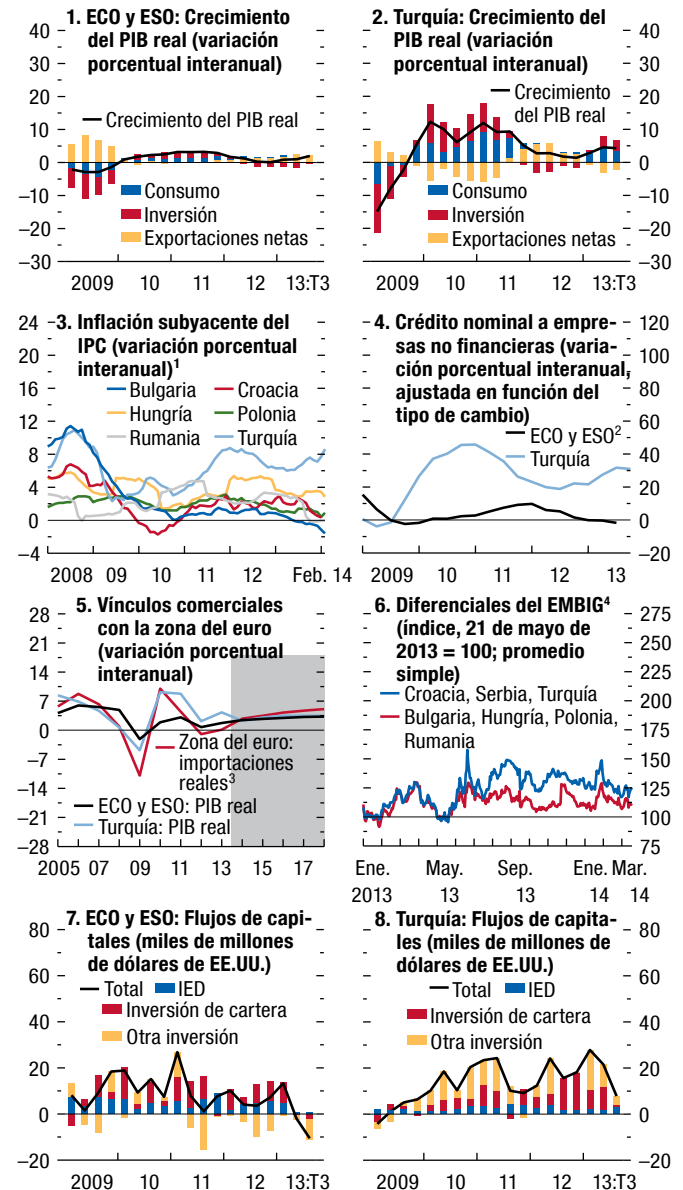
En 2013 la recuperación económica en las economías emergentes de Europa siguió estando impulsada por la demanda externa, excepto en Turquía y los países bálticos, donde el motor del crecimiento fue el consumo privado. El mayor consumo privado se debió principalmente a políticas macroeconómicas procíclicas en el caso de Turquía, mientras que en los países bálticos obedeció a las mejores condiciones del mercado laboral. Tras una mejora inicial, la volatilidad en el mercado financiero ha recrudescido desde comienzos del otoño en la mayoría de los países. Como resultado, la región, con la excepción de Turquía, experimentó salidas de capitales (gráfico 2.4).

Se prevé que el crecimiento más fuerte en la zona del euro impulsará la actividad en la mayoría de las economías emergentes y en desarrollo de Europa. Sin embargo, en 2014 el crecimiento de la región en general será ligeramente más débil que en 2013, sobre todo debido a Turquía, país cuya economía está en una etapa mucho más avanzada del ciclo que otros países de la región (cuadro 2.2).

- Pese a una mejora proyectada de las exportaciones netas, se prevé que el crecimiento en Turquía se debilitará de 4,3% en 2013 a 2,3% en 2014, principalmente como consecuencia de una acusada desaceleración del consumo privado provocada por medidas macroprudenciales, el considerable ajuste del tipo de cambio y las subidas de las tasas de interés. La inversión pública probablemente permanezca en línea con las metas presupuestarias fijadas para 2014.
- Según los pronósticos, el crecimiento de Hungría y Polonia se afianzará pasando de 1,1% y 1,6% en 2013 a 2,0% y 3,1% en 2014, respectivamente. En ambas economías ese afianzamiento está basado en un repunte de la demanda interna, apoyado por una distensión monetaria, mejoras en el mercado laboral y mayores fondos de la UE, que se prevé estimularán la inversión pública. En Hungría, las vulnerabilidades externas, pese a estar disminuyendo, aún son elevadas y podrían frenar el crecimiento.
- Al igual que el año pasado, el repunte del crecimiento en Europa sudoriental se situará en un nivel moderado de alrededor de 1,9% en 2014, principalmente debido a la mejora de la demanda externa. La demanda interna en unos pocos países se beneficiará del gasto de la UE. No obstante, la demanda

Gráfico 2.4. Economías emergentes y en desarrollo de Europa: La recuperación se afianza, pero con vulnerabilidades

El crecimiento se desaceleró en las economías emergentes y en desarrollo de Europa en 2013, conforme la región hizo frente a mayores salidas de capitales, condiciones monetarias más restrictivas y creciente volatilidad en los mercados financieros.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; CEIC Data Management; Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: Europa central y oriental (ECO) y Europa sudoriental (ESO) comprenden, conforme a la disponibilidad de datos, Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Montenegro, Polonia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Rumania y Serbia. Todos los agregados de grupos de países están ponderados en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo, salvo indicación en contrario. IPC = Índice de precios al consumidor; EMBIG = Índice Global de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; IED = Inversión extranjera directa.

¹Los datos abarcan hasta febrero de 2014, excepto en el caso de Croacia (enero de 2014).

²Los datos abarcan hasta el tercer trimestre de 2013.

³Excluye Letonia.

⁴Los datos abarcan hasta el 25 de marzo de 2014.

seguirá estando contenida por el lento progreso en la resolución de los préstamos en mora, el desempleo persistente y la necesidad de consolidación fiscal en algunos países.

Según las previsiones, la inflación disminuirá o permanecerá en niveles moderados en la mayoría de los países de la región. La inflación subyacente es baja en varios países y ha estado disminuyendo en Bulgaria, Croacia y Rumania, debido, entre otros factores, a la brecha del producto, que aún es negativa, la demanda interna deprimida, el flojo crédito bancario y la evolución negativa de los precios externos (gráfico 2.4). Sin embargo, para las economías emergentes de Europa los riesgos de deflación son bajos en vista de que la demanda interna se está afianzando y se están disipando ciertos factores excepcionales.

La demora de la recuperación en la zona del euro y el recrudecimiento de la volatilidad en los mercados financieros, ya sea por acontecimientos geopolíticos o por el inicio del repliegue de la Reserva Federal, son los principales riesgos a la baja en toda la región. El crecimiento regional está estrechamente correlacionado con el crecimiento en la zona del euro, y en vista de los fuertes vínculos financieros, la zona del euro sigue siendo la principal fuente de shocks para las economías emergentes y en desarrollo de Europa. Dadas las fuertes reducciones en la inversión de cartera, las entradas brutas de capitales a Europa central y sudoriental dieron un drástico vuelco a terreno negativo en el tercer trimestre de 2013 y disminuyeron en forma importante en el caso de Turquía (gráfico 2.4). Las rápidas salidas de capitales se convertirán en un riesgo si vuelve a aumentar la volatilidad en los mercados financieros, con consecuencias negativas para el financiamiento de déficits fiscales, que aún son cuantiosos en muchos países, y déficits externos en algunos otros casos. Además, una nueva escalada de riesgos geopolíticos relacionados con Ucrania podría tener importantes repercusiones negativas para la región por vía de los canales financieros y de comercio. Por último, la incertidumbre relacionada con la resolución de las hipotecas denominadas en moneda extranjera en Hungría, la reestructuración financiera y de las empresas en Eslovenia y el logro de la necesaria disciplina fiscal en Serbia también ensombrecen las perspectivas para estos países.

Siguen siendo prioritarias las políticas orientadas a elevar el crecimiento potencial, como por ejemplo abordando el problema del alto desempleo estructural, avanzando en la resolución de la abultada cartera de préstamos en mora y mejorando la función del sector

de bienes transables. El bajo crecimiento obedece sobre todo a las rigideces estructurales en muchos países, aunque las brechas negativas del producto en la mayoría de los países de la región también dejan entrever debilidades cíclicas. Sin embargo, solo unos pocos países disponen de margen de maniobra para aplicar políticas: en la mayoría de los países el nivel ya bajo de las tasas de política monetaria y el riesgo de una renovada turbulencia financiera reducen el margen para distender aún más la política monetaria. Al mismo tiempo, los elevados niveles de deuda pública y de los déficits fiscales generales destacan la necesidad de llevar a cabo la consolidación en varios países, la cual habrá de lograrse en gran medida recortando el gasto.

Asia: Recuperación sostenida

Con la excepción de Japón, el crecimiento en Asia repuntó en el segundo semestre de 2013 gracias a la recuperación de las exportaciones y a una robusta demanda interna. Los riesgos mundiales a la baja aún son significativos y son especialmente pertinentes para las economías que se han visto debilitadas por factores de vulnerabilidades internas y externas. Además, las vulnerabilidades propias de China siguen aumentando, en especial las derivadas del crecimiento del crédito. Las prioridades en materia de política varían en la región, y mientras ciertas economías aplican políticas más restrictivas, otras aún están en condiciones de apoyar el crecimiento. Las reformas del lado de la oferta mejorarían la capacidad de recuperación y las perspectivas de crecimiento.

La actividad económica en Asia se volvió más dinámica en el segundo semestre de 2013 con la aceleración de las exportaciones a las economías avanzadas. La demanda interna ha sido sólida, y las ventas al por menor han sido buenas en gran parte del continente. Las exportaciones, particularmente a Estados Unidos y la zona del euro, han cobrado impulso. En Japón, si bien el consumo privado y el gasto público siguieron siendo robustos, el PIB se desaceleró en el segundo semestre de 2013 a causa de una lenta recuperación de las exportaciones y un aumento de la demanda de importaciones debido a un nivel elevado y sostenido de importaciones de energía y una fuerte demanda interna (véase el capítulo 1). Los países con políticas y fundamentos económicos firmes pudieron hacer frente a las presiones registradas a mediados de 2013 y comienzos de 2014 derivadas de la desaceleración de los flujos de capitales, y muchos países emergentes de Asia evitaron verse perjudi-

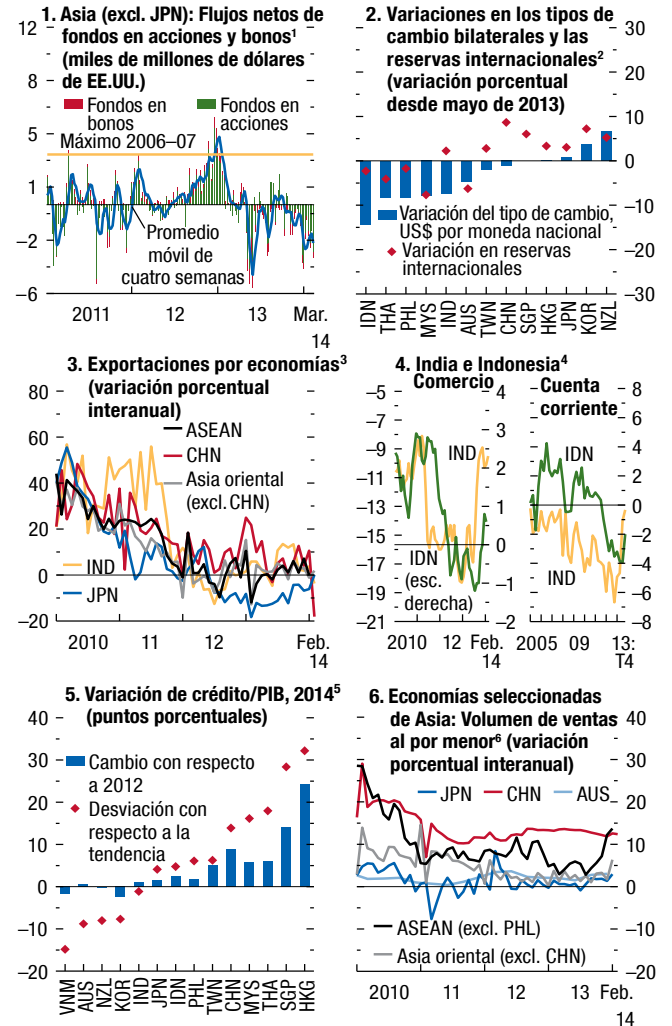
cados y salieron fortalecidos. Pese a la mayor volatilidad, las condiciones financieras siguen siendo laxas, en parte porque las monedas, al ser más débiles, están proporcionando cierto contrapeso (gráfico 2.5).

Para las economías de Asia en su conjunto, se prevé que el crecimiento se acelerará moderadamente, de 5,2% en 2013 a alrededor de 5,5% en 2014 y 2015 (cuadro 2.3). Las mejores perspectivas para las economías avanzadas, junto con tipos de cambio más competitivos en algunos casos, ayudarán a fomentar las exportaciones. La demanda interna seguirá estando respaldada por la solidez de los mercados laborales y un crecimiento del crédito que aún es dinámico. Se prevé que las políticas seguirán siendo acomodaticias, aunque en unos pocos casos (India, Indonesia) las subidas de las tasas de interés por un lado atenuarán los factores de vulnerabilidad, pero por el otro lado podrían frenar el crecimiento. En Japón, la consolidación fiscal representará un lastre para la economía. Con el cierre de la brecha del producto se prevé que la inflación aumentará ligeramente, pero permanecerá en niveles en general bajos en toda la región. Las principales excepciones son India e Indonesia, cuyas elevadas tasas de inflación deberían seguir moderándose.

- Se prevé que en *Japón* el crecimiento del PIB se moderará a aproximadamente 1,4% en 2014 debido al lastre de la política fiscal en la actividad. Según las previsiones, el efecto positivo de las medidas de estímulo recientemente aprobadas se verá más que neutralizado por el impacto negativo del aumento del impuesto al consumo y el repliegue del gasto en reconstrucción y de las anteriores medidas de estímulo. El apoyo monetario garantizará que las condiciones financieras sigan siendo acomodaticias, y la inflación aumentará temporalmente a 2¾% este año como consecuencia del aumento del impuesto al consumo (véase el capítulo 1).
- En *Corea*, la economía debería seguir recuperándose, con una aceleración del crecimiento a 3,7% en 2014. El crecimiento más vigoroso estará impulsado principalmente por las exportaciones, que repuntarán con la mejora de la demanda de los socios comerciales. La demanda interna también debería repuntar, gracias al estímulo fiscal y la orientación monetaria acomodaticia aplicados anteriormente así como también a las continuas condiciones favorables en el mercado laboral.
- En *Australia* se prevé que el crecimiento permanecerá en general estable en un nivel de 2,6% en 2014 mientras continúa la desaceleración de la inversión

Gráfico 2.5. Asia: Recuperación sostenida

La actividad en Asia repuntó en el segundo semestre de 2013 gracias a una recuperación de las exportaciones propiciada por una demanda más fuerte de las economías avanzadas. Dado que la demanda interna sigue siendo robusta, se proyecta que el crecimiento aumentará a 5,5% en 2014 a medida que prosiga la recuperación de la demanda externa.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; CEIC; Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Asia = Australia (AUS), China (CHN), Corea (KOR), Filipinas (PHL), India (IND), Indonesia (IDN), Malasia (MYS), Nueva Zelandia (NZL), provincia china de Taiwan (TWN), RAE de Hong Kong (HKG), Singapur (SGP), Tailandia (THA), Vietnam (VNM). ASEAN = Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (IDN, MYS, PHL, SGP, THA). Asia oriental = Incluye CHN, HKG, KOR y TWN. JPN = Japón. Los agregados de grupos de países están ponderados en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo.
¹Los datos incluyen los flujos de fondos negociados en bolsa y los flujos de fondos comunes de inversión, y abarcan hasta el 19 de marzo de 2014.
²Los datos del tipo de cambio son de marzo de 2014; los datos sobre las reservas son de febrero de 2014 excepto en los casos de NZL (enero de 2014) y CHN (diciembre de 2013).
³Los datos de la ASEAN abarcan hasta enero de 2013.
⁴Los datos de balance comercial se expresan como promedios móviles de tres meses, y para IDN abarcan hasta enero de 2014. Los datos sobre el saldo en cuenta corriente se expresan como porcentaje del PIB.
⁵Datos mensuales disponibles más recientemente. La tendencia se calcula usando un filtro Hodrick-Prescott a lo largo del período 2000-12.
⁶AUS, CHN, JPN y ASEAN (excluido PHL). En el caso de AUS los datos abarcan hasta diciembre de 2013; para JPN, Asia oriental (excluido CHN) y ASEAN (excluido PHL) los datos abarcan hasta enero de 2014. A los datos trimestrales de AUS se les aplica una interpolación lineal.

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Asia	5,2	5,4	5,6	3,5	3,9	3,7	1,4	1,6	1,6	...	...	...
Economías avanzadas	2,1	2,3	2,2	1,1	2,4	2,2	2,0	2,1	2,0	4,0	4,0	4,0
Japón	1,5	1,4	1,0	0,4	2,8	1,7	0,7	1,2	1,3	4,0	3,9	3,9
Corea ⁴	2,8	3,7	3,8	1,3	1,8	3,0	5,8	4,4	3,5	3,1	3,1	3,1
Australia	2,4	2,6	2,7	2,4	2,3	2,4	-2,9	-2,6	-2,8	5,7	6,2	6,2
Taiwan, provincia china de	2,1	3,1	3,9	0,8	1,4	2,0	11,7	11,7	10,9	4,2	4,2	4,1
Hong Kong, RAE de	2,9	3,7	3,8	4,3	4,0	3,8	3,1	3,3	3,9	3,1	3,1	3,1
Singapur	4,1	3,6	3,6	2,4	2,3	2,6	18,4	17,7	17,1	1,9	2,0	2,1
Nueva Zelandia	2,4	3,3	3,0	1,1	2,2	2,2	-4,2	-4,9	-5,4	6,1	5,2	4,7
Economías emergentes y en desarrollo	6,5	6,7	6,8	4,5	4,5	4,3	1,1	1,2	1,4	...	...	...
China	7,7	7,5	7,3	2,6	3,0	3,0	2,1	2,2	2,4	4,1	4,1	4,1
India	4,4	5,4	6,4	9,5	8,0	7,5	-2,0	-2,4	-2,5	...	...	...
ASEAN-5	5,2	4,9	5,4	4,4	4,7	4,4	0,1	0,3	0,3	...	...	...
Indonesia	5,8	5,4	5,8	6,4	6,3	5,5	-3,3	-3,0	-2,7	6,3	6,1	5,8
Tailandia	2,9	2,5	3,8	2,2	2,3	2,1	-0,7	0,2	0,3	0,7	0,7	0,8
Malasia	4,7	5,2	5,0	2,1	3,3	3,9	3,8	4,0	4,0	3,1	3,0	3,0
Filipinas	7,2	6,5	6,5	2,9	4,4	3,6	3,5	3,2	2,6	7,1	6,9	6,8
Vietnam	5,4	5,6	5,7	6,6	6,3	6,2	6,6	4,3	3,5	4,4	4,4	4,4
Otras economías emergentes y en desarrollo de Asia⁵	6,2	6,7	7,1	6,8	6,6	6,4	-2,1	-1,4	-1,2	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia ⁶	6,5	6,7	6,8	4,5	4,4	4,2	1,2	1,3	1,4	...	...	...

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Puede consultarse una lista completa de los períodos de referencia para cada país en el cuadro F del apéndice estadístico.

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.

⁴El año de referencia de la serie del PIB real de Corea es 2005. Esto no refleja las cuentas nacionales revisadas que fueron divulgadas el 26 de marzo de 2014, después de concluida la preparación de *Perspectivas de la economía mundial* para su publicación. Estas revisiones integrales incluyen la adopción del *Sistema de Cuentas Nacionales 2008* y la actualización del año de referencia a 2010. Como resultado de estas revisiones, el crecimiento del PIB real de 2013 se revisó al alza, de 2,8% a 3%.

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

⁶Las economías emergentes de Asia comprenden las economías de ASEAN-5, China e India.

relacionada con la minería. En *Nueva Zelandia*, el crecimiento debería repuntar a 3,3%, con la ayuda del gasto en reconstrucción.

- En *China*, el crecimiento se recuperó en cierta medida en el segundo semestre de 2013 y debería conservar el ímpetu este año, moderándose tan solo marginalmente a 7,5% dado que se siguen aplicando políticas acomodaticias. El anuncio del plan de reforma del gobierno ha mejorado la actitud, pero los avances para reequilibrar la economía aún no se consolidan (véase el recuadro 1.2). Se espera que las reformas fiscales hagan más eficiente el sistema tributario; y las reformas financieras que están en curso deberían mejorar la asignación de capital y la eficiencia de la inversión, aunque podrían dar lugar a cierta volatilidad a corto plazo en los mercados de capitales chinos (véase el capítulo 1). Si bien se prevé

que las perspectivas de inflación seguirán siendo benignas, la preocupación acerca de una inversión excesiva y la calidad del crédito implica que se debe seguir retirando el apoyo monetario a la economía mediante un crecimiento más lento del crédito y un aumento de los costos reales de endeudamiento.

- Se prevé que el crecimiento de *India* se recuperará, de 4,4% en 2013 a 5,4% en 2014, gracias al impulso del crecimiento mundial que es ligeramente más fuerte, la mejora de la competitividad de las exportaciones y la ejecución de proyectos de inversión recientemente aprobados. El repunte de las exportaciones en los últimos meses y las medidas para restringir las importaciones de oro han contribuido a reducir el déficit en cuenta corriente. Las medidas de política para reforzar los flujos de capitales han ayudado aún más a reducir las vulnerabili-

dades externas. El crecimiento, aunque permanecerá por debajo de su nivel tendencial, se espera que en general se afiance gracias a las políticas a favor de la inversión y a un aumento de la confianza resultante de las medidas de política adoptadas recientemente. La inflación de precios al consumidor seguirá siendo un desafío importante, pero debería continuar en una trayectoria descendente.

- Las economías de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) seguirán evolucionando en forma desigual. Se proyecta que el crecimiento de *Indonesia* se desacelerará este año debido a que se moderó la actitud de los inversionistas y que los mayores costos de endeudamiento serán un lastre para la economía interna, aunque la depreciación de la moneda desde mediados de 2013 debería dar un impulso a las exportaciones. En *Tailandia*, las perspectivas a corto plazo aún están ensombrecidas por la situación política; la economía está desacelerándose conforme se debilita la demanda privada y se postergan los planes de inversión pública. Sin embargo, *Malasia* y *Filipinas* se encuentran en una trayectoria más positiva, y se prevé que el crecimiento seguirá siendo robusto en ambos países.
- En el caso de las economías en desarrollo de Asia, las perspectivas económicas en su mayoría apuntan a que continuará un crecimiento sólido con un cierto beneficio adicional proveniente de la recuperación en curso del comercio mundial. Sin embargo, se prevé que la demanda interna en *Bangladesh* se recuperará en 2014 gracias a la normalización de la actividad tras un año de perturbaciones políticas. Además, los desequilibrios macroeconómicos relacionados con el rápido crecimiento del crédito y los elevados déficits en cuenta corriente en la *República Democrática Popular Lao* y *Mongolia* son un riesgo permanente.

Aunque persisten inquietudes vinculadas al entorno externo, Asia también se enfrenta a varios riesgos internos idiosincrásicos. En general, el año que viene la región tendrá que abordar tres cuestiones generales (véase el capítulo 1) que están por encima de los riesgos de carácter más idiosincrásico derivados de tensiones e incertidumbres políticas en varios países (por ejemplo, Tailandia):

- *Condiciones financieras mundiales más restrictivas:* A medida que mejore el crecimiento en Estados Unidos, Asia tendrá que adaptarse a un aumento constante de la prima por plazo a escala mundial. Las economías con fundamentos económicos más

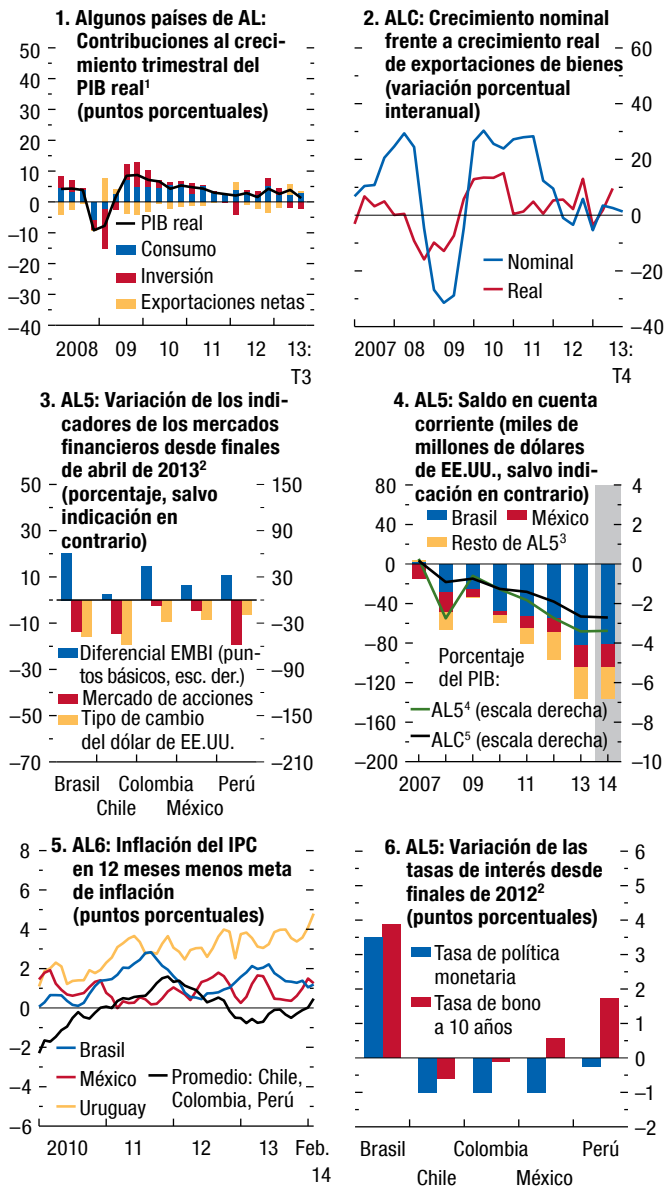
débiles y que dependen más de las finanzas y el comercio mundiales tenderán a ser las más afectadas. En algunos casos, el impacto podría verse amplificado por vulnerabilidades financieras internas derivadas del apalancamiento en las empresas o los hogares, lo cual incidiría negativamente en los balances de los bancos.

- *Menor eficacia de la Abeconomía:* En Japón, las medidas de política podrían fomentar el crecimiento menos de lo previsto si no consiguen elevar las expectativas inflacionarias, los sueldos nominales, las exportaciones y la inversión privada. Un crecimiento más lento podría tener importantes efectos de contagio negativos para las economías que mantienen estrechos vínculos comerciales y de inversión extranjera directa con Japón, como *Indonesia* y *Tailandia*, sobre todo si retorna el riesgo de deflación.
- *Una desaceleración imprevistamente drástica y vulnerabilidades en el sector financiero en China:* Una desaceleración más acentuada de lo previsto en China —debida a la implementación de reformas estructurales, por ejemplo— tendría importantes efectos de contagio en el resto de la región, especialmente en las economías vinculadas a la cadena regional de suministro y a los países exportadores de materias primas. A corto plazo, es poco probable que se produzca una crisis financiera, pero recientemente el rápido crecimiento del crédito y el aumento de la banca paralela implican que podrían seguir surgiendo noticias sobre problemas de crédito en los fideicomisos o problemas potenciales de servicio de la deuda en los gobiernos locales. Estos problemas podrían desencadenar una reacción adversa en los mercados financieros tanto en China como a nivel mundial, pero también podrían mejorar la valoración del riesgo y por lo tanto tendrían su lado positivo.

Además de abordar las vulnerabilidades a corto plazo, Asia debería seguir impulsando reformas estructurales para mejorar las perspectivas a mediano plazo. En general, las reformas deberían centrarse en eliminar obstáculos estructurales al crecimiento en India y en todas las economías de la ASEAN mediante una mayor inversión pública y privada (particularmente en infraestructura). En China, las reformas para liberalizar el sistema financiero y elevar el costo del capital serán fundamentales para mejorar la asignación de crédito y fomentar el crecimiento de la productividad. En Japón se necesitan reformas estructurales para lograr un repunte sostenible del crecimiento y para asestar un golpe más duradero a la deflación.

Gráfico 2.6. América Latina y el Caribe: Crecimiento atenuado

El crecimiento en América Latina y el Caribe continuó desacelerándose en 2013 en un contexto de desempeño atenuado de las exportaciones y una continua desaceleración de la inversión. Se prevé que en el transcurso del año la actividad seguirá avanzando a ritmo lento, y una renovada turbulencia en los mercados financieros plantea un riesgo a la baja, sobre todo para las economías con importantes necesidades de financiamiento externo o debilidades en sus políticas internas.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe; AL6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay; AL5 = AL6 menos Uruguay; EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; IPC = Índice de precios al consumidor.

¹En el caso de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Paraguay y Perú, los datos se ponderan en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo.

²Datos al 24 de marzo de 2014.

³Promedio simple para Chile, Colombia y Perú.

⁴Promedio simple.

⁵Datos ponderados en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo.

América Latina y el Caribe: Crecimiento atenuado

Se prevé que la actividad económica en América Latina y el Caribe permanecerá relativamente atenuada en 2014.

La recuperación en las economías avanzadas debería generar efectos comerciales positivos, pero estos probablemente se verán contrarrestados por los precios más bajos de las materias primas, las condiciones financieras más restrictivas y las obstrucciones en la oferta en algunos países.

El crecimiento en el Caribe aún está restringido por los elevados niveles de deuda y una débil competitividad. Las autoridades tienen que centrar su atención en apuntalar los saldos fiscales, abordar las fragilidades financieras que pudieran surgir e impulsar reformas estructurales en pro del crecimiento para aliviar las restricciones en la oferta.

La actividad económica en toda la región de América Latina y el Caribe permaneció relativamente atenuada el año pasado. Se estima que el crecimiento en todo el año 2013 fue de 2¾%, es decir, bastante inferior a las tasas observadas en años anteriores (gráfico 2.6). La escasa inversión y la demanda moderada de las exportaciones de la región refrenaron la actividad, al igual que lo hicieron los cuellos de botella de la oferta cada vez más restrictivos en varias economías. Los países con fundamentos económicos sólidos en general se vieron menos afectados por las presiones del mercado registradas a mediados de 2013 y comienzos de 2014 (véase el capítulo 1). No obstante, la actividad en la mayoría de los mercados de divisas, acciones y bonos en toda América Latina y el Caribe sigue estando por debajo de los niveles de hace 12 meses, debido a condiciones externas más restrictivas y una reevaluación de las perspectivas a mediano plazo.

Según las proyecciones, el crecimiento regional permanecerá atenuado en 2014 en un nivel de 2½%. Se prevé que la recuperación en las economías avanzadas generará efectos comerciales positivos, pero que estos probablemente se verán contrarrestados por el impacto de los precios más bajos de las materias primas, las condiciones financieras más restrictivas y las restricciones de la oferta en algunas economías. Sin embargo, las perspectivas varían considerablemente en las diferentes partes de la región (cuadro 2.4):

- Se prevé que en *México* el crecimiento repuntará a 3% este año, después de haber registrado una tasa inesperadamente débil de 1,1% en 2013. Varios de los vientos en contra que frenaban la actividad han amainado, con una reorientación de la política fiscal hacia

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
América del Norte	1,8	2,8	3,0	1,6	1,6	1,8	-2,3	-2,2	-2,5	...	...	...
Estados Unidos ⁴	1,9	2,8	3,0	1,5	1,4	1,6	-2,3	-2,2	-2,6	7,4	6,4	6,2
Canadá	2,0	2,3	2,4	1,0	1,5	1,9	-3,2	-2,6	-2,5	7,1	7,0	6,9
México	1,1	3,0	3,5	3,8	4,0	3,5	-1,8	-1,9	-2,0	4,9	4,5	4,3
América del Sur⁴	3,2	2,3	2,7	8,1	...	...	-2,7	-2,8	-2,9	...	...	...
Brasil	2,3	1,8	2,7	6,2	5,9	5,5	-3,6	-3,6	-3,7	5,4	5,6	5,8
Argentina ^{5,6}	4,3	0,5	1,0	10,6	...	...	-0,9	-0,5	-0,5	7,1	7,6	7,6
Colombia	4,3	4,5	4,5	2,0	1,9	2,9	-3,3	-3,3	-3,2	9,7	9,3	9,0
Venezuela	1,0	-0,5	-1,0	40,7	50,7	38,0	2,7	2,4	1,8	9,2	11,2	13,3
Perú	5,0	5,5	5,8	2,8	2,5	2,1	-4,9	-4,8	-4,4	7,5	6,0	6,0
Chile	4,2	3,6	4,1	1,8	3,5	2,9	-3,4	-3,3	-2,8	5,9	6,1	6,2
Ecuador	4,2	4,2	3,5	2,7	2,8	2,6	-1,5	-2,4	-3,1	4,7	5,0	5,0
Bolivia	6,8	5,1	5,0	5,7	6,8	5,3	3,7	3,7	2,4	6,4	6,3	6,2
Uruguay	4,2	2,8	3,0	8,6	8,3	8,0	-5,9	-5,5	-5,2	6,3	6,8	6,9
Paraguay	13,0	4,8	4,5	2,7	4,7	5,0	0,9	-0,9	-1,6	5,4	5,5	5,5
América Central⁷	4,0	4,0	4,0	4,2	3,8	4,4	-6,9	-6,5	-6,2	...	...	...
El Caribe⁸	2,8	3,3	3,3	5,0	4,4	4,5	-3,7	-3,2	-3,2	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe ⁹	2,7	2,5	3,0	6,8	...	...	-2,7	-2,7	-2,8	...	...	...
Excluido Argentina	2,5	2,8	3,2	6,4	6,8	5,9	-2,8	-2,9	-3,0	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental ¹⁰	0,5	1,4	1,8	1,0	1,2	1,8	-17,6	-17,1	-16,7	...	...	...

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Puede consultarse una lista completa de los períodos de referencia para cada país en el cuadro F del apéndice estadístico.

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. Véase la nota 6 sobre precios de consumo.

⁵Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados. Sin embargo, el FMI ha emitido una declaración de censura y ha solicitado a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales sobre el PBI. Otras fuentes de datos han mostrado un crecimiento real significativamente más bajo que el que indican los datos oficiales desde 2008. En este contexto, el FMI también está usando otras estimaciones del crecimiento del PBI a los efectos de la supervisión de la evolución macroeconómica en Argentina.

⁶Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados. A partir de enero de 2014, los datos de precios al consumidor reflejan el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), que difiere sustancialmente del anterior IPC (el IPC del Gran Buenos Aires, IPC-GBA). Dadas las diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología, los datos del IPCNU no pueden compararse directamente con los datos del anterior IPC-GBA. Debido a este corte estructural en los datos, en la edición de abril de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* no se presentan los pronósticos del personal técnico sobre la inflación del IPC. Tras una declaración de censura emitida por el FMI el 1 de febrero de 2013, la divulgación pública de un nuevo IPC nacional a más tardar a fines de marzo de 2014 fue una de las medidas especificadas en la decisión del Directorio Ejecutivo del FMI de diciembre de 2013 en la que se solicitaba a Argentina que abordara la calidad de los datos oficiales de su IPC. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar este tema conforme al calendario especificado en diciembre de 2013 y en consonancia con los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

⁷América Central comprende Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

⁸El Caribe comprende Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Dominica, Granada, Haití, Jamaica, la República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía y Trinidad y Tabago.

⁹América Latina y el Caribe incluye México y las economías del Caribe, América Central y América del Sur.

¹⁰La Unión Monetaria del Caribe Oriental comprende Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía así como Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

una tendencia más acomodaticia y una reactivación de la demanda de Estados Unidos. Los pronósticos indican que el nivel general de inflación permanecerá cercano al extremo superior del rango de la meta de inflación a corto plazo, como consecuencia de los efectos excepcionales de ciertas medidas tributarias. No obstante, la inflación subyacente y las expectativas inflacionarias permanecerán bien ancladas. Más a futuro, las actuales reformas económicas en México, en particular en los sectores de energía y telecomuni-

caciones, permiten presagiar un mayor crecimiento potencial a mediano plazo.

- Se prevé que la economía de *Brasil* seguirá avanzando a un ritmo lento, y que el crecimiento se desacelerará a 1,8% en 2014. La actividad se ve reprimida por las restricciones de la oferta interna, sobre todo en infraestructura, y también porque la inversión privada sigue registrando un flojo crecimiento debido a la pérdida de competitividad y a un bajo nivel de confianza de las empresas. Se prevé que

la inflación permanecerá en el tramo superior de la meta oficial, ya que la capacidad ociosa es limitada y la reciente depreciación del *real* mantendrá las presiones de precios. La combinación de políticas ha estado sesgada hacia la austeridad monetaria en el último año, y se prevé que la política fiscal (incluidos los préstamos con fines de política) conservará en general una orientación neutra en 2014.

- Entre las otras economías financieramente integradas, el pronóstico es que *Colombia* y *Perú* seguirán expandiéndose a ritmos bastante rápidos. En *Chile* se proyecta que la actividad se moderará en cierta medida porque el crecimiento de la inversión privada está desacelerándose marcadamente, inclusive en el sector minero. En los tres países, el consumo interno sigue siendo dinámico, gracias a tasas de desempleo que se encuentran en mínimos sin precedentes y a un sólido crecimiento de los salarios reales. Sin embargo, se proyecta que las presiones de precios seguirán contenidas.
- Se prevé que la actividad en *Argentina* y *Venezuela* se desacelerará marcadamente en 2014, aunque las perspectivas están sujetas a un alto grado de incertidumbre. Las políticas macroeconómicas que han sido continuamente expansivas han dado lugar a un alto nivel de inflación y a una disminución de las reservas oficiales de divisas. La brecha entre los tipos de cambio oficial y de mercado sigue siendo amplia en ambos países, y ha seguido creciendo en Venezuela. Las medidas administrativas adoptadas para gestionar los desequilibrios internos y externos, entre ellas los controles de los precios, los tipos de cambio y el comercio, están refrenando aún más la confianza y la actividad. Recientemente, ambos países ajustaron sus tipos de cambio, y Argentina elevó las tasas de interés, pero se precisan modificaciones más importantes de las políticas para evitar un ajuste desordenado.
- La economía de *Bolivia* se expandió vigorosamente el año pasado y se prevé que permanecerá por encima de su nivel potencial en 2014, impulsada por un marcado aumento de las exportaciones de hidrocarburos y por políticas macroeconómicas acomodaticias. El crecimiento en *Paraguay* también repuntó en 2013 con la recuperación del sector agrícola tras una fuerte sequía.
- En *América Central* se proyecta que el crecimiento en general no registrará cambios y permanecerá en 4,0%, ya que el estímulo derivado del repunte de la actividad económica en Estados Unidos está siendo

contrarrestado por el endurecimiento de la política fiscal en algunos países, los efectos de una enfermedad en la producción de café, un menor financiamiento procedente de Venezuela y otros factores específicos de cada país.

- El *Caribe* continúa enfrentándose a un difícil entorno económico, caracterizado por un bajo crecimiento, un alto nivel de endeudamiento y fragilidades financieras. No obstante, en las economías que dependen del turismo se prevé una recuperación moderada de la actividad este año conforme se afiancen los flujos procedentes de ese rubro.

Los riesgos para las perspectivas siguen siendo considerables. Por el lado positivo, un repunte más fuerte de lo previsto del crecimiento en Estados Unidos podría impulsar las exportaciones de la región, aunque las repercusiones comerciales positivas se concentrarían en México y unos pocos países de América Central y el Caribe. Por el lado negativo, un aumento imprevistamente rápido de las tasas de interés en Estados Unidos podría generar nuevos vientos en contra en el ámbito financiero, sobre todo si los flujos de capitales cambian de sentido abruptamente. Además, nuevas presiones a la baja sobre los precios de las materias primas causadas por una desaceleración inesperadamente pronunciada de la inversión en China u otros factores serían un lastre para los países exportadores de materias primas de la región.

En este contexto, las autoridades en toda América Latina y el Caribe deben centrar la atención en mejorar los fundamentos económicos internos para reducir la vulnerabilidad de sus economías a shocks externos. Una reducción gradual de los niveles de déficit público y deuda pública sigue siendo la estrategia adecuada para los países con importantes desequilibrios fiscales, así como para los que tienen una capacidad ociosa limitada y elevados déficits en cuenta corriente externa. Asimismo, para apuntalar la confianza de los inversionistas se necesitan nuevas mejoras en la transparencia y credibilidad de los marcos fiscales. En ese sentido, es crítico garantizar una sólida supervisión prudencial del sector financiero y abordar anticipadamente las fragilidades que podrían surgir si las tasas de interés subieran drásticamente o si el crecimiento se desacelerara aún más.

La flexibilidad cambiaria ya ha ayudado a los países a adaptarse a la turbulencia registrada en los mercados financieros el año pasado y debería seguir siendo un amortiguador importante en el caso de un recrudescimiento de la volatilidad. Mientras tanto, en las economías con baja inflación y expectativas inflacio-

narias ancladas, la distensión de la política monetaria sigue siendo la primera línea de defensa frente a una nueva desaceleración del crecimiento. En los países con persistentes presiones inflacionarias, las cuales podrían exacerbarse si el tipo de cambio se depreciara más, tanto la política monetaria como la fiscal deben centrarse en anclar las expectativas de inflación.

Las reformas estructurales para elevar la productividad y afianzar la competitividad también son cruciales. Ante todo, la región tiene que invertir más, y de manera más eficaz, en infraestructura y capital humano; abordar los obstáculos que impiden una mayor participación de la fuerza laboral en el sector formal, y mejorar el entorno empresarial y regulatorio.

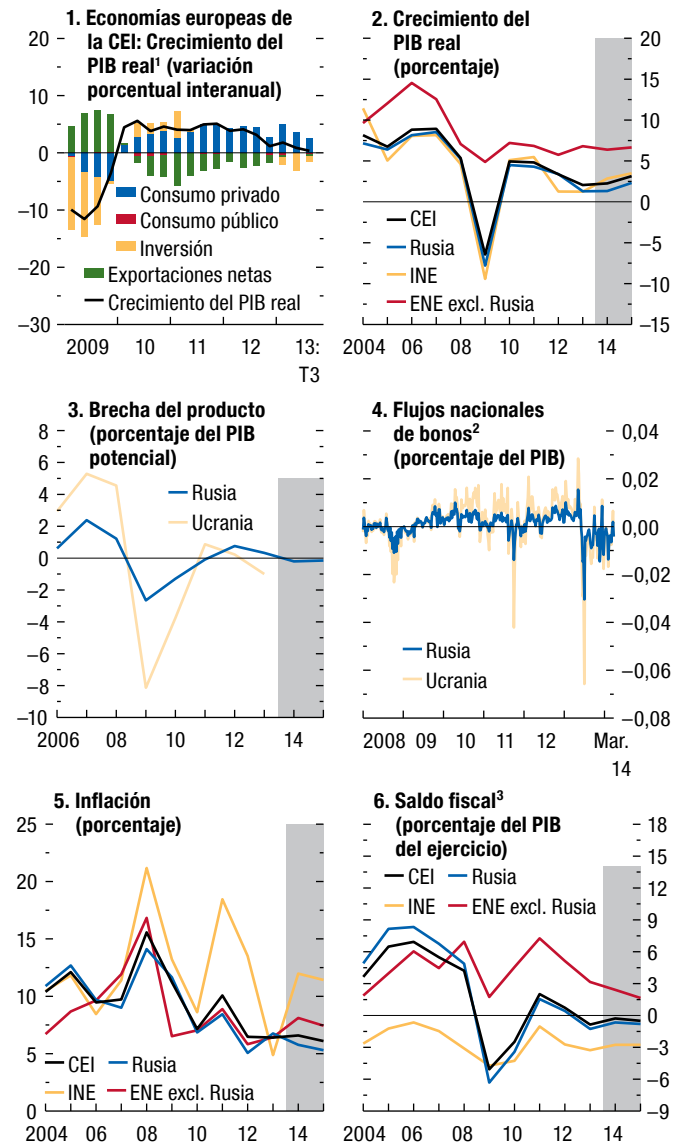
Comunidad de Estados Independientes: Perspectivas moderadas

El crecimiento en la Comunidad de Estados Independientes (CEI) sigue siendo moderado pese al dinamismo del consumo, y las razones son la debilidad de la inversión, las tensiones políticas y la incertidumbre en torno a las políticas en ciertos casos. Las tensiones geopolíticas están sembrando interrogantes en parte de la región. En cambio, en la región del Cáucaso y Asia central (CAC) el crecimiento es vigoroso. Las políticas han de centrarse en la ejecución de las reformas y el fomento de la inversión para elevar el crecimiento potencial, mientras que en algunos países es prioritario corregir los graves desequilibrios.

El crecimiento en las economías europeas de la CEI siguió moderándose en el segundo semestre de 2013, y a comienzos de 2014 sufrió una nueva desaceleración debido a tensiones geopolíticas (gráfico 2.7). El crecimiento en Rusia siguió deprimido durante 2013. Pese a un consumo dinámico, la actividad estuvo restringida por la escasez de la inversión y la lenta recuperación mundial. En el cuarto trimestre de 2013, gracias a las abundantes cosechas y la capacidad de recuperación del consumo privado, Ucrania logró salir de la recesión, pero han persistido grandes desequilibrios internos y externos. La volatilidad de los flujos de capitales aumentó drásticamente a partir del tercer trimestre a medida que creció la preocupación en torno al repliegue de la Reserva Federal. A comienzos de 2014, la turbulencia política interna y la toma de Crimea por parte de Rusia incidieron negativamente en la economía de Ucrania y desencadenaron olas de contagio en toda la región. Las perspectivas a corto plazo para Rusia, que ya se habían debilitado, se vieron aún más

Gráfico 2.7. Comunidad de Estados Independientes: Perspectivas moderadas

El crecimiento en la Comunidad de Estados Independientes (CEI) ha seguido disminuyendo debido a una mayor desaceleración en Rusia y a la débil demanda externa en las otras economías, y los flujos de capitales a la región se han contraído. Las políticas deben centrarse en implementar reformas más firmes para elevar el crecimiento potencial y, en algunos países, corregir desequilibrios graves.



Fuentes: EPFR Global/Haver Analytics; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Exportadores netos de energía (ENE) = Azerbaiyán, Kazajistán, Rusia, Turkmenistán, Uzbekistán. Importadores netos de energía (INE) = Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán, Ucrania. Todos los agregados de grupos de países están ponderados en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo. Las proyecciones no incluyen Ucrania debido a la crisis actual.

¹Las economías europeas de la CEI abarcan Belarús, Moldova, Rusia y Ucrania.

²Los datos abarcan hasta el 18 de marzo de 2014.

³El saldo fiscal del gobierno general se refiere al préstamo/endeudamiento neto, excepto en los INE, en los que se refiere al saldo global.

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Comunidad de Estados Independientes (CEI)	2,1	2,3	3,1	6,4	6,6	6,1	0,7	1,9	1,5	...	...	...
Exportadores netos de energía	2,2	2,2	3,1	6,7	6,2	5,7	1,9	2,5	1,9	...	...	...
Rusia	1,3	1,3	2,3	6,8	5,8	5,3	1,6	2,1	1,6	5,5	6,2	6,2
Kazajstán	6,0	5,7	6,1	5,8	9,2	7,5	0,1	1,9	2,0	5,2	5,2	5,2
Uzbekistán	8,0	7,0	6,5	11,2	11,0	11,0	1,7	2,2	1,9	...	...	...
Azerbaiyán	5,8	5,0	4,6	2,4	3,5	4,0	19,7	15,0	9,9	6,0	6,0	6,0
Turkmenistán	10,2	10,7	12,5	6,6	5,7	6,0	-3,3	-1,1	1,3	...	...	...
Importadores netos de energía	1,2	2,8	3,5	4,9	12,0	11,4	-8,9	-9,0	-7,5	...	...	...
Ucrania ⁴	0,0	...	...	-0,3	...	...	-9,2	...	...	7,4	...	...
Belarús	0,9	1,6	2,5	18,3	16,8	15,8	-9,8	-10,0	-7,8	0,6	0,6	0,6
Georgia ⁵	3,2	5,0	5,0	-0,5	4,0	4,6	-6,1	-7,9	-7,3	...	...	...
Armenia	3,2	4,3	4,5	5,8	5,0	4,0	-8,4	-7,2	-6,8	18,5	18,0	17,9
Tayikistán	7,4	6,2	5,7	5,0	5,4	5,9	-1,9	-2,1	-2,3	...	...	...
República Kirguisa	10,5	4,4	4,9	6,6	6,1	6,6	-12,6	-15,5	-14,3	7,6	7,6	7,5
Moldova	8,9	3,5	4,5	4,6	5,5	5,9	-4,8	-5,9	-6,4	5,2	5,6	5,3
<i>Partidas informativas</i>												
Cáucaso y Asia central ⁶	6,6	6,2	6,4	6,0	7,7	7,1	2,6	3,0	2,4	...	...	...
Países de bajo ingreso de la CEI ⁷	7,1	6,0	5,8	7,7	8,3	8,4	-2,2	-2,3	-2,2	...	...	...
Exportadores netos de energía, excluido Rusia	6,8	6,4	6,7	6,4	8,1	7,4	3,6	4,2	3,4	...	...	...

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Puede consultarse una lista completa de los períodos de referencia para cada país en el cuadro F del apéndice estadístico.

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.

⁴Se excluyen las proyecciones para Ucrania debido a la crisis en curso.

⁵Georgia, que no pertenece a la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitud de estructura económica.

⁶Incluye Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazajstán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán.

⁷Las economías de bajo ingreso de la CEI comprenden Armenia, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán y Uzbekistán.

afectadas por estas tensiones geopolíticas. Con el rublo sometido a presiones a la baja debido a la intensificación de las salidas de capitales, el banco central retornó temporalmente a la discrecionalidad y amplió su intervención en el tipo de cambio. El crecimiento en la región del CAC aumentó aproximadamente 1 punto porcentual, a alrededor de 6½% en 2013, pese a la desaceleración en Rusia, uno de los principales socios comerciales de la región.

El crecimiento en las economías europeas de la CEI seguirá siendo flojo, en tanto que en la región del CAC las perspectivas a corto plazo hacen prever una desaceleración a 6,2% en 2014 (cuadro 2.5).

- Según las proyecciones, el crecimiento del PIB en Rusia se situará en un nivel moderado de 1,3% en 2014. Las secuelas de la turbulencia financiera en los mercados emergentes y las tensiones geopolíticas relacionadas con Ucrania son un lastre que se suma a la actividad, que ya de por sí es floja.

- En *Ucrania*, el producto probablemente se contraerá significativamente conforme los graves shocks económicos y políticos hagan mella en la inversión y el consumo. Hacia finales de 2014, la recuperación de las exportaciones netas y la inversión deberían reactivar un crecimiento moderado.
- El crecimiento de *Belarús* permanecerá en un deslucido 1,6% en 2014. En *Moldova*, el crecimiento del PIB se moderará a 3½% en 2014, debido sobre todo a la desaceleración que se prevé en el sector agrícola.
- Pese al debilitamiento temporal del crecimiento de la producción petrolera en *Kazajstán*, y al estancamiento de las exportaciones de oro de la *República Kirguisa*, la actividad económica en la región del CAC estará apoyada, en *Armenia* y *Georgia*, por el afianzamiento de la demanda externa y la recuperación de la demanda interna resultantes de la aplicación de políticas fiscales expansivas, y en *Turkmenistán*, por las mayores exportaciones de

hidrocarburos resultantes de las ampliaciones de su capacidad productiva llevadas a cabo en el pasado.

La inflación permanecerá en general estable en un nivel de aproximadamente 6% en 2014, pero seguirá siendo alta en algunas economías (cuadro 2.5). En Rusia, la inflación en 2013 superó el rango fijado como meta debido en parte a un alza temporal en los precios de los alimentos y la depreciación del rublo, y en 2014 probablemente permanecerá en un nivel superior al punto medio fijado como meta. En Kazajistán, la reciente devaluación del tenge agravará la presión inflacionaria este año. La inflación disminuyó en Belarús, pero con las políticas actuales seguirá siendo de dos dígitos, mientras que en la mayoría de los países de la región del CAC se prevé que permanecerá dentro de las metas fijadas por los bancos centrales. En Georgia, según las proyecciones, la inflación se acercará a la meta de 5% en 2015, a causa del repunte de la demanda interna y una cierta depreciación reciente de la moneda. En Uzbekistán persistirá una inflación de dos dígitos debido a los aumentos en los precios administrados, una depreciación de la moneda y un fuerte crecimiento del crédito.

La balanza de riesgos continúa inclinándose a la baja en vista de las crecientes incertidumbres geopolíticas tras la toma de Crimea por parte de Rusia, las condiciones financieras más restrictivas y la volatilidad de los flujos de capitales. El endurecimiento de las sanciones y contrasanciones podría afectar los flujos de comercio y los activos financieros. El contagio podría propagarse por canales reales (comercio, remesas) y financieros (valoración de activos, bancos). Aun si no se les aplican sanciones, el menor crecimiento en Rusia y Ucrania podría tener un impacto significativo en las economías vecinas a mediano plazo. Los precios más bajos de las materias primas (véase la sección especial sobre las materias primas en el capítulo 1) retardarían la recuperación en Ucrania y perjudicarían el crecimiento en Rusia y los países exportadores de hidrocarburos de la región del CAC. Sin embargo, los países con cuantiosas reservas de activos externos se verían menos afectados. El crecimiento en los países importadores de petróleo de la región del CAC también se moderaría si las perspectivas de crecimiento en los mercados emergentes se revisaran a la baja, con efectos negativos en el comercio, las remesas y el financiamiento de proyectos, sobre todo si se tienen en cuenta los limitados amortiguadores externos y fiscales. Una desaceleración en Rusia debida a condiciones inestables en el país afectaría a la región del CAC a través de canales reales y financieros,

particularmente si el suministro de energía sufre perturbaciones y si suben los precios del petróleo y el gas. Por el lado positivo, una recuperación más vigorosa en las economías avanzadas podría mantener los precios del petróleo y el gas en niveles altos, beneficiando a los exportadores de petróleo y gas y a los importadores de materias primas a través de una recuperación en Rusia más fuerte de la prevista.

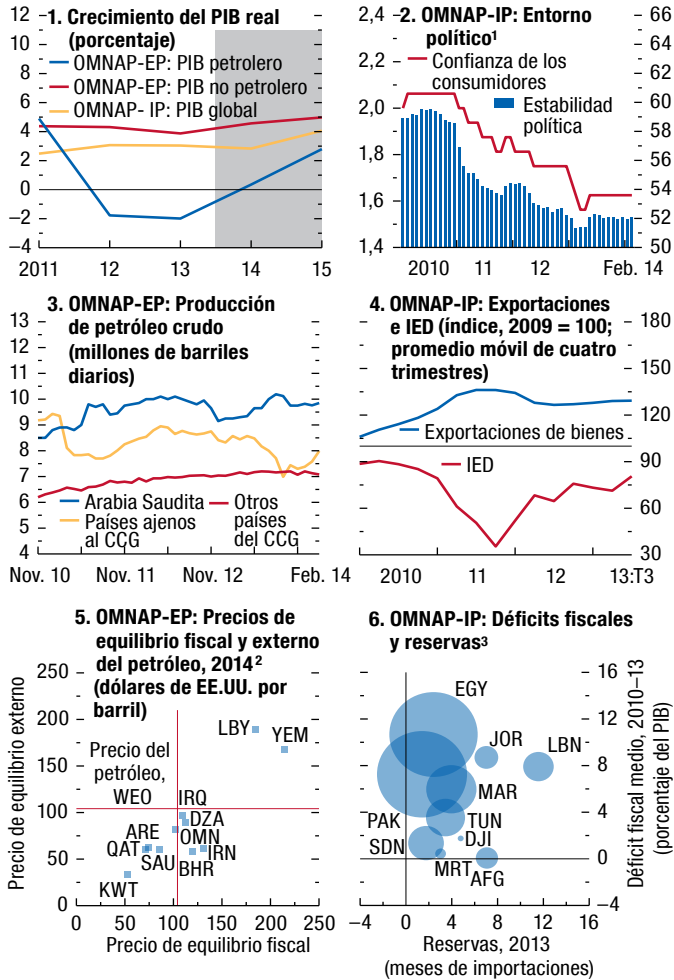
Las políticas deben apuntar a preservar la estabilidad macroeconómica y fomentar el crecimiento potencial con reformas de gran alcance. Para gestionar los efectos potenciales de la turbulencia financiera en los mercados emergentes y las tensiones geopolíticas, Rusia debe seguir recurriendo a la flexibilidad del tipo de cambio para facilitar los ajustes y al mismo tiempo debe evitar la volatilidad excesiva, mantener la política monetaria centrada en anclar la inflación y seguir aplicando una política fiscal estructural de orientación neutra al tiempo que permite la activación de los estabilizadores automáticos. La consolidación fiscal y la reducción de las pérdidas cuasifiscales en el sector de energía son cruciales para la estabilización económica en Ucrania. Si bien el apoyo financiero de Rusia podría brindar a Belarús cierto margen de maniobra a corto plazo, a fin de reducir los desequilibrios se deben tomar sin demora medidas para moderar el crecimiento de los salarios y el crédito y para incrementar la flexibilidad cambiaria. Sin dejar de lado su compromiso de consolidación a mediano plazo, Armenia y Georgia tienen previsto proporcionar cierto estímulo fiscal en 2014. Toda la región necesita asimismo aplicar reformas estructurales para mejorar el clima empresarial, diversificar la economía y reforzar la competitividad externa a fin de que el crecimiento sea firme y duradero y se torne más inclusivo en los próximos años.

Oriente Medio y Norte de África: ¿Punto de inflexión?

El crecimiento fue tenue en toda la región de Oriente Medio y Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP) en 2013, donde las mermas en la producción de petróleo y el débil crecimiento de la inversión privada en un contexto de continuos conflictos y transiciones de orden político neutralizaron los aumentos del gasto público. La actividad económica se afianzará en 2014–15 a medida que mejore el crecimiento de las exportaciones con la recuperación de los socios comerciales y que se acelere la inversión pública y privada. Sin embargo, la frágil confianza, el alto desempleo, la escasa

Gráfico 2.8. Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: ¿Punto de inflexión?

El crecimiento fue tenue en toda la región de Oriente Medio y Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP) en 2013, dado que el elevado gasto público se vio contrarrestado por reducciones en la oferta de petróleo y débiles exportaciones no petroleras en medio de una continua agitación sociopolítica. Sin embargo, una dinámica activa no petrolera gracias a un fuerte gasto público y la recuperación de la producción petrolera deberían acelerar la actividad este año.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics*; Agencia Internacional de Energía; autoridades nacionales; PRS Group, Inc., *International Country Risk Guide*, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: Países exportadores de petróleo de OMNAP (OMNAP-EP) = Arabia Saudita (SAU), Argelia (DZA), Bahrein (BHR), Emiratos Árabes Unidos (UAE), Irán (IRN), Iraq (IRQ), Kuwait (KWT), Libia (LBY), Omán (OMN), Qatar (QAT) y Yemen (YMN); países importadores de petróleo de OMNAP (OMNAP-IP) = Afganistán (AFG), Djibouti (DJI), Egipto (EGY), Jordania (JOR), Líbano (LBN), Marruecos (MAR), Mauritania (MRT), Pakistán (PAK), Siria (SYR), Sudán (SDN) y Túnez (TUN). IED = Inversión extranjera directa; CCG = Consejo de Cooperación del Golfo. Los datos a partir de 2011 excluyen Siria. Los agregados de grupos de países del panel 1 y las exportaciones de bienes del panel 4 se ponderan en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo; promedios simples en el panel 2 (excluidos AFG, DJI y MRT); sumas en el panel 3, e IED (EGY, MAR, PAK y TUN) en el panel 4.

¹Confianza de los consumidores en la escala izquierda y estabilidad política en la escala derecha. Los valores más altos de la calificación de la confianza del consumidor (estabilidad política) significan una mayor confianza del consumidor (estabilidad política).

²Los precios en los que el presupuesto del gobierno y la cuenta corriente están en equilibrio, respectivamente. Los datos de YEM son de 2013.

³El tamaño de la burbuja se calcula en función del PIB de 2013 de cada país ponderado por la paridad del poder adquisitivo.

competitividad y, en muchos casos, los cuantiosos déficits públicos seguirán siendo un lastre para las perspectivas económicas de la región. Los riesgos se inclinan a la baja en vista del lento avance de las reformas durante las complejas transiciones políticas. Las reformas para elevar y diversificar el producto potencial y mejorar la competitividad y la capacidad de recuperación son esenciales para lograr un crecimiento sostenible e inclusivo y para crear empleo.

Economías exportadoras de petróleo

En los países exportadores de petróleo de OMNAP, la actividad económica se moderó en 2013 a alrededor de 2%, es decir, menos de la mitad de la tasa de crecimiento registrada en años recientes. El crecimiento en las economías no petroleras estuvo apoyado por una sostenida inversión pública en infraestructura y por la expansión del crédito privado. No obstante, la floja demanda mundial de petróleo, la mayor oferta de petróleo de Estados Unidos y las perturbaciones regionales en el suministro de petróleo —sobre todo en Libia, donde una ola de inestabilidad redujo la producción de crudo a aproximadamente un tercio de la capacidad— desaceleraron el crecimiento de los sectores petroleros (gráfico 2.8; véase también la sección especial sobre las materias primas en el capítulo 1).

Se prevé que, conforme la producción de petróleo se estabilice junto con el fortalecimiento de la actividad mundial y un nivel sostenido de consumo e inversión, el crecimiento total del PIB aumentará a alrededor de 3½% en 2014 (cuadro 2.6). En los Emiratos Árabes Unidos, donde los precios inmobiliarios están subiendo a un ritmo acelerado, la adjudicación de la Exposición Universal de 2020 ha reforzado aún más las perspectivas de crecimiento. De igual forma, Qatar ha puesto en marcha un amplio programa de inversión pública para impulsar la diversificación económica y preparar al país para la Copa Mundial de la Federación Internacional de Fútbol en 2022.

Se prevé que, al moderarse los precios de los alimentos, la inflación se verá contenida en menos de 5% en la mayoría de los países exportadores de petróleo. Una notable excepción es el caso de la República Islámica del Irán, que está experimentando estanflación pese a ciertas mejoras recientes de las perspectivas gracias a un relajamiento temporal de algunas sanciones internacionales.

La caída del ingreso petrolero ya está provocando la disminución de los superávits fiscales, a 2,6% en 2014, pese al retiro del estímulo fiscal puesto en marcha por

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Oriente Medio y Norte de África	2,2	3,2	4,5	10,5	8,4	8,3	10,3	8,7	6,6	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	2,0	3,4	4,6	11,3	8,4	8,3	14,1	11,9	9,7	...	...	...
Irán	-1,7	1,5	2,3	35,2	23,0	22,0	8,1	5,2	2,8	12,9	14,0	14,6
Arabia Saudita	3,8	4,1	4,2	3,5	3,0	3,2	17,4	15,8	13,3	5,5	...	...
Argelia	2,7	4,3	4,1	3,3	4,0	4,0	0,4	0,5	-1,3	9,8	9,4	9,0
Emiratos Árabes Unidos	4,8	4,4	4,2	1,1	2,2	2,5	14,9	13,3	12,4	...	...	...
Qatar	6,1	5,9	7,1	3,1	3,6	3,5	29,2	25,4	20,5	...	...	...
Kuwait	0,8	2,6	3,0	2,7	3,4	4,0	38,8	37,4	34,2	2,1	2,1	2,1
Iraq	4,2	5,9	6,7	1,9	1,9	3,0	0,0	1,0	1,2	...	...	...
Importadores de petróleo⁵	2,7	2,7	4,2	7,9	8,5	8,2	-6,4	-5,5	-6,4	...	...	...
Egipto	2,1	2,3	4,1	6,9	10,7	11,2	-2,1	-1,3	-4,6	13,0	13,0	13,1
Marruecos	4,5	3,9	4,9	1,9	2,5	2,5	-7,4	-6,6	-5,8	9,2	9,1	9,0
Túnez	2,7	3,0	4,5	6,1	5,5	5,0	-8,4	-6,7	-5,7	16,7	16,0	15,0
Sudán	3,4	2,7	4,6	36,5	20,4	14,3	-10,6	-8,2	-7,1	9,6	8,4	8,0
Líbano	1,0	1,0	2,5	3,2	2,0	2,0	-16,2	-15,8	-13,9	...	...	...
Jordania	3,3	3,5	4,0	5,5	3,0	2,4	-11,1	-12,9	-9,3	12,2	12,2	12,2
<i>Partidas informativas</i>												
Oriente Medio, Norte de África,												
Afganistán y Pakistán	2,4	3,2	4,4	10,1	8,5	8,3	9,5	8,0	6,1	...	...	...
Pakistán	3,6	3,1	3,7	7,4	8,8	9,0	-1,0	-0,9	-1,0	6,7	6,9	7,2
Afganistán	3,6	3,2	4,5	7,4	6,1	5,5	2,8	3,3	-0,3	...	...	...
Israel ⁶	3,3	3,2	3,4	1,5	1,6	2,0	2,5	1,4	1,7	6,4	6,7	6,5
Magreb ⁷	2,0	2,9	7,5	3,3	3,9	4,0	-3,2	-6,1	-5,8	...	...	...
Mashreq ⁸	2,1	2,2	3,9	6,4	9,3	9,7	-4,7	-4,3	-6,1	...	...	...

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Puede consultarse una lista completa de los períodos de referencia para cada país en el cuadro F del apéndice estadístico.

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye Bahrein, Libia, Omán y Yemen.

⁵Incluye Djibouti y Mauritania. Excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política.

⁶Israel, que no es miembro de la región, se incluye por razones geográficas. Cabe notar que Israel no se incluye en los agregados regionales.

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

⁸El Mashreq comprende Egipto, Jordania y Líbano. Excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política.

muchos países durante la recesión mundial y la Primavera Árabe. Se prevé asimismo que los cuantiosos superávits en cuenta corriente se reducirán debido a los menores ingresos petroleros (cuadro 2.6). Si bien en los últimos años los saldos fiscales han estado debilitándose en las economías del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG), la mayoría de dichas economías aún cuentan con reservas importantes para enfrentar fuertes shocks de precios del petróleo, siempre que estos sean de corta duración.

Los riesgos para las perspectivas a corto plazo de los países exportadores de petróleo han disminuido. El reciente acuerdo transitorio entre los países del P5+1 e Irán ha aliviado las tensiones geopolíticas, y ahora parece ser más limitada la posibilidad de que surjan nuevamente importantes perturbaciones en el suministro de petróleo en otros países ajenos al CCG. Los precios del

petróleo y la producción del CCG están expuestos a riesgos a la baja que emanan del crecimiento inesperadamente rápido de la oferta de petróleo de Estados Unidos y del continuo riesgo de que disminuya la demanda mundial de crudo en forma más pronunciada de la prevista, debido a una desaceleración en los mercados emergentes o en las economías avanzadas. Las prioridades en materia de política siguen enfocadas en diversificar estas economías para reducir su dependencia del petróleo, incrementar las oportunidades de empleo en el sector privado para los ciudadanos y reforzar la capacidad de recuperación frente a los shocks. Son cruciales las reformas para fomentar el espíritu de empresa, acompañadas de una moderación de los salarios y el empleo públicos. La política fiscal tiene que gestionar las presiones de la demanda, preservar la riqueza para las futuras generaciones

y garantizar un gasto de capital público eficiente. La reducción de los subsidios a la energía, que en la actualidad van desde 4% hasta 12½% del PIB, contendría el consumo de energía y liberaría recursos para un gasto social focalizado y para ayudar a financiar la inversión pública. La eliminación de los subsidios debe ser gradual y requerirá una estrategia eficaz de comunicación que permita ampliar el respaldo público y reducir el riesgo de que se reviertan las políticas.

Economías importadoras de petróleo

En 2013, tres años después de la Primavera Árabe, la recuperación en los países importadores de petróleo de OMNAP siguió siendo lenta. La incertidumbre derivada de las transiciones políticas y el malestar social, así como del lastre que suponen los problemas estructurales no resueltos, siguió minando la confianza y frenando la actividad económica. Pese a las políticas fiscales y monetarias de apoyo, el crecimiento ha rondado el 3% desde 2011, es decir, la mitad de la tasa necesaria para reducir el alto y persistente desempleo de la región y para mejorar las condiciones de vida.

Las perspectivas apuntan a que la recuperación seguirá siendo lenta, con un crecimiento que girará en torno al 3% en 2014 antes de aumentar a 4% en 2015. El crecimiento de las exportaciones se afianzará paulatinamente a medida que se recupere la demanda interna en los socios comerciales, en particular en Europa. Las reformas puestas en marcha recientemente para aliviar las restricciones de la oferta y reforzar la competitividad deberían también ayudar a mejorar la confianza, lo cual fomentará la actividad y la inversión extranjera directa. Sin embargo, la demanda interna permanecerá deprimida debido a la continua incertidumbre en materia de políticas. En algunos países, el estímulo fiscal será reemplazado por un leve freno fiscal, ya que la consolidación es necesaria para detener la erosión de las reservas fiscales y externas. La inflación aumentará ligeramente a 8,5% debido a las presiones al alza derivadas de las eliminaciones graduales de los subsidios, que se verán contrarrestadas por una disminución de los precios mundiales de las materias primas (cuadro 2.6).

Más allá de estas tendencias generales, las perspectivas específicas para los países son las siguientes:

- En *Egipto* se prevé que, en términos generales, el crecimiento en 2014 será igual al de 2013, ya que la incertidumbre política seguirá frenando el turismo y la inversión extranjera directa, a pesar del estímulo fiscal apoyado con financiamiento del CCG. Los

fuertes desequilibrios no desaparecerán a menos que se emprendan reformas estructurales y una consolidación fiscal.

- El conflicto sirio sigue siendo un pesado lastre para *Libano*, y se prevé que en 2014 el crecimiento se estancará debido a la intensificación de la violencia sectaria, la menor confianza y las crecientes presiones de deterioro del saldo fiscal. El conflicto también ha incrementado significativamente el ajuste fiscal y la carga de financiamiento en *Jordania*.
- En *Pakistán*, una recuperación imprevistamente rápida del sector manufacturero, debida a mejoras en el suministro de electricidad y a una reciente depreciación del tipo de cambio, está siendo neutralizada parcialmente por la debilidad de la producción de algodón.
- Se prevé que el crecimiento en *Túnez* se afianzará gracias a una mejora de la confianza derivada de la nueva constitución, menores tensiones de seguridad y las reformas preelectorales llevadas a cabo.
- La actividad económica en *Marruecos* se desacelerará, aunque cada vez estará más impulsada por los sectores no agrícolas gracias a las reformas a favor de la diversificación económica.

La recuperación aún es frágil, y los riesgos se inclinan a la baja. Las transiciones políticas, la agudización de las tensiones sociales y de seguridad y los efectos de contagio de los conflictos regionales podrían minar la confianza y amenazar la estabilidad macroeconómica. Un crecimiento inferior al previsto en las economías de mercados emergentes, Europa o el CCG podría frenar las exportaciones. Las tasas de interés internas pueden subir en los países con limitada flexibilidad cambiaria si las condiciones financieras mundiales se endurecen drásticamente, aunque el uso de financiamiento oficial externo y de garantías de bonos debería limitar estos efectos. Por el lado positivo, un avance más rápido de las transiciones políticas y las reformas económicas podría estimular la confianza y el crecimiento.

Para lograr una mejora duradera de las perspectivas económicas es necesario realizar reformas estructurales que abarquen desde la reducción de los costos de la actividad empresarial hasta la profundización de la integración comercial con los mercados internacionales y regionales. Muchas de estas reformas son difíciles de implementar durante transiciones políticas. Sin embargo, hay ciertas medidas que pueden adoptarse de inmediato y que podrían ayudar a mejorar la confianza, como por ejemplo, simplificar la normativa empresarial, capacitar a trabajadores desempleados y no calificados y mejorar los procedimientos aduaneros.

Las políticas macroeconómicas tienen que encontrar un equilibrio entre dos metas: fomentar el crecimiento y garantizar la estabilidad económica. En ciertos países, una medida útil consistiría en ampliar la base tributaria con el fin de movilizar recursos para financiar los mayores niveles de gasto social e inversión pública. Los aumentos de la inversión pública y el apoyo social a los pobres también pueden ayudar a promover la demanda interna. Dado que los déficits fiscales y el endeudamiento son considerables, este gasto público tiene que financiarse reorientándolo de forma tal que se eliminen los subsidios generalizados que benefician a los ricos. Si el financiamiento lo permite, la consolidación fiscal puede avanzar a un ritmo gradual, anclándose en planes a mediano plazo creíbles para cerciorarse de que los inversionistas sigan estando dispuestos a proporcionar financiamiento adecuado. Una política monetaria expansiva, y en algunos casos una mayor flexibilidad cambiaria, puede amortiguar el impacto negativo a corto plazo que tiene la consolidación sobre el crecimiento, y al mismo tiempo reforzar las reservas externas.

África subsahariana: Aceleración del crecimiento

El crecimiento en África subsahariana sigue siendo vigoroso y se prevé que se acelerará en 2014. Una restricción del financiamiento a escala mundial o una desaceleración en las economías de mercados emergentes podrían generar vientos en contra externos, en especial para los países de mediano ingreso con importantes vínculos externos, los productores de recursos naturales y las economías de frontera¹. Sin embargo, algunos de los riesgos más prominentes son internos, y se derivan de desaciertos en la aplicación de políticas en varios países, amenazas contra la seguridad e incertidumbres políticas internas previas a elecciones. Las autoridades deben evitar una orientación fiscal procíclica en los países de rápido crecimiento, encarar los riesgos emergentes en los países con importantes desequilibrios fiscales, abordar las vulnerabilidades en los países más expuestos a shocks externos y fomentar el crecimiento sostenible e inclusivo.

El crecimiento en África subsahariana se mantuvo en un sólido 4,8% en 2013, es decir, prácticamente sin cambios con respecto a 2012, y estuvo respaldado por una mejor producción agrícola e inversión en recursos

¹Las economías de mercado de frontera en África subsahariana son Ghana, Kenya, Mauricio, Nigeria, Rwanda, Senegal, Tanzania, Uganda y Zambia.

naturales e infraestructura. El crecimiento fue robusto en toda la región, sobre todo en los países de bajo ingreso y los Estados frágiles². Fuera de estos grupos, en Nigeria, pese a problemas de seguridad en el norte y el robo de petróleo a gran escala en el primer semestre de 2013, el crecimiento conservó su vigor gracias al nivel relativamente alto de los precios del petróleo. En cambio, el crecimiento en Sudáfrica siguió desacelerándose debido a las restricciones derivadas de las tensas relaciones industriales en el sector minero, la escasez en el suministro de electricidad, una inversión privada anémica y la baja confianza entre consumidores e inversionistas (cuadro 2.7).

La inflación siguió disminuyendo, con unas pocas excepciones (gráfico 2.9). Las monedas de Sudáfrica y de ciertas economías de mercado de frontera se debilitaron por el endurecimiento de las condiciones monetarias mundiales y, en algunos casos, por los bajos saldos externos o fiscales (Ghana, Nigeria, Sudáfrica, Zambia). Debido a los cuantiosos déficits fiscales, las calificaciones crediticias de algunos países fueron rebajadas, generando presiones adicionales en los rendimientos y postergando la emisión de bonos soberanos en algunos países.

Según las proyecciones, el crecimiento se acelerará a aproximadamente 5½% en 2014 gracias a la evolución positiva de la oferta interna y el fortalecimiento de la recuperación mundial:

- En *Sudáfrica* se pronostica que el crecimiento aumentará moderadamente, impulsado por las mejoras en la demanda externa, aunque los riesgos se inclinan a la baja. (Véanse más detalles en el capítulo 1).
- Se proyecta que el crecimiento en *Nigeria* repuntará 0,8 puntos porcentuales con la reparación de importantes oleoductos y la continua expansión de la producción en los sectores no petroleros. También se prevé un considerable repunte del crecimiento en otros países productores de petróleo.
- Se prevé que el crecimiento también se acelerará en otros países, incluidos varios Estados frágiles, como consecuencia de la mejora de las condiciones políticas y de seguridad internas (*Mali*), enormes inversiones en infraestructura y minería (*Mozambique, Níger*, la

²Los Estados frágiles son Burundi, Comoras, Côte d'Ivoire, Eritrea, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, la República Centroafricana, la República Democrática del Congo, Santo Tomé y Príncipe, Togo y Zimbabwe. Esta lista no incluye algunos países frágiles cuyas ventas de petróleo representan una proporción importante de los ingresos de exportaciones y públicos, y que fueron clasificados como exportadores de petróleo.

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
África subsahariana	4,9	5,4	5,5	6,3	6,1	5,9	-3,6	-3,6	-3,9	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	5,8	6,7	6,7	7,4	6,9	6,6	3,9	3,3	2,1	...	...	...
Nigeria	6,3	7,1	7,0	8,5	7,3	7,0	4,7	4,9	4,0	...	...	...
Angola	4,1	5,3	5,5	8,8	7,7	7,7	5,0	2,2	-0,4	...	...	...
Guinea Ecuatorial	-4,9	-2,4	-8,3	3,2	3,9	3,7	-12,0	-10,2	-10,9	...	...	...
Gabón	5,9	5,7	6,3	0,5	5,6	2,5	10,6	6,9	4,5	...	...	...
República del Congo	4,5	8,1	5,8	4,6	2,4	2,4	-1,2	2,0	0,1	...	...	...
Economías de ingreso mediano⁵	3,0	3,4	3,7	5,8	5,9	5,5	-5,7	-5,1	-4,9	...	...	...
Sudáfrica	1,9	2,3	2,7	5,8	6,0	5,6	-5,8	-5,4	-5,3	24,7	24,7	24,7
Ghana	5,4	4,8	5,4	11,7	13,0	11,1	-13,2	-10,6	-7,8	...	...	...
Camerún	4,6	4,8	5,1	2,1	2,5	2,5	-4,4	-3,5	-3,6	...	...	...
Côte d'Ivoire	8,1	8,2	7,7	2,6	1,2	2,5	-1,2	-2,2	-2,0	...	...	...
Botswana	3,9	4,1	4,4	5,8	3,8	3,4	-0,4	0,4	0,2	...	...	...
Senegal	4,0	4,6	4,8	0,8	1,4	1,7	-9,3	-7,5	-6,6	...	...	...
Economías de bajo ingreso⁶	6,5	6,8	6,8	6,0	5,5	5,5	-11,8	-11,8	-11,7	...	...	...
Etiopía	9,7	7,5	7,5	8,0	6,2	7,8	-6,1	-5,4	-6,0	...	...	...
Kenya	5,6	6,3	6,3	5,7	6,6	5,5	-8,3	-9,6	-7,8	...	...	...
Tanzania	7,0	7,2	7,0	7,9	5,2	5,0	-14,3	-13,9	-12,9	...	...	...
Uganda	6,0	6,4	6,8	5,4	6,3	6,3	-11,7	-12,6	-12,1	...	...	...
República Democrática del Congo	8,5	8,7	8,5	0,8	2,4	4,1	-9,9	-7,9	-7,2	...	...	...
Mozambique	7,1	8,3	7,9	4,2	5,6	5,6	-41,9	-42,8	-43,2	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
África subsahariana excluido												
Sudán del Sur	4,7	5,4	5,4	6,4	6,1	5,9	-3,6	-3,6	-4,0	...	...	...

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Puede consultarse una lista completa de los períodos de referencia para cada país en el cuadro F del apéndice estadístico.

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye Chad y Sudán del Sur.

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

⁶Incluye 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 Zimbabwe.

República Democrática del Congo) y la recuperación de inversiones (*Mozambique*).

Los precios moderados de los alimentos y las políticas monetarias prudentes deberían propiciar reducciones adicionales de la inflación en buena parte de la región, y se proyecta que los saldos fiscales mejorarán aproximadamente ½% del PIB en promedio. Sin embargo, no se prevé una reducción del déficit en cuenta corriente medio, debido por un lado a las perspectivas relativamente tenues de los precios de las materias primas (véase la sección especial sobre las materias primas en el capítulo 1) y de la demanda de las economías de mercados emergentes, y por el otro a que las importaciones relacionadas con la inversión extranjera directa continúan siendo altas.

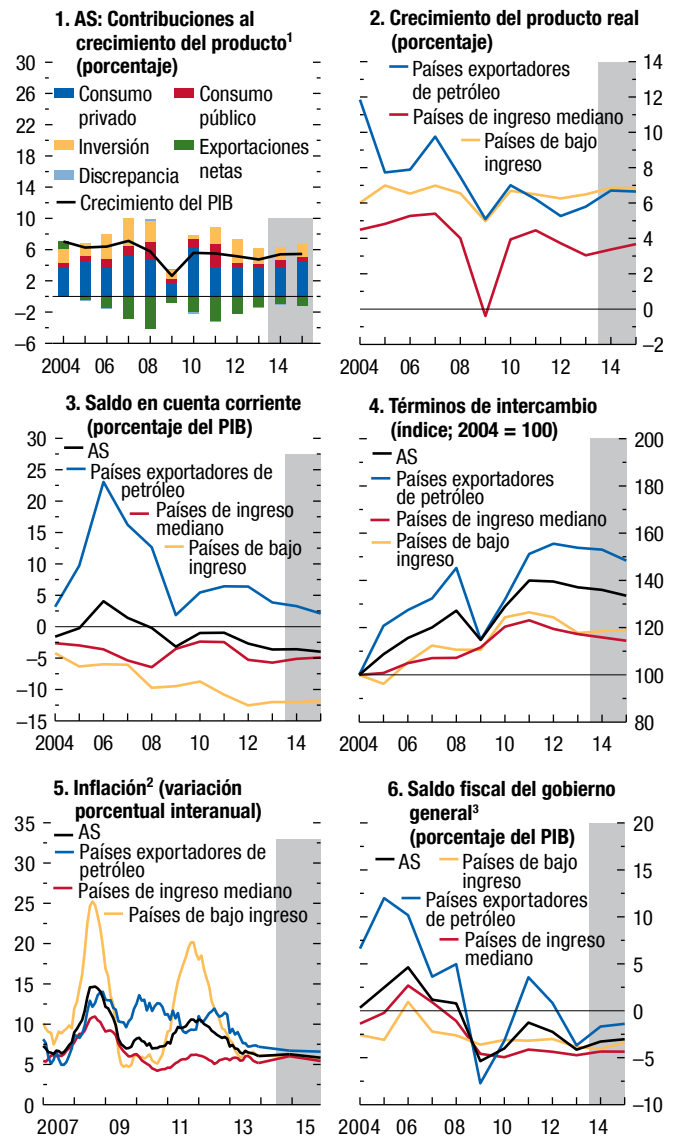
En varios países, los principales riesgos a la baja son de carácter interno, e incluyen la incertidumbre en torno a las políticas, el deterioro de las condiciones de seguridad y las tensiones industriales. Los riesgos externos revisten particular importancia para los exportadores de recursos naturales, que podrían verse perjudicados si se producen una desaceleración en los mercados emergentes y una transición en China de un crecimiento impulsado por la inversión a un crecimiento impulsado por el consumo. Los riesgos son importantes asimismo para los países que tienen acceso al mercado externo, como Sudáfrica y los mercados de frontera, que son los más expuestos a un cambio de sentido de los flujos de cartera si las condiciones financieras mundiales se tornan aún más restrictivas.

Para evitar una orientación fiscal procíclica e incrementar su capacidad de recuperación ante los shocks, las economías de rápido crecimiento de la región deben aprovechar el ímpetu del crecimiento para afianzar sus saldos fiscales. En unos pocos casos en que los déficits se han tornado cuantiosos o en que la deuda pública se encuentra en niveles altos, la consolidación fiscal es necesaria para garantizar una continua estabilidad macroeconómica; y en muchos países sigue siendo prioritario movilizar recursos hacia un gasto de alto valor. En toda la región, entre las necesidades urgentes, cabe mencionar las siguientes: mejorar la eficiencia del gasto público; invertir en proyectos estratégicos y cuidadosamente seleccionados para desarrollar la oferta de energía e infraestructura crítica, y ejecutar reformas estructurales destinadas a fomentar la diversificación económica, la inversión privada y la competitividad. Las políticas monetarias deben permanecer centradas en consolidar los avances logrados en el ámbito de la inflación. En algunos países, las depreciaciones sostenidas del tipo de cambio pueden generar riesgos para las perspectivas de inflación.

Sudáfrica y el grupo de las economías de mercado de frontera deben prepararse para hacer frente a un nuevo endurecimiento de las condiciones mundiales de financiamiento, y para ello deben preservar la flexibilidad presupuestaria y, en los casos en que las vulnerabilidades sean particularmente importantes, aplicar políticas más restrictivas. Estos países deben estar preparados para modificar sus planes de financiamiento en un escenario de acceso muy reducido al mercado de financiamiento externo, y al mismo tiempo deben permitir que sus tipos de cambio respondan a las variaciones de los flujos de capitales. También se debería considerar el prefinanciamiento de las renovaciones cuando las condiciones sean aceptables. Asimismo, los países deben reforzar la supervisión macroprudencial para corregir las tensiones que pudieran surgir e incrementar la cooperación internacional para supervisar las entidades bancarias y filiales transfronterizas.

Gráfico 2.9. África subsahariana: Aceleración del crecimiento

En 2013 las inversiones en recursos naturales e infraestructura y las buenas cosechas sustentaron un crecimiento robusto en África subsahariana. La inflación continuó cediendo, pero los déficits fiscales crecieron debido al mayor gasto público en inversión y salarios, lo cual contribuyó a empeorar los saldos en cuenta corriente. Para 2014 se proyecta una aceleración del crecimiento, propiciada por una mejor oferta interna y un entorno mundial favorable. Dada la importancia de los riesgos a la baja tanto internos como externos, los países de la región deberían mejorar su capacidad de recuperación ante los shocks afianzando sus saldos fiscales e incrementando la flexibilidad de sus presupuestos.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: AS = África subsahariana. Los grupos de países pueden consultarse en el cuadro 2.7, y la metodología empleada para su agregación en el apéndice estadístico.
¹Liberia, Sudán del Sur y Zimbabwe se excluyen debido a las limitaciones de datos.
²Debido a las limitaciones de datos, se excluyen Sudán del Sur de los países exportadores de petróleo y Eritrea y Zimbabwe de los países de bajo ingreso.
³El gobierno general comprende el gobierno central, los gobiernos estatales, los gobiernos locales y los fondos de seguridad social.

Sección especial sobre los efectos de contagio: ¿Deberían preocuparse las economías avanzadas por los shocks del crecimiento de las economías de mercados emergentes?

La actividad económica de las economías de mercados emergentes se debilitó durante los últimos meses, suscitando en algunos círculos inquietud en torno a las implicaciones que una desaceleración sincronizada más profunda de estas economías acarrearía para la economía mundial en su conjunto y para la recuperación aún frágil de las economías avanzadas. Si bien los efectos de contagio de episodios previos de crecimiento débil de las economías de mercados emergentes a las economías avanzadas fueron limitados, un shock negativo generalizado del crecimiento de estas economías en el clima actual probablemente tendría cierto efecto en las economías avanzadas, dado el estrechamiento de sus vínculos económicos¹.

Un shock común del crecimiento de las economías de mercados emergentes puede transmitirse a las economías avanzadas a través de varios canales. Un shock negativo del crecimiento afectará la demanda de exportaciones procedentes de las economías avanzadas, que suelen ser bienes con gran intensidad de capital. Los shocks capaces de trastornar las cadenas mundiales de suministro también afectarían desfavorablemente a las economías avanzadas que se encuentran aguas arriba en las redes de comercio internacional. Un shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes podría influir en los precios de los activos y las monedas, dañando las economías avanzadas con una exposición financiera sustancial a estos mercados. Las tensiones financieras de las economías de mercados emergentes también podrían exacerbar la aversión al riesgo mundial y provocar profundas correcciones de los mercados financieros de las economías avanzadas.

Esta sección especial sobre los efectos de contagio analiza el impacto de los shocks del crecimiento de los mercados emergentes en las economías avanzadas. Específicamente, aborda los siguientes interrogantes: ¿Cuáles son los canales de contagio y cómo han evolucionado

con el tiempo? ¿Qué efectos de contagio sufrieron las economías avanzadas cuando se produjeron desaceleraciones generalizadas del crecimiento de las economías de mercados emergentes? ¿En qué medida afectaría hoy un amplio shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes al crecimiento del producto de las economías avanzadas?

Nuestro análisis sugiere que un shock negativo del crecimiento de las economías de mercados emergentes, parecido a los ocurridos entre mediados y fines de la década de 1990 pero no necesariamente producto de una crisis, tendría efectos moderados en todas las economías avanzadas, y más particularmente en Japón. El comercio internacional ha sido el canal de contagio más destacado. Sin embargo, hay indicios de que el canal financiero podría desempeñar un papel más importante en la futura transmisión de shocks del crecimiento de los mercados emergentes.

Evolución de los vínculos comerciales y financieros entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes

El papel cada vez más destacado que desempeñan los mercados emergentes en la economía mundial constituye una buena razón para inquietarse ante la posibilidad de una desaceleración. En los últimos cincuenta años, las economías de mercados emergentes han dejado de tener un papel secundario para transformarse en centros comerciales y financieros de importancia sistémica (FMI, 2011a). En el nuevo panorama económico internacional, los vínculos económicos entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes son más estrechos, y las economías avanzadas están más expuestas a la evolución económica de las emergentes.

Los vínculos comerciales entre los dos grupos han aumentado drásticamente (gráfico 2.SE.1)². La exporta-

El autor de esta sección especial sobre los efectos de contagio es Juan Yépez, con la ayuda de Angela Espiritu en la investigación. Ben Hunt y Keiko Honjo prepararon las simulaciones del modelo.

¹En esta sección, las economías avanzadas comprenden cuatro países de la zona del euro (Alemania, España, Francia, Italia), Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. Las economías de mercados emergentes incluidas son Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Venezuela.

²Los vínculos comerciales entre las economías de mercados emergentes también han experimentado un marcado aumento: las exportaciones a otras economías de mercados emergentes representan, en promedio, 10% del PIB, y están concentradas en las economías más grandes de este grupo. Esos vínculos, a su vez, significan que las economías de mercados emergentes más grandes tienen importancia sistémica, sobre todo para los exportadores de materias primas con

ción de bienes a las economías de mercados emergentes representa, en promedio, 3% del PIB de las economías avanzadas (en comparación con 1,6% en 1992–2002). Durante la última década, las economías de mercados emergentes absorbieron casi 20% de la exportación total de bienes de las economías avanzadas, y China, una cuarta parte (en comparación con 13% en la década de 1990). Las relaciones presentadas en el gráfico se calcularon con la base de datos de *Direction of Trade Statistics* del FMI, que mide el comercio internacional en términos brutos e incluye tanto los bienes intermedios como los finales, y la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) del FMI. Como se señala en FMI (2011a) y Koopman *et al.* (2010), la exportación bruta tiende a exagerar la exposición de las economías avanzadas a las economías de mercados emergentes. La razón es que el valor bruto de las exportaciones es mucho más grande que el valor agregado de las exportaciones a las economías con una intensa actividad de ensamblado y transformación, como las de Asia oriental, dado que la exportación bruta incluye los insumos procedentes de estas economías. Eso implica que solo una parte de la exportación bruta a las economías de mercados emergentes depende de la demanda interna de esas economías. Esto parece observarse particularmente en el caso de los grandes exportadores de manufacturas como Japón (cuadro 2.SE.1).

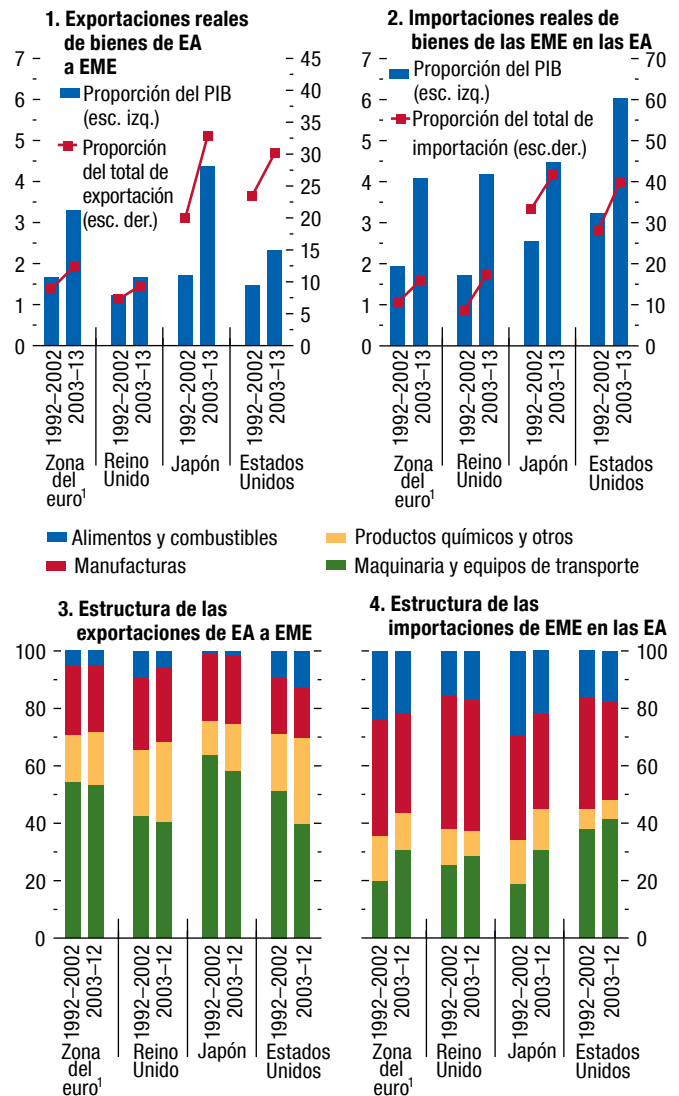
Las exportaciones de las economías avanzadas a los mercados emergentes están concentradas en bienes de capital y productos afines (por ejemplo, maquinaria y equipos de transporte), aunque la proporción de bienes de capital dentro del total de exportación ha disminuido considerablemente desde 2000 dado que las exportaciones de tecnología de avanzada se orientaron hacia los mercados emergentes más dinámicos (FMI, 2011a)³. A pesar de esa marcada reducción como proporción del total de exportación de las economías avanzadas, los bienes de capital representan, en promedio, 50% del total de importación de las economías de mercados emergentes. Una desaceleración abrupta de las más grandes de estas economías, acompañada de una fuerte caída de la inversión, podría perjudicar a las economías avanzadas con grandes exposiciones comerciales a las economías de mercados emergentes, sobre

economías relativamente menos diversificadas (Roache, 2012; Ahuja y Nabar, 2012).

³Esto importa sobre todo en Estados Unidos, donde la maquinaria y los equipos de transporte representaron aproximadamente 30% del total de la exportación a economías de mercados emergentes en 2012, pero casi 50% en la década de 1990.

Gráfico 2.SE.1. Vínculos comerciales reales entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes (Porcentaje)

Los vínculos comerciales entre las economías avanzadas (EA) y las economías de mercados emergentes (EME) han aumentado drásticamente en los últimos años. Las exportaciones de las economías avanzadas a las economías de mercados emergentes están concentradas en bienes de capital (a saber, maquinaria y equipos de transporte), en tanto que las importaciones procedentes de las economías de mercados emergentes continúan centrándose en materias primas y manufacturas de baja tecnología.



Fuentes: FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics*, y base de datos estadísticos sobre el comercio de mercaderías de Naciones Unidas.
¹Zona del euro = Alemania, España, Francia e Italia. Promedio no ponderado.

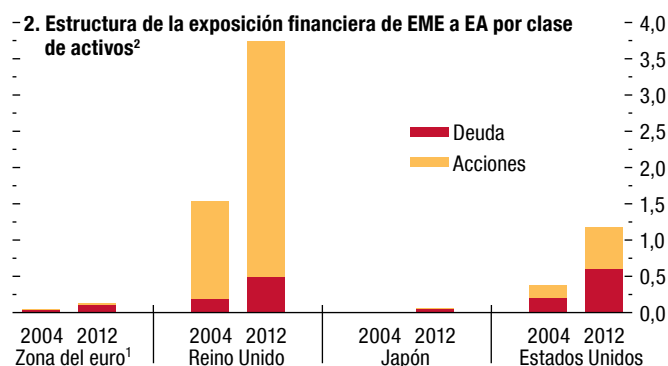
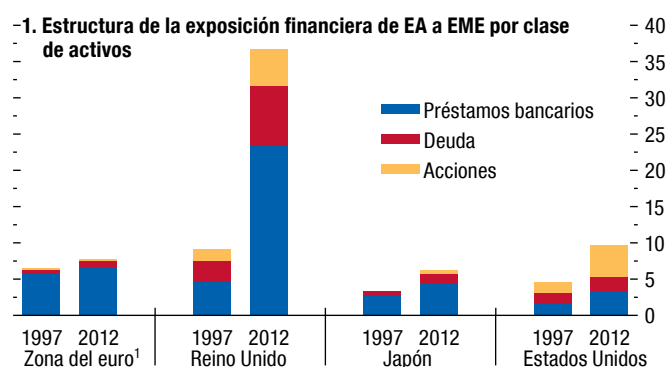
Cuadro 2.SE.1. Exportaciones a economías de mercados emergentes, 1995 versus 2008

	(1) Relación exportaciones brutas de 2008/exportaciones brutas de 1995	(2) Relación exportaciones de valor añadido de 2008/exportaciones de valor añadido de 1995	(1)/(2) Relación exportaciones brutas/exportaciones de valor añadido
Zona del euro	1,71	1,54	1,11
Reino Unido	1,20	1,27	0,95
Japón	2,45	1,99	1,23
Estados Unidos	1,30	1,23	1,06

Fuente: Base de datos del comercio medido en función del valor añadido, de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos y la Organización Mundial del Comercio.

Gráfico 2.SE.2. Exposición financiera de las economías avanzadas a las economías de mercados emergentes
(Porcentaje del PIB)

La exposición financiera de las economías avanzadas (EA) a las economías de mercados emergentes (EME) sigue estando concentrada en activos bancarios externos, aunque la exposición a través de la inversión de cartera aumentó drásticamente en los últimos tiempos. Las economías avanzadas que son centros financieros han experimentado el aumento más grande de las exposiciones a las economías de mercados emergentes. Excepto en el caso de China, los riesgos planteados por una reducción de la demanda de títulos de las economías avanzadas en las economías de mercados emergentes parecen ser limitados.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales, y FMI, base de datos de la Encuesta Coordinada sobre la Inversión de Cartera.

¹Valor mediano de Alemania, España, Francia e Italia.

²Excluye China.

todo a través de los bienes de capital. Por ejemplo, los bienes de capital constituyen el grueso de la exportación a las economías de mercados emergentes para Japón (58%) y la zona del euro (53%).

Las importaciones de las economías avanzadas procedentes de economías de mercados emergentes también han experimentado un marcado aumento. Las importaciones procedentes de estas economías representan, en promedio, 30% del total de importación de las economías avanzadas, y la relación importación/PIB también se ha duplicado. En la composición de las importaciones procedentes de estas economías continúan predominando las materias primas (combustibles y productos de alimentación) y los bienes manufacturados con baja tecnología (alimentos y textiles). Desde 2000, sin embargo, se observa un aumento sustancial de la proporción de maquinaria y equipos de transporte en las importaciones de las economías avanzadas procedentes de mercados emergentes, lo cual es testimonio del creciente protagonismo de los mercados emergentes en las cadenas mundiales de suministro. En consecuencia, los grandes exportadores de manufacturas (a saber, Japón y Alemania) son particularmente susceptibles a una perturbación de los flujos comerciales. Estos exportadores son vulnerables porque se encuentran aguas arriba en las cadenas regionales y mundiales de suministro, en medio de redes comerciales cada vez más amplias y más dispersas.

Los vínculos financieros también se han estrechado en los últimos años. La exposición mediana de las economías avanzadas a las economías de mercados emergentes, medida en función de las tenencias brutas de activos externos, alcanzó 8,7% del PIB en 2012; es decir, un aumento de casi 3,5 puntos porcentuales del PIB respecto del valor de la mediana en 1997 (gráfico 2.SE.2). Aunque la exposición financiera sigue concentrada en activos bancarios, la exposición a través de la inversión de cartera ha aumentado, particularmente en forma de inversión en acciones. Lógicamente, las

economías avanzadas que son centros financieros han experimentado el aumento más pronunciado de las exposiciones a las economías de mercados emergentes. En el Reino Unido, los activos bancarios frente a estas economías representan actualmente 14% del total de activos bancarios externos, en comparación con apenas 4% hace una década. Es importante señalar que, dado que el Reino Unido es un importante centro financiero, las exposiciones financieras brutas podrían exagerar los verdaderos vínculos financieros entre el Reino Unido y los mercados emergentes⁴. Las economías avanzadas con elevadas exposiciones a las economías de mercados emergentes podrían ser susceptibles a significativos efectos de valoración y riqueza resultantes de movimientos fuertes de los precios de los activos y las monedas de estas economías. Dado que las caídas pronunciadas del producto de las economías de mercados emergentes a menudo han sido prólogo de episodios de *default* (Levy-Yeyati y Panizza, 2011), la agudización de la turbulencia económica de esas economías, sumada a los malos recuerdos de otras crisis, podría deteriorar la actitud de los inversionistas en cuanto al riesgo y causar profundas correcciones en los centros financieros internacionales.

Las economías avanzadas también podrían ser vulnerables a una contracción repentina de la demanda de sus instrumentos de deuda en las economías de mercados emergentes. China es el segundo exportador de capital del mundo, después de Estados Unidos, y el banco central de China es el comprador más grande de activos financieros estadounidenses. (Véase la edición de abril de 2013 del informe *Global Financial Stability Report*). Un shock de las economías de mercados emergentes capaz de desacelerar el ritmo de acumulación de reservas de China o de causar una venta masiva de esas reservas en un intento por defender la moneda podría afectar a las economías avanzadas al hacer subir los rendimientos a largo plazo. Los rendimientos a largo plazo de Estados Unidos y de otras economías avanzadas también podrían subir si China cambiara poco a poco la composición de su cartera, reemplazando títulos del Tesoro estadounidense por títulos públicos de mercados emergentes (FMI, 2011b).

⁴Además, la mayoría de estos activos están en manos de dos bancos que son teóricamente británicos pero tienen una presencia muy limitada en el sector en el Reino Unido. Esto podría exagerar la exposición financiera del Reino Unido a las economías de mercados emergentes.

Efectos de contagio a las economías avanzadas durante episodios previos de turbulencia financiera en economías de mercados emergentes

Para hacerse una idea de la magnitud de los efectos de contagio en el pasado, se llevó a cabo un estudio de eventos sobre episodios previos de desaceleración sincronizada del crecimiento de las economías de mercados emergentes: la crisis tequila de México en 1995, la crisis de Asia oriental en 1997 y la crisis de Rusia en 1998⁵. El análisis se centra en la dinámica de las variables comerciales y financieras durante los cuatro trimestres siguientes a cada suceso⁶.

Los resultados llevan a pensar que durante los episodios de turbulencia financiera, la demanda de importaciones de las economías de mercados emergentes fue un importante canal de contagio, sobre todo durante las crisis de Asia oriental y de Rusia (gráfico 2.SE.3). En ambos casos, la exportación real bilateral se contrajo como mínimo 1 desviación estándar respecto del promedio de 15 años. Las exportaciones de Japón han sido particularmente vulnerables a los shocks originados en las economías de mercados emergentes, lo cual podría atribuirse a la estrecha interconexión comercial de Japón con las economías de mercados emergentes de Asia oriental y al elevado porcentaje que ocupan los bienes de capital dentro de la estructura de sus exportaciones.

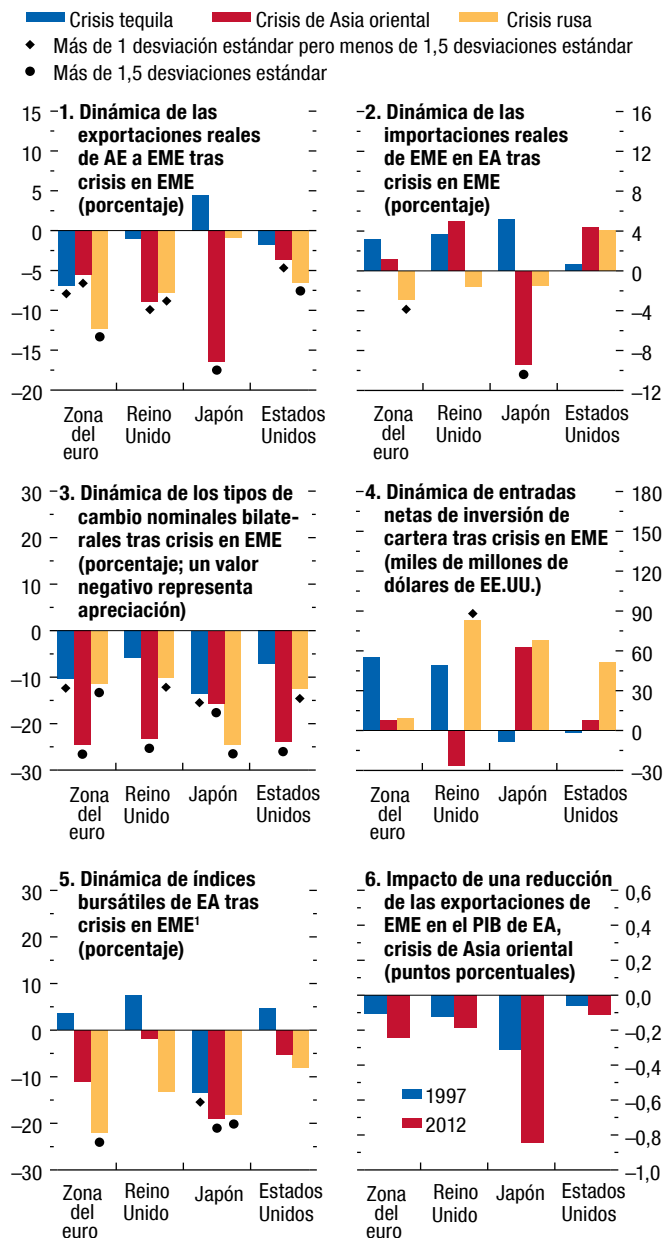
Aunque las importaciones procedentes de las economías de mercados emergentes también tendieron a disminuir durante estos episodios, en parte como consecuencia de trastornos en la cadena de suministro, lo hicieron en menor grado. El comportamiento de la exportación en esos momentos de crisis podría atribuirse a la dinámica de los tipos de cambio nominales bilaterales, ya que las monedas de las economías avanzadas se apreciaron, en promedio, más de 20%; es decir, 1½ desviaciones estándar por encima de la media. El fortalecimiento de las monedas de las economías avanzadas también apunta a una búsqueda de

⁵El análisis comienza en 1990 debido a la falta de datos exhaustivos sobre las economías de mercados emergentes. La crisis tequila de México de 1995, la crisis de Asia oriental de 1997 y la crisis rusa de 1998 podrían caracterizarse como sucesos ocurridos en las economías de mercados emergentes que, en cierta medida, fueron ajenos a los ocurridos en las economías avanzadas. Las fechas de los sucesos se tomaron de la cronología de Laeven y Valencia (2012).

⁶Con la excepción del análisis de la dinámica de los índices bursátiles, en el cual el comportamiento de estos índices se examina a los tres meses de ocurrido el suceso.

Gráfico 2.SE.3. Estudios de eventos sobre episodios de desaceleración de economías de mercados emergentes
(Efecto máximo en cuatro trimestres)

Los estudios de eventos sobre importantes episodios de turbulencia financiera en economías de mercados emergentes (EME) apuntan a la sensibilidad de la demanda de las importaciones de esas economías durante dichos eventos. La fuerte contracción de las exportaciones de las economías avanzadas (EA) a las economías de mercados emergentes durante estos episodios se vio acompañada de una apreciación sustancial de las monedas, atribuible en parte al estallido de las entradas de capitales. La dinámica de los mercados bursátiles durante estos episodios también arroja luz sobre la importancia de los mercados financieros como transmisores de estos shocks a las economías de mercados emergentes. Dado el estrechamiento de los vínculos comerciales y financieros, es probable que episodios de desaceleración del crecimiento parecidos produzcan efectos sustanciales en las economías avanzadas más expuestas.



seguridad, del que dan testimonio los aumentos fuertes y bruscos observados en la entrada de inversiones de cartera. Además, la dinámica de los índices de precios bursátiles de las economías avanzadas muestra que los shocks originados en las economías de mercados emergentes pueden transmitirse a través de los mercados financieros, sobre todo en Japón y la zona del euro.

La crisis de Asia oriental se destaca en este breve análisis de eventos porque fue causada por un shock común cuyo efecto en los comovimientos regionales resultó casi tan profundo como el de la crisis financiera mundial (capítulo 3 del informe WEO de octubre de 2013). ¿Cuáles fueron los efectos de contagio de un shock de la magnitud de la crisis de Asia oriental en el crecimiento del producto japonés⁷? Una estimación informal hace pensar que la caída de 15% de la exportación de Japón durante la crisis de Asia oriental podría haber representado una disminución de 0,3 puntos porcentuales del crecimiento del PIB real japonés, dado que las exportaciones japonesas a los mercados emergentes equivalían a 2% del PIB en 1997. Un shock parecido en 2012 habría implicado una contracción mucho mayor del crecimiento del producto (es decir, 0,8 puntos porcentuales) porque la proporción de las exportaciones a las economías de mercados emergentes dentro del PIB de Japón ha aumentado a más del doble desde la crisis de Asia oriental.

Cuantificación de los efectos de contagio producidos por shocks del crecimiento de las economías de mercados emergentes en el PIB de las economías avanzadas

Estimamos el impacto de un shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes en las economías avanzadas con un modelo basado en una autorregresión vectorial (VAR, por sus siglas en inglés) estándar y simulaciones de un modelo de equilibrio general estocástico dinámico. Estas estimaciones son mucho más informativas que los cálculos informales simples mencionados arriba.

El primer elemento del análisis empírico es la estimación de una VAR por cada economía avanzada con la siguiente especificación recursiva: la tasa de crecimiento del producto de todas las economías avanzadas menos la economía avanzada para la cual se estima

⁷Japón sufrió su propia crisis bancaria en 1997-98; por lo tanto, el fuerte efecto de contagio al crecimiento de Japón observado durante la crisis de Asia oriental debe interpretarse con cuidado.

Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Standard & Poor's 500 para Estados Unidos, Nikkei 225 para Japón, FTSE 100 para el Reino Unido y promedio de Deutscher Aktien Index y Société des Bourses Françaises 120 para la zona del euro.

la VAR, la tasa de crecimiento del producto de la economía avanzada en cuestión, la tasa de crecimiento del producto de las economías de mercados emergentes y la tasa de crecimiento de las exportaciones bilaterales reales de la economía avanzada en cuestión a las economías de mercados emergentes. Como la crisis financiera internacional fue un suceso excepcional con efectos inusitados, también estimamos una versión modificada del modelo de VAR que permite que los regresores interactúen con una variable ficticia que es igual a 1 para el período desde el último trimestre de 2007 hasta el primer trimestre de 2009 y cero para el resto⁸.

El efecto de contagio que sufren las economías avanzadas como consecuencia de una disminución de 1 punto porcentual del crecimiento del PIB de las economías de mercados emergentes va desde una disminución del crecimiento del producto de 0,15 puntos porcentuales en el Reino Unido a una disminución de 0,5 puntos porcentuales en Japón (gráfico 2.SE.4). En conformidad con las determinaciones del análisis de eventos, los resultados del análisis empírico sugieren que el impacto de los shocks del producto de las economías de mercados emergentes en el producto de las economías avanzadas es significativo (tanto económica como estadísticamente) en Japón y en la zona del euro⁹. Según el análisis de la descomposición de las respuestas del crecimiento del PIB de las economías avanzadas, parece que el canal comercial es particularmente importante en la transmisión de los shocks a Japón, en tanto que los efectos no comerciales parecen predominar en otras economías avanzadas¹⁰. Los resultados de la estimación interactiva con la VAR muestran que cuando se neutraliza la crisis financiera internacional —es decir, cuando la variable ficticia es igual a cero—

⁸Las VAR por país se estiman usando datos trimestrales desestacionalizados de 1996–2013, con dos rezagos basados en el criterio de información de Akaike. La segunda especificación implementa un marco de VAR por interacción creado por Towbin y Weber (2013).

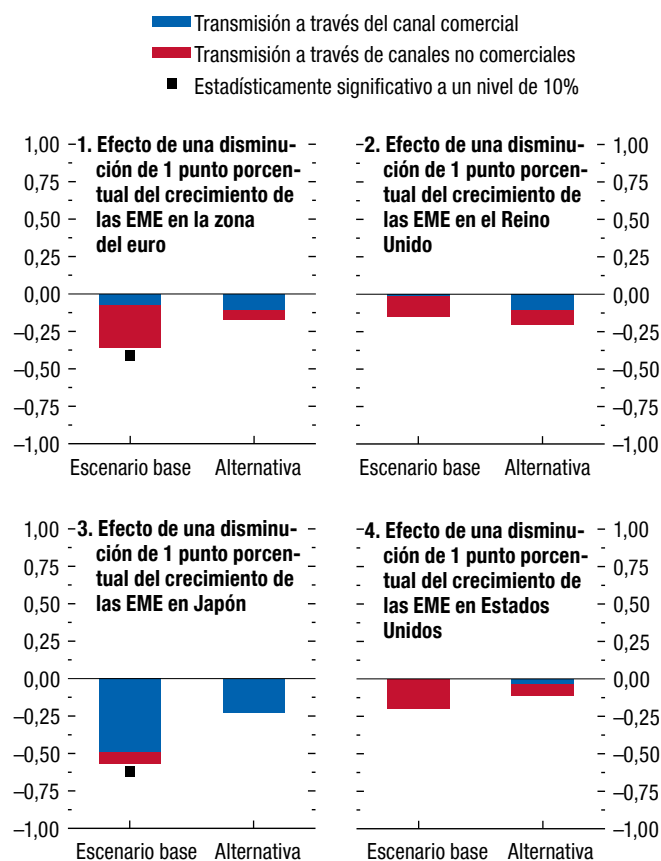
⁹El fuerte efecto observado en Japón podría reflejar una crisis bancaria sufrida al mismo tiempo que la crisis de Asia oriental y el uso de valores brutos en lugar de exportaciones bilaterales reales de valor agregado en el análisis por VAR. Como ya se señaló, los vínculos comerciales brutos tienden a exagerar las exposiciones comerciales directas a economías de mercados emergentes en países que se encuentran aguas arriba en las redes comerciales internacionales.

¹⁰El canal de transmisión no comercial corresponde a las respuestas estimadas del crecimiento del PIB de las economías avanzadas usando la dinámica completa de la VAR, pero como si se trataran las exportaciones bilaterales reales como una variable exógena (es decir, las relaciones de la ecuación de crecimiento del PIB sobre las exportaciones bilaterales reales fijadas en cero).

Gráfico 2.SE.4. Efecto máximo de un shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes en el aumento del producto de las economías avanzadas

(Cuatro trimestres después del impacto; puntos porcentuales)

El impacto de los shocks del producto de las economías de mercados emergentes (EME) en el producto de las economías avanzadas (EA) es significativo (tanto estadística como económicamente) solo en el caso de Japón y la zona del euro. El canal comercial es particularmente importante para la transmisión de shocks a Japón, en tanto que los efectos no comerciales parecen predominar en otras economías avanzadas. El impacto de los shocks del crecimiento de las economías de mercados emergentes en el producto de las economías avanzadas suele ser atenuado, y pierde significancia, al neutralizar los efectos de la crisis económica mundial.

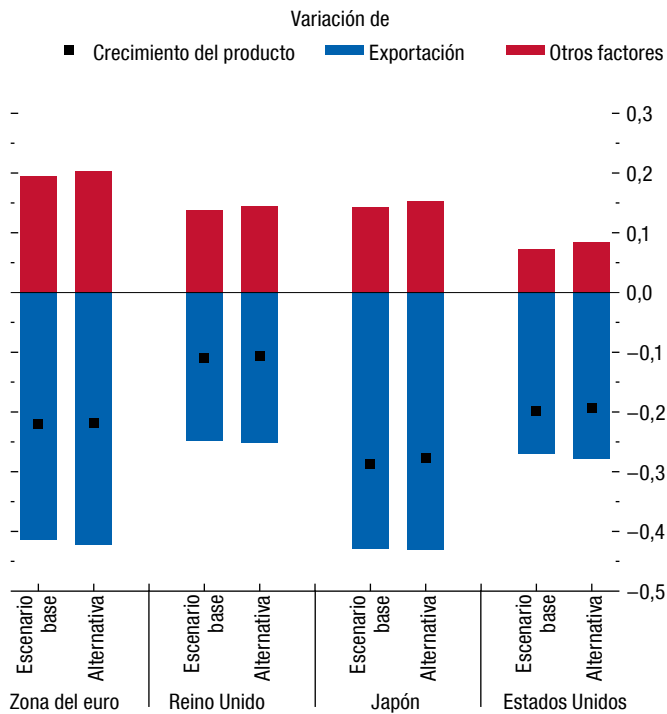


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: "Escenario base" se refiere al modelo en el cual el crecimiento del PIB de las economías avanzadas es contemporáneamente exógeno al crecimiento del PIB de las economías de mercados emergentes. "Alternativa" se refiere a las elasticidades obtenidas con el modelo de autorregresión vectorial con interacción, cuando la variable ficticia que denota la crisis económica mundial está fijada en cero.

Gráfico 2.SE.5. Simulaciones del modelo de efectos de contagio de las economías de mercados emergentes en el crecimiento potencial de las economías avanzadas
(Contribución a la variación del crecimiento del producto; puntos porcentuales)

Un shock sincrónico tiene efectos no insignificantes en las economías avanzadas. Japón es particularmente susceptible a un shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes, y el Reino Unido es el menos afectado. Los efectos de contagio se transmiten principalmente a través del canal comercial, dado el supuesto de que las primas por riesgo de las economías avanzadas no se ven afectadas por la desaceleración del crecimiento de las economías de mercados emergentes. Sin embargo, las estimaciones basadas en las simulaciones de este modelo probablemente sean demasiado altas, ya que la respuesta de la política monetaria de las economías avanzadas a una desaceleración de las economías de mercados emergentes está limitada por tasas de interés nominales al límite cero.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: "Escenario base" se refiere a la simulación de base. "Alternativa" se refiere a los resultados de la simulación en la cual un shock negativo del crecimiento de las economías de mercados emergentes está acompañado de un aumento de la prima por riesgo soberano de 200 puntos básicos y un aumento de la prima por riesgo empresarial de 400 puntos básicos.

las elasticidades se reducen a la mitad (excepto en el caso del Reino Unido) y los efectos de contagio no son ni estadística ni económicamente significativos en las economías avanzadas.

Los resultados del análisis simple con VAR ilustran la magnitud de los posibles efectos de contagio, pero no identifican las fuentes de la desaceleración del crecimiento, que son importantes para los efectos de contagio. Es posible que operen distintos canales de transmisión, según la naturaleza del shock.

Para ilustrar el impacto potencial de los shocks vinculados a las economías de mercados emergentes en las economías avanzadas con una simulación más estructural, utilizamos el Sistema Flexible de Modelos Mundiales del FMI¹¹. El modelo de base está calibrado de manera tal que una disminución de un punto porcentual del crecimiento del PIB de las economías de mercados emergentes reduce la tasa de crecimiento del total de exportación de las economías avanzadas, en promedio, 1,3 puntos porcentuales (un valor de magnitud parecida a la respuesta promedio observada en las estimaciones por VAR de base). En una segunda especificación, se modifica el modelo de base para incorporar una fuga de capitales, suponiendo que la turbulencia de las economías de mercados emergentes está acompañada de un aumento de la prima de riesgo soberano de 200 puntos básicos y un aumento de la prima por riesgo empresarial de 400 puntos básicos¹². Ambos escenarios muestran una ligera apreciación real de la moneda en las economías avanzadas, en tanto que las monedas de las economías de mercados emergentes se deprecian, en promedio, 0,2% respecto de la línea de base. Además, la demanda de importaciones de las economías de mercados emergentes disminuye 4% en ambos escenarios. De conformidad con las estimaciones por VAR ya presentadas, Japón exhibe la susceptibilidad máxima a un shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes: el crecimiento del producto cae 0,32 puntos porcentuales en respuesta a una disminución de 1% del PIB de las economías de mercados emergentes (gráfico 2.SE.5). El Reino Unido es la economía que se ve menos afectada por el shock. Es probable que las estimaciones de este modelo sean más bien altas, teniendo en cuenta que las respuestas de la política monetaria de todas las economías avanzadas a una desaceleración de las economías de mercados emergentes están restringidas por tasas de interés nominales que se encuentran en el límite cero.

Es importante señalar que en ambos escenarios, el canal comercial es el principal transmisor del shock de las economías de mercados emergentes a las econo-

¹¹El Sistema Flexible de Modelos Mundiales es un modelo de equilibrio general anual multirregional que combina fundamentos microeconómicos y formulaciones de forma reducida de diversos sectores económicos. Tiene un lado de la demanda completo y algunas características del lado de la oferta. Los vínculos internacionales se modelan en valores agregados para cada región. Como no modela bienes intermedios, estas simulaciones no captan los efectos de la cadena de suministro.

¹²Los shocks duran un año.

mías avanzadas. Sin embargo, este resultado parte del supuesto de que no hay efectos de contagio financieros directos de las economías de mercados emergentes a las avanzadas. Según el origen de la desaceleración de las economías de mercados emergentes, ese supuesto podría resultar demasiado restrictivo. Por ejemplo, si las primas por riesgo de las economías avanzadas reaccionan al shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes, movidas posiblemente por inquietudes en torno a la exposición de los balances de los intermediarios financieros, los efectos de contagio podrían ser más grandes y podrían entrar en juego los canales financieros. Análogamente, una vez que se tienen en cuenta los vínculos de activos transfronterizos, los shocks de los precios de los activos de las economías de mercados emergentes también podrían tener efectos de riqueza y otros efectos directos en la demanda agregada de las economías avanzadas.

Conclusiones

Los fundamentos macroeconómicos de muchas economías de mercados emergentes son en general más sólidos hoy en día que en la década de 1990 y comienzos de la década de 2000, y es poco probable que estalle un shock simultáneo de todas las economías de mercados emergentes parecido a los ocurridos hace dos

décadas. No obstante, el desenlace para las economías avanzadas actuales podría ser diferente, ya que tanto el panorama económico internacional como los vínculos económicos entre estos dos grupos han cambiado. Las economías de mercados emergentes ahora son mucho más grandes y están más integradas a los mercados comerciales y financieros internacionales, y eso ha aumentado la exposición de las economías avanzadas a estas economías. Los efectos de contagio producidos por una desaceleración sincronizada del producto de las economías de mercados emergentes, transmitidos principalmente a través de canales comerciales, podrían ser significativos para algunas economías avanzadas, pero probablemente serían manejables y efímeros. Al mismo tiempo, los vínculos financieros entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes se han fortalecido en los últimos tiempos, y aunque las magnitudes resultan mucho más difíciles de cuantificar, los efectos de contagio financieros en caso de una desaceleración de las economías de mercados emergentes y sus efectos en las economías avanzadas podrían ser importantes. La recuperación de las economías avanzadas tras la crisis financiera internacional aún es frágil, y las autoridades deberían vigilar de cerca el crecimiento de los mercados emergentes y mantenerse preparadas para tomar medidas tendientes a mitigar el impacto de los trastornos externos.

Referencias

- Ahuja, Ashvin, y Malhar Nabar, 2012, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers”, IMF Working Paper No. 12/267 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2011a, “Changing Patterns of Global Trade”, preparado por el Departamento de Estrategias, Políticas y Evaluación (Washington).
- , 2011b, *People’s Republic of China: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/193 (Washington).
- Koopman, Robert, William Powers, Zhi Wang y Shang-Jin Wei, 2010, “Give Credit Where Credit Is Due: Tracing Value Added in Global Production Chains”, NBER Working Paper No. 16426 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Laeven, Luc, y Fabián Valencia, 2012, “Systemic Banking Crises Database: An Update”, IMF Working Paper No. 12/163 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Levy-Yeyati, Eduardo, y Ugo Panizza, 2011, “The Elusive Costs of Sovereign Defaults”, *Journal of Development Economics*, vol. 94, No. 1, págs. 95–105.
- Roache, Shaun, 2012, “China’s Impact on World Commodity Markets”, IMF Working Paper No. 12/115 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Towbin, Pascal, y Sebastian Weber, 2013, “Limits of Floating Exchange Rates: The Role of Foreign Currency Import Structure”, *Journal of Development Economics*, vol. 101 (marzo), págs. 179–94.

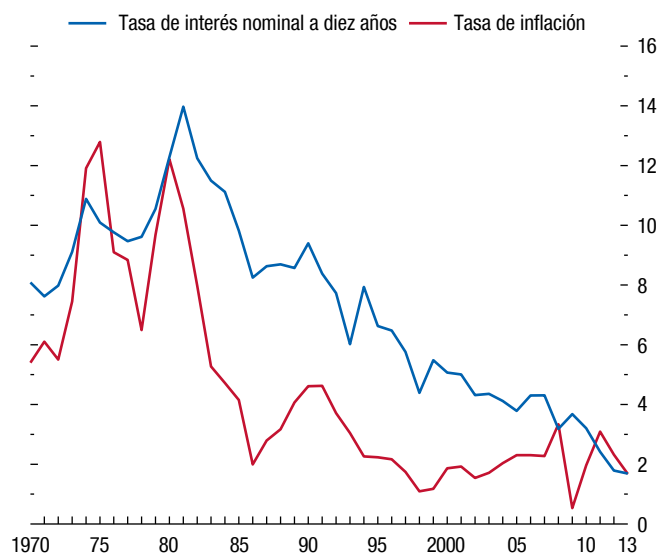
En todo el mundo las tasas de interés reales han disminuido sustancialmente desde los años ochenta y se encuentran hoy en niveles ligeramente negativos. Hay factores comunes que explican gran parte de estos movimientos, resaltando la relevancia de los patrones mundiales del ahorro y la inversión. Desde fines de la década de 1990, la mayor parte de esta disminución parece obedecer a tres factores. Primero, un aumento constante del crecimiento del ingreso en las economías de mercados emergentes durante el período 2000–07 llevó a que las tasas de ahorro fueran sustancialmente mayores en estas economías. Segundo, se incrementó la demanda de activos seguros, en gran medida como reflejo de la rápida acumulación de reservas en algunas economías de mercados emergentes y un grado de riesgo más elevado de las acciones en comparación con los bonos. Tercero, se ha producido una disminución aguda y persistente de las tasas de inversión en las economías avanzadas desde la crisis financiera mundial. Según se sostiene en este capítulo, cabe prever que a nivel mundial las tasas de interés reales aumentarán en el mediano plazo, pero solo moderadamente, ya que es improbable que estos tres factores se reviertan sustancialmente. El límite inferior cero para las tasas de interés nominales seguirá siendo un motivo de preocupación durante algún tiempo: es probable que las tasas de interés reales se mantengan lo suficientemente bajas como para que resurja el límite inferior cero en el caso de que se materialicen los riesgos de un crecimiento muy bajo en las economías avanzadas.

En los últimos años, muchos prestatarios con buena calificación crediticia han disfrutado de un costo de endeudamiento cercano a cero o incluso negativo cuando se lo ajusta por la inflación. Esto no es solo consecuencia de la crisis financiera mundial. Desde comienzos de los años ochenta, en todo el mundo los rendimientos de todos

Los autores principales de este capítulo son Davide Furceri y Andrea Pescatori (jefe del equipo), con la colaboración de Sinem Kilic Celik y Katherine Pan, así como de la División de Modelos Económicos del Departamento de Estudios del FMI.

Gráfico 3.1. Tasa de interés a diez años de los títulos públicos e inflación

(Promedio simple entre Alemania, Estados Unidos, Francia y el Reino Unido; porcentaje por año)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: La inflación se calcula como la variación porcentual del índice de precios al consumidor.

los plazos de vencimiento han caído mucho más que la inflación (gráfico 3.1).

Sin embargo, como las recientes caídas de las tasas de interés reflejan, en gran medida, una situación de debilidad económica en las economías avanzadas después de la crisis, es probable que se registre alguna reversión a medida que las economías regresan a un estado más normal. ¿Pero una reversión de qué magnitud? Ciertos factores permiten inferir que habrá un aumento sustancial de las tasas de interés en el mediano plazo: niveles altos y crecientes de deuda en las economías avanzadas; envejecimiento poblacional; menor crecimiento en las economías de mercados emergentes que podría reducir sus tasas de ahorro, y mayor profundización financiera en las economías de

mercados emergentes que reduciría las restricciones al endeudamiento y, por consiguiente, el ahorro neto¹. Otros factores, sin embargo, operarían en el sentido opuesto: efectos negativos prolongados de la crisis mundial en la actividad económica (Cerra y Saxena, 2008; Reinhart y Rogoff, 2008), persistencia del “exceso de ahorro” en importantes economías de mercados emergentes, y nuevas caídas del precio relativo de los bienes de inversión.

En este capítulo se construyen tasas de interés reales a escala mundial para plazos cortos y largos y se analiza su evolución desde 1980. También se examina la evolución del costo del capital, un promedio ponderado del costo de la deuda y del costo del capital propio. Luego se analizan factores clave que podrían explicar los patrones observados: cambios en el ahorro privado, variaciones de la política fiscal, cambios en la demanda de inversión, variaciones del precio relativo de la inversión, política monetaria, y cambios en las carteras entre bonos y acciones. En la última sección del capítulo se considera cómo podrían evolucionar en el mediano plazo los principales factores de la caída de las tasas reales. El análisis es en gran medida cualitativo. Los efectos de cada factor se analizan en un contexto de equilibrio general, pero quizá no se definan con precisión los efectos cuantitativos.

Se plantean los siguientes interrogantes:

- ¿Hay una tendencia mundial en las tasas de interés, o predomina la dinámica propia de cada país?
- ¿Cuáles han sido los principales factores que contribuyeron a la caída de las tasas de interés reales desde la década de 1980?
- ¿Cuáles han sido los efectos de la crisis financiera mundial en las tasas reales, y cuánto tiempo tenderán a durar dichos efectos?
- ¿Qué se debería esperar en el mediano plazo?
- ¿Cuáles son las implicaciones para las autoridades fiscales de las economías avanzadas y los gestores de fondos y activos? ¿Cuáles son las implicaciones para la política monetaria?

Estas son las principales observaciones:

- Durante las últimas tres décadas aproximadamente se ha registrado un grado suficiente de integración económica y financiera como para que las tasas reales sean determinadas en gran medida por factores comunes. Por lo tanto, es apropiado usar un indica-

¹Por ejemplo, el McKinsey Global Institute (2010) sostiene que a nivel mundial las tasas de interés reales habrán de aumentar sustancialmente en el mediano a largo plazo, poniendo fin al capital barato.

dor mundial de tasas de interés reales y explorar los patrones mundiales de ahorro e inversión.

- Desde comienzos de los años ochenta, las tasas de interés reales han caído fuertemente a nivel mundial. También ha disminuido el costo del capital, pero en menor medida porque la rentabilidad requerida sobre el capital ha aumentado desde 2000.
- La política monetaria dominó la evolución de las tasas reales y del costo del capital en los años ochenta y comienzos de los noventa. El mejoramiento de la política fiscal en las economías avanzadas fue el principal factor subyacente de la caída de las tasas de interés reales durante el resto de la década de 1990. Además, la disminución del precio relativo de la inversión puede haber reducido la demanda de fondos prestables tanto en los años ochenta como en los noventa.
- Desde fines de los años noventa, la caída de las tasas reales y del costo del capital ha estado impulsada en gran medida por los siguientes factores:
 - *Un gran aumento del ahorro en las economías de mercados emergentes* entre 2000 y 2007 compensó con creces una reducción de las tasas de ahorro público en las economías avanzadas. Como hecho sorprendente, cabe destacar que los aumentos del crecimiento del ingreso parecen ser la causa próxima más relevante del aumento de las tasas de ahorro en las economías de mercados emergentes durante el mismo período.
 - *Los cambios en las carteras a favor de bonos en la década de 2000* se debieron a una mayor demanda de activos seguros —principalmente del sector oficial en las economías de mercados emergentes— y a un aumento del riesgo de las acciones en relación con el de los bonos. Estos cambios determinaron un aumento de la rentabilidad real requerida sobre el capital y una caída de las tasas reales, es decir, un aumento de la prima por riesgo de las acciones².
 - *Las cicatrices que dejó la crisis financiera mundial* han provocado una caída aguda y persistente de la

²Entre 2008 y 2012, la expansión cuantitativa, principalmente en Estados Unidos y el Reino Unido, también puede haber contribuido a un cambio en las carteras al comprimir las primas por plazo en el caso de los bonos a largo plazo. Existe incertidumbre, sin embargo, acerca de la magnitud de las estimaciones de estas primas, e incluso las estimaciones del extremo superior indicarían que probablemente el impacto en el largo plazo de la expansión cuantitativa durante el período 2008–13 sobre la prima de riesgo de las acciones ha sido moderado.

inversión en las economías avanzadas. Sus efectos en el ahorro han sido más moderados.

Es probable que las tasas de interés reales y el costo del capital aumenten moderadamente a mediano plazo desde sus niveles actuales. La causa es en parte de carácter cíclico: las tasas reales extremadamente bajas de los últimos años reflejan grandes brechas negativas del producto en las economías avanzadas; de hecho, estas tasas podrían haber caído aún más de no haber existido un límite inferior cero para las tasas nominales. Del análisis expuesto en este capítulo se desprende, sin embargo, que las tasas reales y el costo del capital tenderán a mantenerse relativamente bajos en el mediano plazo, aun cuando las brechas del producto finalmente se cierren. Esto se debe principalmente a que:

- Persistirán los efectos de la crisis financiera mundial. Según se desprende de las observaciones expuestas en este capítulo, es improbable que la relación inversión/PIB de muchas economías avanzadas se recupere hasta alcanzar los niveles previos a la crisis en los próximos cinco años.
- Es improbable que se revierta el cambio de las carteras a favor de bonos que se inició a principios de los años 2000. Aunque las tasas de los bonos podrían elevarse nuevamente al aumentar la prima por plazo cuando se vaya abandonando la política monetaria no convencional, su efecto probablemente será menor en estas tasas que el generado por otras fuerzas. En particular, una regulación financiera más estricta hará crecer más la demanda de activos seguros. Una reducción del ahorro en las economías de mercados emergentes y por ende del ritmo de acumulación de reservas oficiales operaría en la dirección contraria, y por lo tanto el efecto neto será probablemente pequeño³.
- Se prevé que un menor crecimiento en las economías de mercados emergentes comparado con el registrado durante los años de auge previos a la crisis tendrá como resultado tasas de ahorro algo más bajas. A partir de la evidencia de los cambios anteriores en el ahorro, la magnitud del efecto en las tasas reales tenderá a ser moderada.

En resumen, se prevé que las tasas reales aumentarán. Sin embargo, no hay motivos contundentes para creer que habrá un rápido retorno al nivel promedio

³El repliegue de las medidas de expansión cuantitativa quizá también induzca una moderada reversión de los cambios de las carteras observados entre 2008 y 2013 al elevar las primas reales por plazo a los niveles anteriores a la crisis. Su efecto en el costo mundial del capital, sin embargo, probablemente sea pequeño.

observado a mediados de los años 2000 (es decir, alrededor de 2%). Dentro de este panorama mundial, sin embargo, bien puede haber algunos países que registren tasas reales más elevadas que a principios de la década de 2000 debido a un nivel más alto de primas por riesgo soberano. Las conclusiones en este caso se aplican a la tasa libre de riesgo.

Una preocupación importante es la posibilidad de que haya un período prolongado de muy bajo crecimiento (“estancamiento secular”) en las economías avanzadas, especialmente si la demanda se viera afectada por nuevos shocks en estas economías o si las políticas no abordaran los problemas heredados de la crisis según lo esperado (véase el capítulo 1 de la edición de octubre de 2013 de *Perspectivas de la economía mundial*, informe WEO). Tal como se analiza en el capítulo 1, con la baja inflación actual, las tasas de interés reales tenderán a ser lo suficientemente bajas como para que resurja el tema del límite inferior cero de materializarse el riesgo de un muy bajo crecimiento en las economías avanzadas. Las tasas de interés reales quizá no puedan entonces descender hasta los niveles negativos requeridos para recuperar el pleno empleo.

La perspectiva de que las tasas de interés reales aumenten a niveles relativamente bajos en el mediano plazo tiene importantes implicaciones:

- Los fondos de pensiones, las compañías de seguros que otorgan prestaciones definidas y los ahorristas en general podrían verse afectados por un período prolongado de tasas de interés reales persistentemente bajas. Un entorno continuado de bajas tasas de interés reales (y nominales) podría también inducir a las instituciones financieras a buscar rendimientos reales (y nominales) más altos, asumiendo más riesgos⁴. Esto, a su vez, podría aumentar los riesgos sistémicos del sector financiero, y una correcta supervisión macro y microprudencial será crucial para mantener la estabilidad financiera.
- En simetría con lo anterior, los prestatarios gozarían, de los beneficios que representan las tasas bajas, si todas las demás variables se mantienen sin cambios⁵.

⁴Maddaloni y Peydró (2011) observan que los períodos de bajas tasas de interés a corto plazo se asocian con una flexibilización de los criterios de concesión de crédito bancario en Estados Unidos y la zona del euro. Altunbas, Gambacorta y Marqués-Ibañez (2012) también observan que la vigencia de tasas de interés bajas durante períodos prolongados determina un aumento del riesgo bancario.

⁵En la medida en que las tasas sean inferiores a lo previsto debido a un nivel de actividad menor que el esperado, sin embargo, los prestatarios quizá puedan estar en peor situación que en un escenario de mayor crecimiento y tasas de interés más altas.

De hecho, sería menos difícil lograr la sostenibilidad fiscal. A modo de ejemplo, una reducción de 1 punto porcentual de las tasas reales en los próximos cinco años en relación con la tasa actualmente proyectada (edición de octubre de 2013 del informe WEO) reduciría en alrededor de 4 puntos porcentuales la relación deuda/PIB en las economías avanzadas. Si se prevé que las tasas reales estarán cerca o por debajo de las tasas de crecimiento del PIB real durante un largo tiempo, algunos aumentos del gasto público financiado mediante endeudamiento, especialmente la inversión pública, quizá no generen aumentos de la deuda pública en el mediano plazo⁶.

- Con respecto a la política monetaria, un período continuado de bajas tasas de interés reales podría significar que la tasa de política monetaria neutra será inferior a la registrada en la década de 1990 o principios de los años 2000. También podría aumentar la probabilidad de que la tasa de interés nominal llegue al límite inferior cero en el caso de que se produjeran shocks de demanda adversos con metas de inflación en torno al 2%. Esta situación, a su vez, podría tener implicaciones para el marco apropiado de política monetaria.

El resto del capítulo está estructurado de la siguiente manera. En la segunda sección se construye la tasa real y el costo del capital a escala mundial; en la tercera sección se introduce el marco conceptual para analizar los patrones observados en la tasa real y el costo del capital a nivel mundial; en la cuarta sección se someten a prueba las hipótesis expuestas en la tercera; en la quinta sección se resumen las observaciones y se extraen las implicaciones para la política fiscal a mediano plazo, y en la última sección se presentan las conclusiones.

Hechos estilizados: Medición de las tasas reales y del costo del capital

Las tasas de interés reales son directamente observables solo a partir de los rendimientos de los bonos indexados a la inflación. Dichos bonos, sin embargo,

⁶Si la tasa real es permanentemente menor que el crecimiento del PIB real, entonces un aumento temporal del gasto público financiado con endeudamiento solo causará un aumento temporal del coeficiente de deuda pública. En un plano más general, la relación deuda/PIB quizá no aumente en el mediano plazo si el mayor gasto eleva permanentemente el PIB (por ejemplo, al elevar la productividad del capital privado), generando un aumento de los ingresos tributarios anuales suficientemente grande como para cubrir el aumento del servicio anual de la deuda, según sostienen Delong y Summers (2012).

generalmente no se emiten a plazos cortos (es decir, a menos de un año), e incluso a vencimientos más largos pocos países tienen una buena cobertura de los datos (King y Low, 2014)⁷. No habiendo títulos protegidos de la inflación, es posible calcular las tasas reales por aproximación a partir de la diferencia entre la tasa de interés nominal y las expectativas de inflación durante el horizonte de tiempo pertinente:

$$r_t^{[n]} = i_t^{[n]} - E_t \pi_{t,t+n}, \quad (3.1)$$

donde $i_t^{[n]}$ es el rendimiento nominal de un bono de cupón cero con un vencimiento n en el tiempo t , y $E_t \pi_{t,t+n}$ es la inflación esperada de precios al consumidor durante la vida del bono. Los rendimientos de bonos son observables, pero no así las expectativas de inflación (al menos no directamente). Para las estimaciones de la inflación esperada, el análisis se basa en información de encuestas y en pronósticos obtenidos mediante un proceso autorregresivo estimado. Como los parámetros de este proceso autorregresivo probablemente variarán en el curso del tiempo, se utilizan períodos móviles. Para maximizar la cobertura de la muestra, se usan vencimientos a tres meses y diez años para representar las tasas reales a corto y a largo plazo, respectivamente⁸.

En el gráfico 3.2, se muestran las tasas reales a tres meses estimadas para Estados Unidos y las tasas reales a diez años estimadas para Estados Unidos y el Reino Unido. Los enfoques basados en el modelo autorregresivo y en las encuestas arrojan estimaciones muy similares. El gráfico indica que las tasas reales han disminuido fuertemente en los dos países desde comienzos de los años ochenta. Asimismo, la caída de las tasas ha sido de alcance mundial (gráfico 3.3). La tasa real mundial promedio a diez años disminuyó desde un máximo de 6% en 1983 a aproximadamente cero en 2012⁹.

⁷Los mercados de bonos indexados carecen de profundidad y son susceptibles a las variaciones de la prima de liquidez y a factores técnicos. Siguiendo a Blanchard (1993), debido a consideraciones impositivas, en el caso del Reino Unido la tasa real se ajusta sumando $\tau/(1 - \tau) \times \pi$, donde τ denota la tasa del impuesto sobre la renta aplicable al pago de cupones y se fija en 20% (véase Blanchard, 1993) y π denota la tasa de inflación esperada durante la vida del título.

⁸Véanse los detalles en el apéndice 3.1. La muestra abarca 40 países: 25 economías avanzadas y 15 economías de mercados emergentes. Las tasas de interés utilizadas son las correspondientes a los títulos públicos, en el caso de estar disponibles; de lo contrario se utilizan las tasas interbancarias.

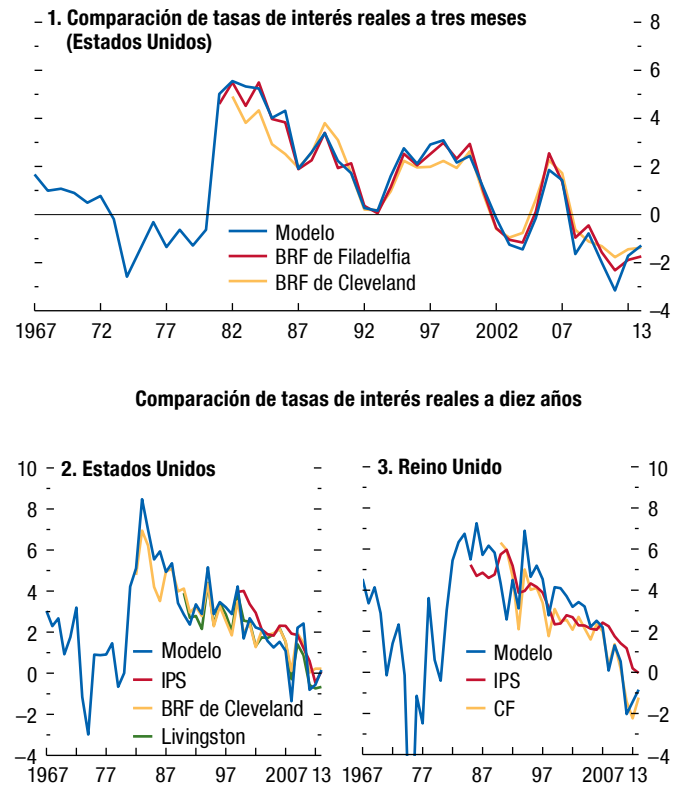
⁹Estos son promedios ponderados por el PIB. Se obtiene un patrón similar de los promedios simples correspondientes a los países del Grupo de los Siete (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia,

Un análisis del componente principal confirma la relevancia de las fuerzas comunes que impulsaron la caída mundial de las tasas reales. Los resultados muestran que la contribución del primer factor común a la variación de las tasas reales aumentó de aproximadamente 55% en 1980–95 a casi 75% en 1995–2012 (gráfico 3.4, panel 1)¹⁰. La mayor relevancia de los factores comunes también puede observarse en la evolución de la dispersión de las tasas reales entre países en el curso del tiempo.

El gráfico 3.4 (panel 2) muestra que la desviación estándar transversal de las tasas reales a diez años cayó desde alrededor de 400 puntos básicos a principios de los años ochenta a 100 puntos básicos en los últimos años¹¹. Esta disminución concuerda con la idea de que los factores internos de cada país que alejan las tasas de la media mundial común se han vuelto menos importantes. Sin embargo, aun cuando la fracción de la varianza total explicada por el *primer factor* ha aumentado tanto para las tasas reales a tres meses como para las de diez años, sigue siendo significativamente más baja en el caso del vencimiento más corto. Esto es congruente con el hecho de que aún hay margen para que la política monetaria de cada país cumpla un papel anticíclico importante a fin de suavizar las fluctuaciones del producto interno.

El mayor peso de los factores comunes puede atribuirse a una variedad de razones. Como el riesgo inflacionario afecta la prima por plazo, una disminución común de las tasas reales a largo plazo podría deberse a la adopción simultánea de marcos de política monetaria que garantizan una inflación baja

Gráfico 3.2. Comparación de tasas de interés reales
(Porcentaje por año)



Fuentes: Consensus Economics; Banco de la Reserva Federal de Cleveland; Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, *Livingston Survey*; Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, *Survey of Professional Forecasters*; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: BRF = Banco de la Reserva Federal; CF = *Consensus Forecasts*; IPS = Títulos protegidos de la inflación.

y estable. Sin embargo, tal adopción simultánea no explicaría la caída tendencial de las tasas reales a corto plazo, porque el riesgo de inflación no afecta mucho a esas tasas. Dicho de otro modo, una caída a nivel mundial de la prima por riesgo de inflación habría causado una caída similar en el diferencial por plazo, algo que no ha ocurrido (gráfico 3.3, panel 1)¹². Una hipótesis alternativa para explicar la mayor relevancia de los factores comunes es la mayor integración de los mercados financieros. El gráfico 3.4 (panel 2) muestra

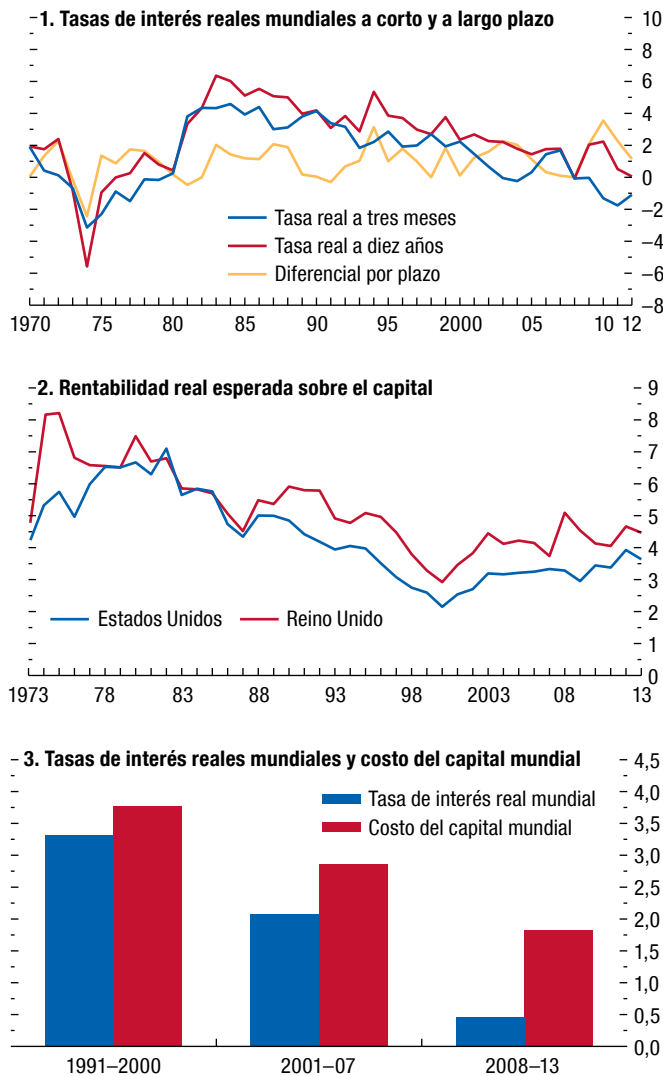
¹²El diferencial real promedio por plazo (la diferencia entre las tasas reales a largo y corto plazo) para todo el período es de alrededor de 100 puntos básicos. La falta de una tendencia indica una prima por plazo estable (a una frecuencia corta y mediana, el diferencial por plazo varía debido al ciclo económico). Más recientemente, el riesgo de incumplimiento ha sido un factor en el caso de la zona del euro. La evolución del riesgo de incumplimiento, sin embargo, excede el alcance de los temas tratados en este capítulo.

Italia, Japón y el Reino Unido) y de los promedios ponderados por el PIB excluido Estados Unidos (véase el apéndice 3.7).

¹⁰Se obtienen resultados similares cuando se utilizan las variaciones de las tasas de interés reales.

¹¹Pueden observarse resultados similares en el caso de los títulos valores a corto plazo de economías de mercados emergentes si se utiliza una muestra que comienza en 1990 (los datos relativos a las tasas a largo plazo son escasos para las economías de mercados emergentes). Estos resultados muestran que la contribución de las economías de mercados emergentes a la dispersión general de las tasas reales ha disminuido marcadamente. Del análisis se excluyen aquellos países que han experimentado un aumento significativo del riesgo de incumplimiento tras la crisis financiera mundial (es decir, algunos países que no integran el núcleo de la zona del euro), porque analizar los determinantes de los riesgos de incumplimiento excede el alcance de este capítulo. Con respecto a la zona del euro, es posible observar que, mientras la desviación estándar de las tasas reales a largo plazo ha disminuido de manera constante en el caso de los países que forman el núcleo de la zona, ha aumentado recientemente en los demás países (véase el apéndice 3.7). En cambio, la desviación estándar de las tasas reales a corto plazo ha decrecido en ambos grupos de países.

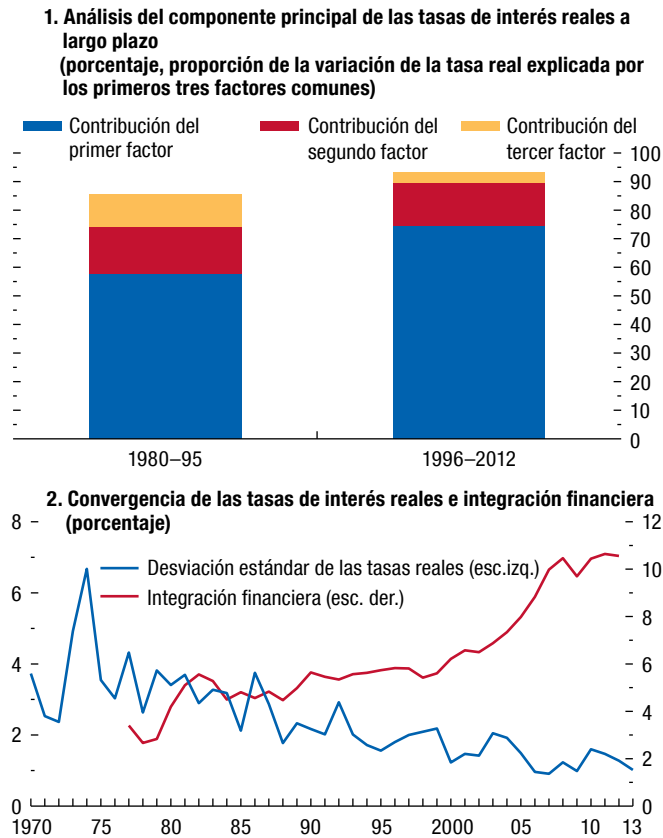
Gráfico 3.3. Tasas de interés reales, rentabilidad real sobre el capital y costo del capital
(Porcentaje por año)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, base de datos *International Financial Statistics*; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: El diferencial por plazo se define como la diferencia entre las tasas reales a corto y a largo plazo.

la evolución de las tenencias cruzadas de activos y pasivos bancarios (un indicador de la integración de los mercados financieros). Según este indicador, la integración financiera ha aumentado sostenida y sustancialmente durante las últimas tres décadas. La correlación entre las variables de integración financiera y dispersión de las tasas reales es $-0,74$, lo cual respalda la hipótesis mencionada.

Gráfico 3.4. Factores comunes en las tasas de interés reales



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: La integración financiera se construye en función de los activos y pasivos bilaterales de los bancos como proporción del PIB de los países.

Las decisiones de financiamiento no se limitan a la toma de préstamos a corto plazo o al mercado de renta fija. La evaluación que hace una empresa en cuanto a si vale la pena emprender un determinado proyecto de inversión requiere que la rentabilidad esperada del proyecto sea mayor que el costo global del capital, que incluye el costo de financiamiento del capital propio así como el de endeudamiento.

Respecto del costo del capital propio, se construye un indicador de rentabilidad real esperada de los principales mercados accionarios¹³. En líneas gene-

¹³La tasa real requerida (interna) de rentabilidad del capital en el período t para un horizonte n , $R_{t,t}^{[n]}$, se estima a partir de la siguiente ecuación:

$$S_t/D_t = \sum_{j=0}^{n-1} (1 + R_{t,t}^{[n]})^{-j} E_t g_{t,t+j}$$

donde S es un índice de precios de las acciones, D denota los dividendos correspondientes al índice accionario elegido y $E_t g_{t,t+j} = D_{t+j}/D_t$ es el crecimiento acumulado esperado de los dividendos.

rales, la rentabilidad esperada del capital es igual a la rentabilidad por dividendo más la tasa de crecimiento esperada a largo plazo de los dividendos reales. El crecimiento esperado de los dividendos se estima mediante un proceso de vectores autorregresivos del crecimiento de los dividendos y del PIB. El gráfico 3.3 (panel 2) muestra la rentabilidad real esperada a largo plazo del capital construida respecto de los mercados accionarios de Estados Unidos y del Reino Unido.

El costo estimado del capital es un promedio ponderado de las estimaciones de la tasa real de interés a largo plazo y la rentabilidad requerida del capital¹⁴. Los rendimientos reales *ex ante* de los bonos y de las acciones disminuyeron entre los años ochenta y fines de la década de 1990, pero después del estallido de la burbuja tecnológica en 2000–01, aumentó la rentabilidad esperada del capital. La disminución del costo global del capital fue por lo tanto menor que la caída de la tasa de interés real¹⁵. Así, aunque en la primera parte de los años 2000 la tasa de interés real mundial estimada fue 1,15 puntos porcentuales más baja que en los años noventa, el costo estimado del capital mundial fue solo 0,62 puntos porcentuales menor (gráfico 3.3, panel 3).

Determinantes de las tasas reales: Un marco de ahorro e inversión

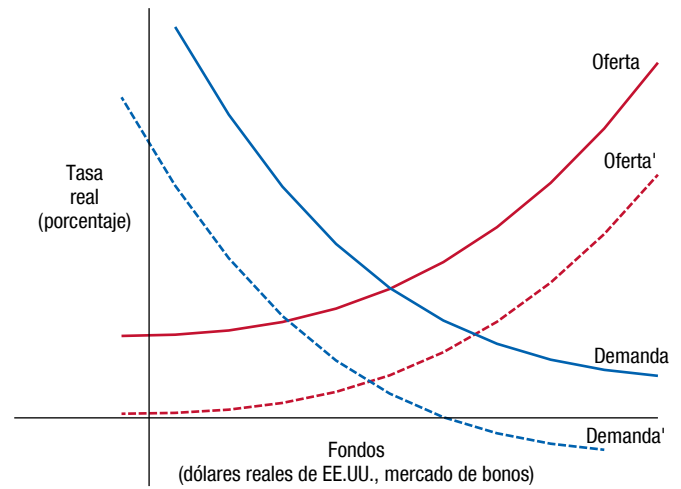
La tasa de interés real de equilibrio es el precio que equilibra la demanda y la oferta deseadas de fondos. Los factores que afectan a la tasa real de equilibrio desplazan o inclinan las curvas de demanda u oferta (gráfico 3.5). Un desplazamiento hacia afuera de la curva de oferta de fondos o un desplazamiento hacia adentro de la curva de demanda produciría una reducción de la tasa real de equilibrio. La oferta de fondos puede provenir del ahorro privado, del ahorro público (el superávit presupuestario) o de medidas de política monetaria.

Las variaciones en la rentabilidad esperada de la inversión y en el precio relativo de los bienes de inversión (por ejemplo, maquinaria, equipos, tecnología de la información) pueden hacer variar la demanda

¹⁴Se suponen ponderaciones iguales para las dos variables en el caso de Estados Unidos, y dos tercios (costo de la deuda) y un tercio (costo del capital) en el caso de todos los demás países. Las ponderaciones se escogen sobre la base de los valores medios de capitalización de los mercados de bonos de empresas y de acciones en Estados Unidos y en otros países, y no se incluyen correcciones impositivas. No obstante, desde 2000, para cualquier elección posible de ponderaciones, el costo del capital ha disminuido menos que la tasa real.

¹⁵Se obtienen resultados similares cuando el costo de la deuda se mide utilizando los rendimientos reales de los títulos corporativos.

Gráfico 3.5. Tasas de interés reales y cambios en la oferta y demanda de fondos



Fuente: Ilustración del personal técnico del FMI.

de fondos. Una disminución de la rentabilidad de la inversión reduce la inversión y las tasas reales, y la economía converge hacia un stock de capital menor. Una reducción del precio relativo de la inversión, para un volumen de inversión dado, reduce el valor de la demanda de préstamos. Al mismo tiempo, es probable que incremente el volumen de inversión. Por ello, en teoría, el efecto neto en el valor de la inversión mundial, y en las tasas reales de interés, depende de la elasticidad del volumen de inversión a su precio relativo.

Los cambios del ahorro privado pueden ser inducidos por varios factores: cambios en el ingreso actual y esperado, redes de protección social y factores demográficos, así como innovaciones financieras, entre otros. Por ejemplo, la hipótesis del ingreso permanente predice una disminución de la tasa de ahorro toda vez que un nuevo acontecimiento aumenta el crecimiento esperado de los ingresos futuros. Puede obtenerse un resultado diferente, sin embargo, ante la existencia de hábitos de consumo: un aumento del crecimiento del PIB puede elevar la tasa de ahorro (véase el apéndice 3.6). Si las demás variables se mantienen sin cambios, tal variación de la curva de ahorro reduciría las tasas de interés reales, aumentando el nivel de equilibrio de la inversión mundial. El envejecimiento poblacional reduce el ahorro en el modelo del ciclo de vida, que predice que las tasas de ahorro más altas corresponden a los grupos etarios de la franja media. En general, el envejecimiento debería elevar las tasas de interés reales y reducir la inversión mundial.

Los cambios del ahorro público (es decir, la política fiscal) afectan a la curva de ahorro agregado en forma similar a los del ahorro privado. Debido a que las tasas a largo plazo son un promedio ponderado de las tasas futuras esperadas a corto plazo, las expectativas de déficits futuros tenderán a aumentar la tasa real actual a largo plazo de los bonos. Además, el efecto global de la política fiscal en las tasas reales incluye un efecto generado por el stock de deuda pública. Dado que las decisiones de ahorro dependen en parte de la riqueza, de la cual la deuda pública es un componente, un alto nivel de deuda tiende a deprimir el ahorro privado y, a su vez, a elevar las tasas de interés reales¹⁶.

Una política monetaria neutra (es decir, que mantenga el producto en su nivel potencial) no contribuye a la determinación de la tasa de interés real, que está entonces en su nivel *natural*. Sin embargo, las desviaciones de la política monetaria respecto de una posición neutra hacen que la tasa real se aparte de su nivel natural. A grandes rasgos, la expansión (contracción) de la política monetaria puede representarse como un desplazamiento hacia afuera (hacia adentro) de la oferta de fondos¹⁷.

No habiendo variaciones de las carteras, la prima accionaria es constante, lo que implica que los movimientos del costo del capital pueden resumirse por los movimientos de las tasas reales. La prima accionaria, sin embargo, varía en el tiempo. Específicamente,

¹⁶El apéndice 3.3 muestra el efecto negativo del stock de deuda pública en el ahorro privado en un modelo de generaciones superpuestas en el cual no se cumple la equivalencia ricardiana.

¹⁷En el modelo estándar IS-LM (Investment Saving-Liquidity Preference Money Supply), una reducción de la oferta monetaria (un desplazamiento hacia la izquierda en la curva LM) aumenta la tasa real, lo cual, a su vez, reduce el producto y la inversión. La disminución del producto desplazaría la curva de ahorro hasta que el ahorro y la inversión estén en equilibrio.

dos factores pueden afectarla: 1) una variación de la oferta (demanda) relativa de bonos y acciones y 2) un cambio en los riesgos relativos de la tenencia de bonos y acciones¹⁸.

Las hipótesis precedentemente esbozadas, y sus implicaciones para las tasas reales, la rentabilidad de las acciones y las curvas de inversión y ahorro mundial, se resumen en el cuadro 3.1.

¿Qué factores contribuyeron a la caída de las tasas de interés reales?

En esta sección se evalúan diversas hipótesis para explicar la disminución observada en las tasas de interés reales.

Cambios en la demanda de fondos

En las economías avanzadas, la relación inversión/PIB registra una marcada disminución desde 1980, particularmente desde 2000 (gráfico 3.6). Esta disminución puede reflejar dos factores: un precio más bajo de la inversión y una reducción de la rentabilidad de la inversión.

Disminución del precio relativo de la inversión

El gráfico 3.7 (panel 1) muestra la evolución del precio relativo de la inversión y del valor y volumen de la inversión como porcentaje del PIB. El gráfico muestra que, si bien el precio relativo de la inversión no disminuyó en forma significativa después de 2002, cayó sostenida-

¹⁸Explicado desde un punto de vista más técnico, un cambio en el riesgo relativo de mantener bonos y acciones es un cambio en la covarianza de los bonos a largo plazo o las acciones con la utilidad marginal del consumo de los hogares, que torna una de las dos clases de activos relativamente más riesgosa (o más segura) como inversión financiera.

Cuadro 3.1. Hipótesis alternativas para explicar una caída de las tasas de interés reales

Hipótesis	Efecto previsto		
	Tasas de interés reales	Rentabilidad esperada sobre el capital	Coefficiente de inversión mundial
Cambio en la inversión	Disminución del precio relativo de la inversión	?	?
	Disminución de la rentabilidad de la inversión	↓	↓
Cambio en el ahorro	Política fiscal contractiva	↓	?
	Aumento del crecimiento del PIB (hábito)	↓	↑
	Factores demográficos (envejecimiento de la población)	↑	↓
Política monetaria	Expansión	↓	↑
Cambio en las carteras	Aumento del riesgo relativo de las acciones	↓	?
	Aumento de la demanda relativa de bonos	↓	=

Fuente: Ilustración del personal técnico del FMI.

mente desde 1980 hasta el inicio de los años 2000¹⁹. Esta reducción, a su vez, determinó una disminución del valor de la inversión como proporción del PIB²⁰.

Menor rentabilidad de la inversión

El gráfico 3.7 presenta también la evolución del crecimiento real de las utilidades de las empresas (panel 2) y de las tasas de utilidad de las empresas (panel 3). Muestra que, aunque no hay variaciones negativas en la rentabilidad de la inversión hasta mediados de los años 2000, la rentabilidad de la inversión ha disminuido marcadamente tras la crisis financiera mundial, particularmente en la zona del euro, Japón y el Reino Unido. Por consiguiente, la hipótesis de que una disminución de la rentabilidad de la inversión en las economías avanzadas ha contribuido a la caída de las tasas reales no encuentra respaldo empírico hasta esta crisis, después de la cual se convierte en un factor clave²¹.

Otra manera de analizar la evolución del atractivo de la inversión es observando la dinámica de la q de Tobin (Hayashi, 1982). Un valor de q mayor que uno para una compañía significa que su valor de mercado es mayor que el valor de sus activos registrados y que las empresas tienen un incentivo para invertir en ella. De igual modo, una disminución del valor de q implica que la inversión se vuelve menos atractiva. A partir de datos de Thomson Reuters Worldscope correspondientes a una muestra de más de 30.000 empresas de 74 países para el período 1990–2013 (Brooks y Ueda, 2011), el análisis observa que la dinámica de q parece seguir la evolución de la rentabilidad de la inversión anteriormente presentada (gráfico 3.7, panel 4)²². En particular, no se observan variaciones negativas en el grado de atractivo de la inversión en la década de 1990

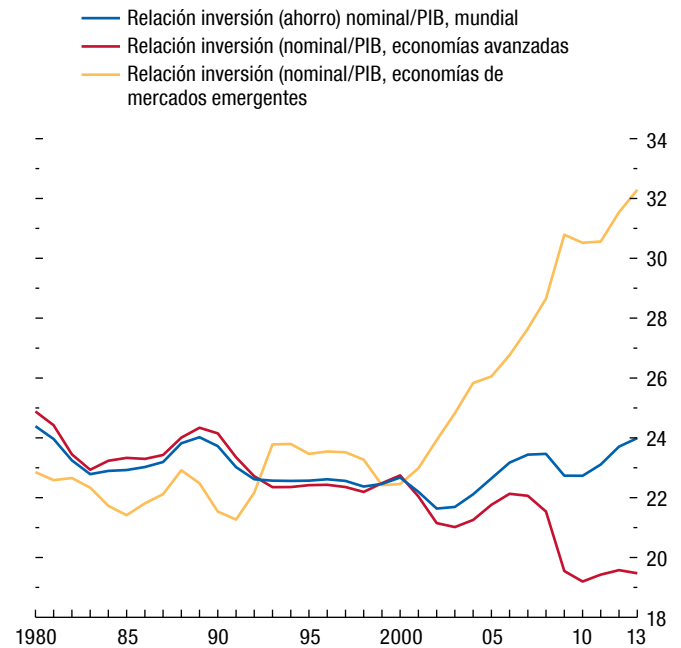
¹⁹La disminución del precio relativo de la inversión ha sido extensamente documentada en estudios anteriores (por ejemplo, Gordon, 1990). Estos estudios típicamente asocian la disminución del precio de la inversión con una mejora de la investigación y el desarrollo, plasmada en nuevos y más eficientes bienes de inversión (por ejemplo, Fisher, 2006). Además, la caída de los precios de las materias primas (como el acero) también puede haber contribuido a la caída del precio relativo de la inversión en los años ochenta y noventa.

²⁰Aunque el volumen de inversión aumentó durante este período, no pudo compensar la reducción del precio relativo del valor de la inversión.

²¹La disminución de la rentabilidad de la inversión en las economías avanzadas es confirmada por un indicador estimado de la rentabilidad (véase el apéndice 3.2). Además, coincide con la disminución del crecimiento de la productividad observada en muchas economías avanzadas tras la crisis mundial.

²²En los cálculos realizados en este análisis se toma como supuesto que el valor marginal de q es igual al valor medio de q .

Gráfico 3.6. Relaciones inversión/PIB
(Porcentaje del PIB)



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

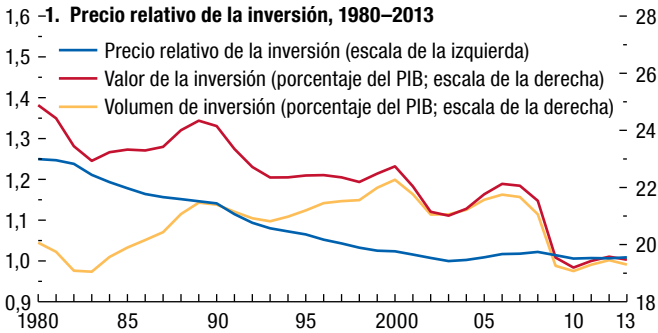
y entre principios y mediados de los años 2000, pero la q se desplomó tras la crisis financiera mundial.

En resumen, ambos factores contribuyeron a la disminución de los coeficientes de inversión en las economías avanzadas, pero durante períodos diferentes: 1) entre 1980 y comienzos de la primera década de los años 2000, la disminución sustancial del precio relativo de la inversión fue importante, y 2) tras la crisis financiera mundial, fue importante la variación negativa de la rentabilidad de la inversión.

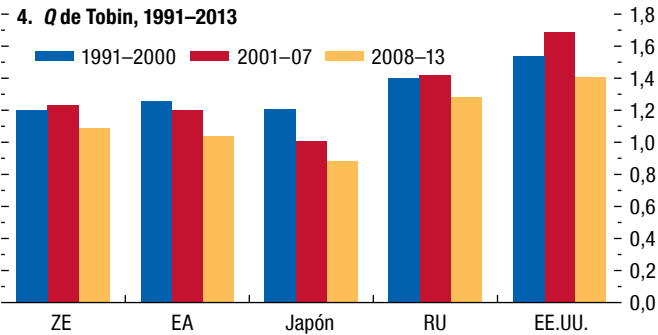
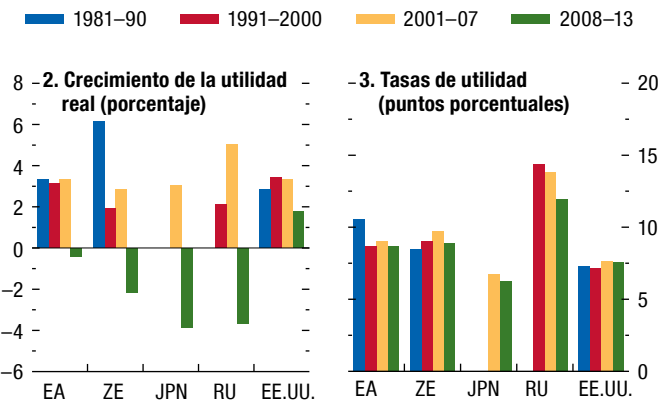
Cambios en el ahorro: El papel de las economías de mercados emergentes

La relación ahorro/PIB en las economías de mercados emergentes registró un marcado aumento después de 2000 (gráfico 3.8, panel 1). Como resultado, la tasa de ahorro mundial entre 2000 y 2007 aumentó 1,7 puntos porcentuales (de los cuales 1,5 puntos porcentuales pueden atribuirse a un incremento de las tasas de ahorro en las economías de mercados emergentes y otros 0,8 puntos porcentuales al mayor peso de las economías de mercados emergentes en el PIB mundial, restándose 0,6 puntos porcentuales como consecuencia de la caída de

Gráfico 3.7. Cambios en la inversión en las economías avanzadas



Rentabilidad de la inversión, 1980-2013



Fuentes: Brooks y Ueda (2011); Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: El crecimiento de la utilidad real es la tasa de crecimiento del excedente de explotación bruto real de las empresas. La tasa de utilidad es la relación entre el excedente de explotación bruto de las empresas y el stock de capital. EA = Economías avanzadas, ZE = zona del euro, JPN = Japón, RU = Reino Unido, EE.UU. = Estados Unidos.

las tasas de ahorro en las economías avanzadas). Dentro de las economías de mercados emergentes, el ahorro de China contribuyó en una proporción cada vez mayor, acercándose al 18% del PIB total de las economías de mercados emergentes para 2013, alrededor de la mitad del ahorro total de dichas economías (gráfico 3.8, panel 2). La mayor oferta de ahorro proveniente de las economías de mercados emergentes, especialmente de China, debe haber contribuido significativamente a la disminución de las tasas de interés reales.

¿Qué factores explican este aumento del ahorro en las economías de mercados emergentes? Entre 2004 y 2008, el alza de los precios del petróleo contribuyó al incremento del ahorro en los países de este grupo que son exportadores de petróleo (gráfico 3.8, panel 2). Además de este factor, se han sugerido diversas causas, entre ellas la erosión de la red de protección social en China, las restricciones financieras, los factores demográficos y el deseo de acumular un colchón sustancial de reservas oficiales (véase la siguiente sección)²³. Sin embargo, en muchas economías de mercados emergentes, las restricciones financieras se han atenuado (Abiad, Detragiache y Tressel, 2010), y en general las redes de protección se han reforzado, lo cual daría lugar a tasas de ahorro más bajas²⁴. Con respecto a China, Wu (2011) observa que la evolución de los factores demográficos, las redes de protección y las restricciones financieras han contribuido solo moderadamente al aumento de las tasas de ahorro. La investigación empírica realizada para este capítulo confirma dicho resultado (recuadro 3.1).

La influencia de los factores demográficos y las restricciones financieras parecen ser importantes para explicar las tendencias del ahorro a largo plazo y las sostenidas diferencias entre los países (FMI, 2013). Tal como se señala en el recuadro 3.1, sin embargo, no pueden explicar el rápido aumento de las tasas de ahorro en las economías de mercados emergentes durante el período 2000-07. Una explicación más pertinente es que las tasas de ahorro aumentaron porque el crecimiento aumentó en forma sostenida (véase también Carroll y Weil, 1994). Esta hipótesis se investiga en el recuadro 3.1. Un modelo de series de tiempo, en el cual las tasas de ahorro son una función de las tasas de

²³Véanse, por ejemplo, Chamon y Prasad (2010), Song y Yang (2010), Curtis, Lugauer y Mark (2011), Wei y Zhang (2011), y G-20 (2011, 2012).

²⁴Por ejemplo, entre 2000 y 2007, el coeficiente de gasto público en salud como porcentaje del PIB aumentó de 2,7% a 3,0% en las economías de mercados emergentes y de 0,49% a 0,75% en China.

ahorro rezagadas y el crecimiento contemporáneo del PIB real, explica la mayor parte de la variación de las series de tiempo en las tasas de ahorro de las economías de mercados emergentes (gráfico 3.8, paneles 3 y 4)²⁵. Del modelo se infiere que el aumento constante del crecimiento de las economías de mercados emergentes durante la última década contribuyó a una variación de alrededor de 10 puntos porcentuales en las tasas de interés entre 2000 y 2007 (panel 3 del gráfico), explicada principalmente por el efecto de la aceleración registrada en China (panel 4). Estos resultados respaldan contundentemente la hipótesis de que el mayor crecimiento de las economías de mercados emergentes en la primera década de los años 2000 contribuyó a elevar las tasas de ahorro de esas economías muy por encima del aumento de las tasas de inversión (es decir, aumentó el ahorro neto)²⁶.

Cambios en el ahorro: El papel de la política fiscal

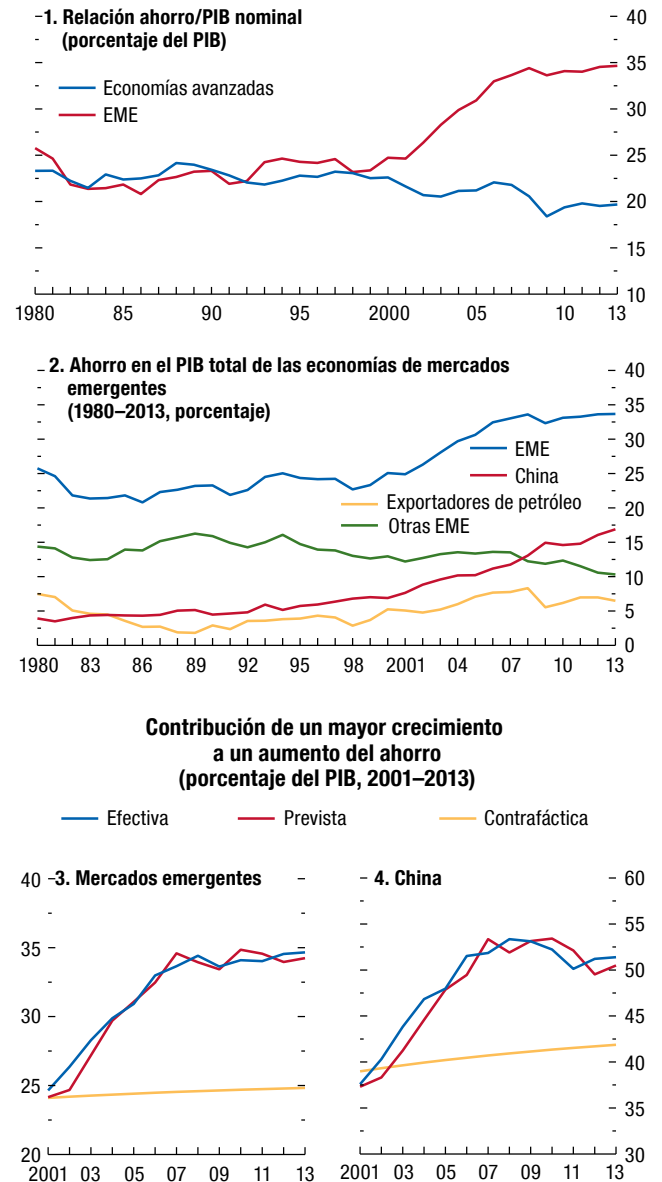
Según indica la teoría, hay tres canales principales a través de los cuales la política fiscal puede afectar a las tasas reales a largo plazo. El primero consiste en reducir el ahorro del sector público, elevando de ese modo las tasas reales contemporáneas a corto plazo. El segundo es mediante los déficits futuros previstos, que afectan a las tasas reales a corto plazo esperadas. El tercero es a través del stock de deuda pública y los impuestos futuros, que pueden afectar a la riqueza privada y de ese modo a las decisiones de ahorro y de consumo. A continuación se analiza cada uno de esos canales.

- El panel 1 del gráfico 3.9 muestra la evolución histórica del ahorro del sector público a nivel mundial como porcentaje del PIB mundial. El coeficiente de ahorro público mundial creció durante el período que va de mediados a fines de la década de 1980, y mediados a fines de la década de 1990, reflejando en términos generales el perfil del coeficiente de las economías avanzadas (gráfico 3.9, paneles 2 y 3).

²⁵El modelo también se ajusta notablemente bien a la evolución de las tasas de ahorro en las economías avanzadas, explicando alrededor del 90% de la variación.

²⁶La relación entre el crecimiento y el ahorro es compleja y difícil de precisar con un alto grado de confianza. En la medida en que su alcance lo permite, el recuadro 3.1 muestra que la relación positiva entre crecimiento y ahorro en el corto a mediano plazo está determinada por el efecto del crecimiento en el ahorro, antes de que por el efecto del ahorro en el crecimiento. Análogamente, se observan evidencias contundentes de que una reducción constante del crecimiento en muchas economías avanzadas (notablemente Japón) ha contribuido significativamente a la caída de sus tasas de ahorro.

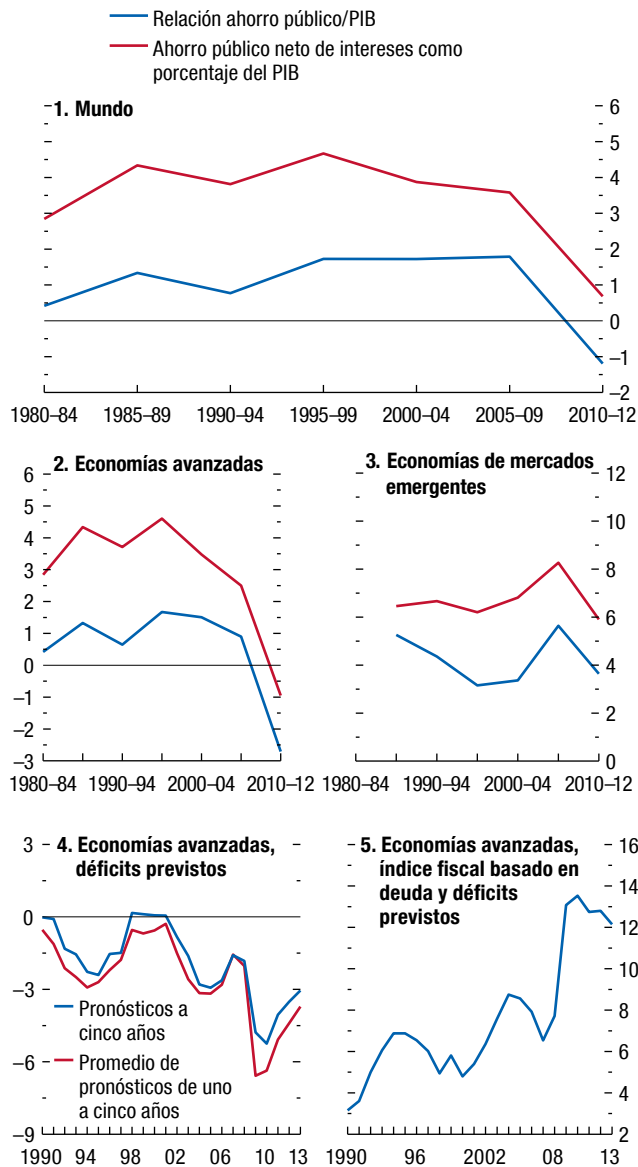
Gráfico 3.8. Cambios en el ahorro en los mercados emergentes



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EME = Economías de mercados emergentes; Efectiva = relación ahorro/PIB efectiva; Prevista = relación ahorro/PIB prevista, obtenida mediante una regresión de la tasa de ahorro de las economías de mercados emergentes sobre su valor rezagado y el crecimiento del PIB real de estas economías; Contrafáctica = pronóstico condicional de la tasa de ahorro suponiéndose que el crecimiento del PIB real se mantiene constante al valor medio de fines de los años noventa.

Gráfico 3.9. Efecto de la política fiscal en las tasas de interés reales
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.

- El gráfico 3.9 (panel 4) muestra las posiciones fiscales esperadas, según las previsiones del informe WEO. Estas también mejoraron considerablemente en la segunda parte de la década de 1990²⁷.
- Por último, siguiendo a Blanchard y Summers (1984) y Blanchard (1985), se construye un índice prospectivo que depende del nivel actual de deuda y las previsiones a diez años de los déficits primarios. Una disminución del índice en el tiempo indica una reducción de la riqueza privada debido a la política fiscal y, por lo tanto, una variación positiva en el ahorro total²⁸. La evolución del índice agregado correspondiente a las economías avanzadas muestra una disminución de 2,1 puntos porcentuales desde 1994 hasta 2000 (gráfico 3.9, panel 5)²⁹.

Por lo tanto, la evidencia relativa a los tres canales indica que las políticas fiscales de las economías avanzadas contribuyeron significativamente a la caída de las tasas de interés reales en los años noventa. Fuera de esa década, sin embargo, tuvieron el efecto contrario. No obstante, el hecho de que las tasas reales siguieron descendiendo durante los años 2000 significa que otros factores compensaron con creces el efecto de la política fiscal.

Política monetaria

En la medida en que la política monetaria sea neutra (es decir, que se mantenga el producto en su nivel potencial), no contribuye a la determinación de la tasa de interés real, que está entonces anclada en su nivel natural. En la práctica, es razonable suponer que cuando un banco central no se desvía del comportamiento sistemático implícito en su regla de política monetaria de larga data, su orientación es aproximadamente neutra entre los diversos ciclos económicos³⁰. En cambio, los shocks de política monetaria, definidos como desviaciones de la regla de política, determina-

²⁷Estas previsiones están disponibles desde 1990 en adelante, pero lamentablemente solo para las economías avanzadas.

²⁸El índice se construye como $x_t = 0,1[b_t + \sum_{i=0}^{\infty} (1,1)^{-i} pd_{t,t+i}]$, donde $pd_{t,t+i}$ es el pronóstico del informe WEO respecto del coeficiente de déficit primario en relación con el PIB en el año $t+i$, y b_t es la relación deuda/PIB en el tiempo t . Véanse más detalles en el apéndice 3.3.

²⁹Esto indica una elasticidad arco en torno a 0,21. En todos los demás períodos, el índice ha aumentado, ejerciendo una presión alcista sobre las tasas reales.

³⁰Esta es claramente una aproximación. Por ejemplo, durante el ciclo económico, cuando se plantea una disyuntiva entre la brecha del producto y la estabilización de la inflación, la autoridad monetaria tiene muy pocos instrumentos para lograr una asignación de primer óptimo. Esto implica a su vez que, durante el ciclo, la tasa real efectiva no puede ser igual a la tasa natural (wickselliana).

rían desviaciones de la orientación neutra. Por ejemplo, una serie de shocks contractivos daría lugar a una tasa real superior a la tasa natural durante algún tiempo.

Para evaluar la función cumplida por la política monetaria, en el análisis se utiliza un indicador de shocks de política monetaria en Estados Unidos. Este país es interesante en sí mismo debido a su prominente papel en el sistema financiero mundial. Además es el único país con respecto al cual se dispone de un indicador fiable de shocks de política monetaria que se remonta a los años ochenta (Coibion, 2012)³¹. En esencia, los shocks estimados son innovaciones exógenas en la tasa de política monetaria, es decir, cambios en la tasa que no se relacionan con la inflación y las condiciones económicas actuales o esperadas. Siguiendo el enfoque propuesto por Romer y Romer (2004), el efecto de la política monetaria se estima de la siguiente manera:

$$\Delta r_t = a + b(l)m\psi_t + \varepsilon_t, \quad (3.2)$$

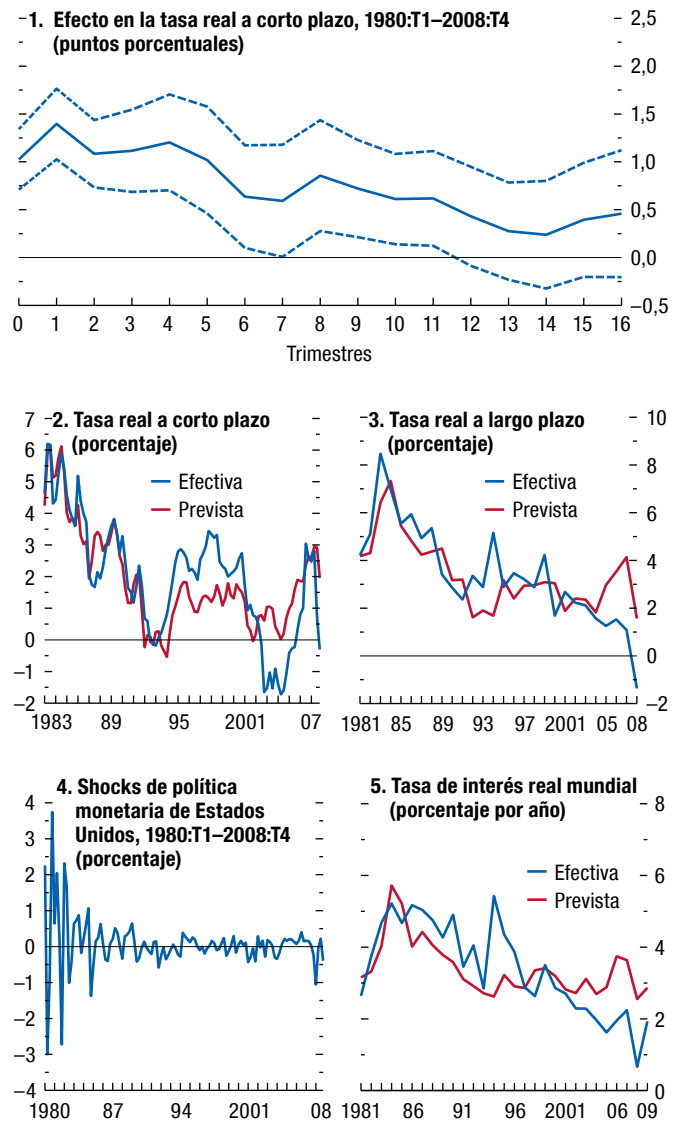
siendo r una tasa real, y $m\psi$ un shock de política monetaria.

Los resultados, expuestos en el gráfico 3.10 (panel 1), muestran que los shocks de política monetaria tienen efectos significativos y prolongados en las tasas de interés reales a corto plazo³². ¿En qué medida explica la política monetaria la disminución efectiva de las tasas de interés reales? En el panel 2 del gráfico 3.10 se traza la evolución efectiva de las tasas reales a corto plazo así como la evolución que puede explicarse por los shocks de política monetaria. Hasta 1992, los shocks de política monetaria por sí solos explican alrededor de 88% de la varianza en las tasas reales a corto plazo; después, el porcentaje de la varianza explicada es mucho menor. Algo similar sucede en el caso de las tasas reales a largo plazo (panel 3 del gráfico) aunque, como cabría esperar, los shocks de política monetaria explican una menor proporción de la variación.

³¹Los shocks de política monetaria estimados son los residuos de una regla de política monetaria estimada sobre la base de las previsiones formuladas en el Libro Verde de la Reserva Federal. El enfoque es similar al originalmente propuesto por Romer y Romer (2004), pero mediante la introducción de parámetros que varían en el tiempo Coibion (2012) permite hacer una distinción entre las innovaciones a la regla del banco central y los cambios de la regla en sí misma. Esta distinción es particularmente útil para un análisis que abarque un período de tiempo prolongado.

³²Esta observación no constituye una novedad, y es congruente con la hipótesis de las rigideces de precios (Christiano, Eichenbaum y Evans, 1999).

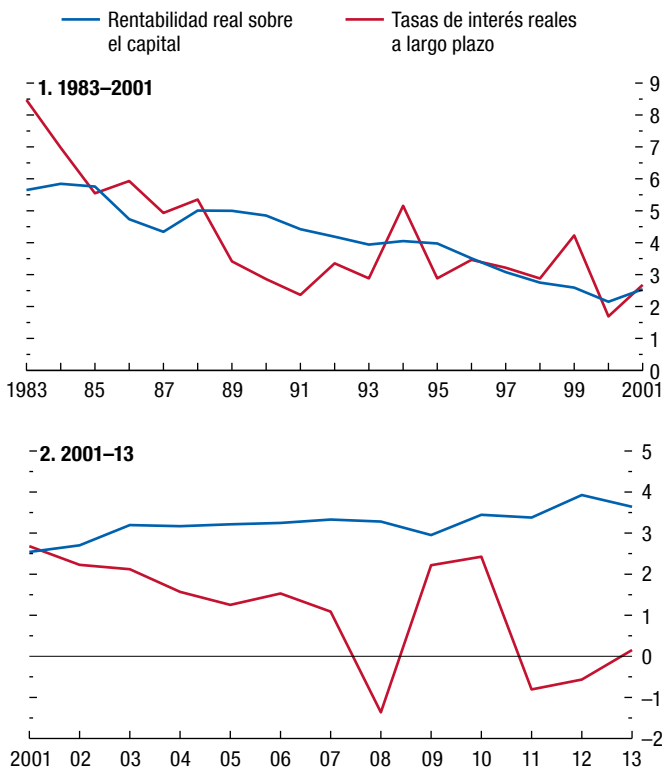
Gráfico 3.10. Efectos de los shocks de política monetaria de Estados Unidos en las tasas de interés reales



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Coibion (2012); Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En el primer panel, la línea continua denota el efecto estimado; las líneas punteadas denotan bandas de confianza de 90%. $t = 0$ es el año del shock de política monetaria. En el panel 5, las tasas reales mundiales no incluyen las tasas reales de Estados Unidos.

Gráfico 3.11. Tasas de interés reales a largo plazo y rentabilidad real sobre el capital
(Porcentaje por año)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.

La mayoría de los grandes shocks de política contractiva ocurrieron en los años ochenta: entre 1980 y 1989, el shock promedio fue *positivo*, de alrededor de 24 puntos básicos por trimestre. Estos shocks positivos son congruentes con el drástico cambio que Paul Volcker, entonces presidente de la Reserva Federal, inició el 6 de octubre de 1979 en el ejercicio de la política monetaria de Estados Unidos y que finalmente llevó a un exitoso proceso de desinflación (Bernanke y Mishkin, 1992). Después de 1990, el tamaño de los shocks de política monetaria se redujo marcadamente porque el régimen de baja inflación estaba para entonces sólidamente establecido (gráfico 3.10, panel 4)³³.

Así como hay pocas dudas en cuanto a que las fluctuaciones de las tasas de interés reales de Estados Unidos

³³Diversos autores han atribuido un papel prominente a la adopción de una mejor política monetaria como explicación de la menor volatilidad del producto (véanse, entre otros, Galí y Gambetti, 2009; Nakov y Pescatori, 2010).

en los años ochenta fueron impulsadas principalmente por la política monetaria del país, también resulta claro que los shocks de política monetaria de ese país determinaron una parte sustancial de las fluctuaciones de la tasa mundial (excluida la tasa real de Estados Unidos) en esa década (gráfico 3.10, panel 5). Hay dos explicaciones económicas para dar cuenta de este resultado. Primero, los shocks monetarios de Estados Unidos tienen efectos secundarios sustanciales en las tasas de interés a corto plazo de otros países, especialmente de aquellos que intentan estabilizar sus tipos de cambio frente al dólar de EE.UU. (edición de octubre de 2013 del informe WEO)³⁴. Segundo, durante los años ochenta y principios de los noventa, los bancos centrales en todo el mundo adoptaron políticas para reducir la inflación que inicialmente exigían una orientación más contractiva de la política monetaria, similar a la seguida por la Reserva Federal de Estados Unidos³⁵.

Cambios en las carteras

Las hipótesis evaluadas hasta ahora predicen una disminución del rendimiento real de un amplio espectro de activos. Sin embargo, aunque la rentabilidad tanto de los bonos como de las acciones mostró una tendencia a la baja entre los años ochenta y fines de los años noventa, después del estallido de la burbuja de las empresas tecnológicas en 2000–01, las primas accionarias aumentaron fuertemente (gráfico 3.11)³⁶. Hay tres causas que explican esta tendencia divergente.

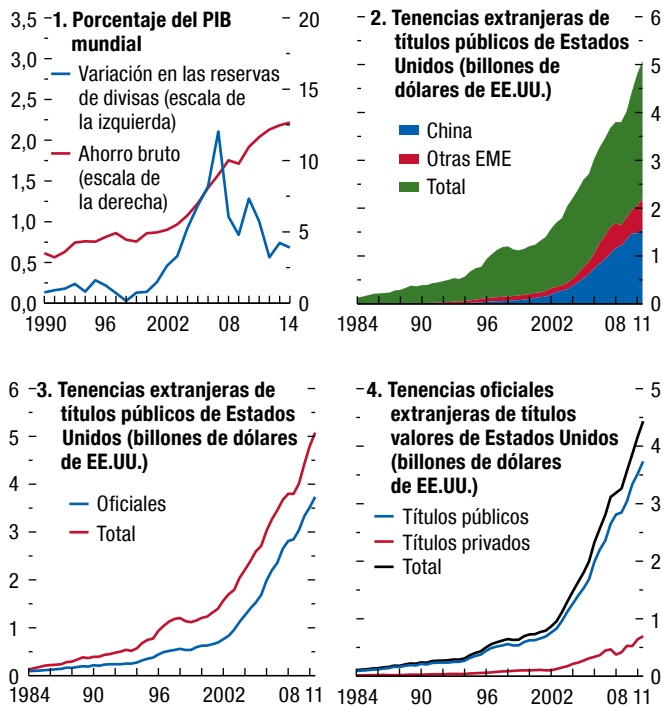
Primero, el fuerte incremento del excedente de ahorro (es decir, los superávits de cuenta corriente) en las economías de mercados emergentes determinó un pronunciado aumento de sus reservas de divisas durante los años 2000 (gráfico 3.12, panel 1), que se invirtieron principalmente en pasivos de renta fija

³⁴En los años ochenta, diversos países propensos a la inflación adoptaron un sistema de metas de tipo de cambio como forma de encontrar un ancla nominal.

³⁵Para principios de la década de 1990, muchas economías avanzadas habían reducido sustancialmente la tasa y la volatilidad de la inflación. La mayoría de las economías de mercados emergentes redujeron sustancialmente la inflación entre la segunda mitad de los años noventa y el comienzo de los años 2000. En un creciente número de países, el cambio de la política se plasmó en la adopción de metas de inflación.

³⁶Aunque el análisis se centra en Estados Unidos debido a la disponibilidad de series de tiempo más largas para la prima accionaria, la mayoría de las economías avanzadas y de mercados emergentes siguen un patrón similar. La capitalización del mercado accionario de Estados Unidos representa más del 35% de la capitalización del mercado accionario mundial.

Gráfico 3.12. Cambios en las carteras y demanda relativa de bonos frente a las acciones

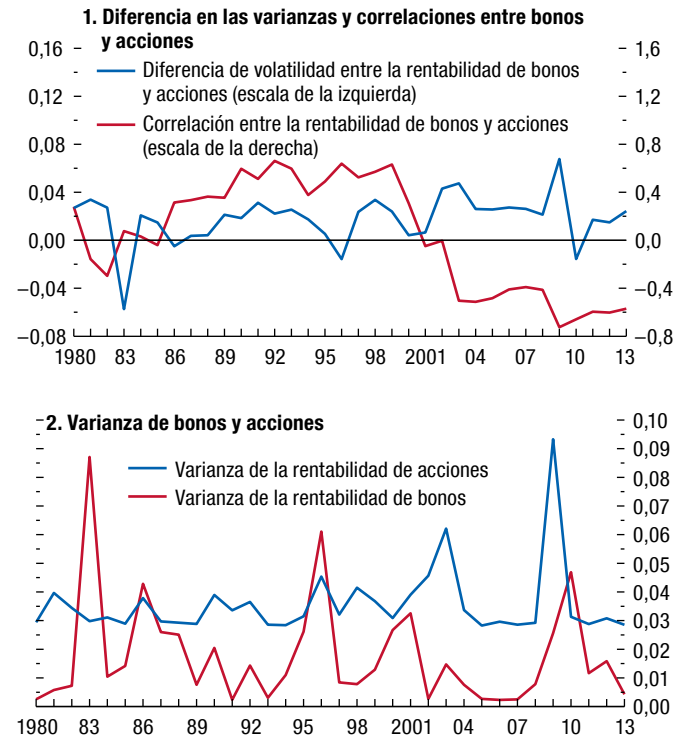


Fuentes: Beltrán *et al.* (2013) y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: EME = Economías de mercados emergentes.

emitidos o garantizados por el Estado. De hecho, las tenencias extranjeras de títulos del Tesoro de Estados Unidos aumentaron considerablemente después de 2000, y la mayor parte de ese aumento es atribuible a las tenencias oficiales extranjeras en poder de China y otras economías de mercados emergentes (gráfico 3.12, paneles 2 y 3). En cambio, la proporción de tenencias privadas extranjeras de acciones y otros activos de Estados Unidos se mantuvo relativamente estable (gráfico 3.12, panel 4). La evidencia empírica indica que esas compras oficiales extranjeras de títulos del Tesoro de Estados Unidos contribuyeron significativamente a la caída de las tasas de interés reales en la primera década de los años 2000 (Warnock y Warnock, 2009; Bernanke, Reinhart y Sack, 2004; Beltrán *et al.*, 2013)³⁷.

³⁷De una comparación de las estimaciones presentadas en estudios anteriores acerca del efecto de las compras en el rendimiento de los títulos del Tesoro se desprende que, si la afluencia de inversiones oficiales extranjeras hacia dichos títulos disminuyera US\$100.000 millones en un mes dado, las tasas del Tesoro crecerían entre 46 y 100 puntos básicos en el corto plazo y entre 4 y 20 puntos básicos en el largo plazo (Beltrán *et al.*, 2013).

Gráfico 3.13. Cambios en las carteras y riesgo relativo de los bonos frente a las acciones, 1980–2013 (Porcentaje)



Fuentes: Bloomberg, L.P., y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Según modelos autorregresivos (ARCH(1)) y autorregresivos generalizados (GARCH(1)) de heterocedasticidad condicional de la rentabilidad de bonos y acciones.

Segundo, un cambio en el riesgo relativo de los bonos y las acciones ha hecho a los primeros relativamente más atractivos. En particular, la evidencia resumida en el gráfico 3.13 (panel 1) muestra que la correlación entre la rentabilidad de bonos y acciones se ha reducido de manera constante (se han observado resultados similares en Campbell, Sunderam y Viceira, 2013), mientras que la correlación entre el crecimiento del consumo y la rentabilidad de las acciones ha aumentado drásticamente desde 2000³⁸.

El panel 2 del gráfico 3.13 muestra que la volatilidad de las tenencias de acciones aumentó marcada-

³⁸La correlación entre el crecimiento anual del consumo y la rentabilidad sobre el capital aumentó de -0,27 en la muestra de 1970–99 a más de 0,50 en el período 2000–13. Un activo con una rentabilidad elevada cuando el consumo es bajo brinda una cobertura y por lo tanto rinde una baja rentabilidad esperada, una prima de riesgo negativa. En general, cuanto más procíclica es la rentabilidad de un activo, tanto mayor es la prima de riesgo asociada con él.

mente tras el estallido de la burbuja de las empresas tecnológicas y de la crisis financiera mundial³⁹.

Por último, entre 2008 y 2013 los bancos centrales de algunas economías avanzadas emprendieron políticas monetarias no convencionales orientadas a estimular la economía. En particular, la evidencia presentada en algunos estudios empíricos (D'Amico *et al.*, 2012; Joyce *et al.*, 2011) indica que la *expansión cuantitativa*, bajo la forma de compras de activos a largo plazo, puede haber comprimido las primas reales por plazo de los bonos públicos a largo plazo en Estados Unidos y el Reino Unido entre 2008 y 2012. A su vez, una reducción de la prima real por plazo podría explicar parte del aumento de la prima accionaria⁴⁰. Aun cuando las estimaciones del efecto de la expansión cuantitativa en la prima por plazo están rodeadas de amplia incertidumbre, es posible que la expansión cuantitativa haya contribuido moderadamente al aumento observado en la prima accionaria entre 2008 y 2013⁴¹.

Cicatrices de la crisis financiera mundial

En muchas economías avanzadas la relación inversión/PIB no ha recuperado aún su nivel anterior a la crisis. ¿Qué debería esperarse en el mediano plazo? Para responder a este interrogante conviene echar una mirada a las crisis financieras anteriores. Dos conjuntos de episodios brindan una base para el análisis: 1) toda la muestra de las crisis financieras de las economías avanzadas entre 1970 y 2007 identificadas por Laeven y Valencia (2012) y 2) las “Cinco grandes” crisis financieras (España, 1977; Noruega, 1987; Finlandia, 1991; Suecia, 1991; y Japón, 1992) identificadas por Reinhart y Rogoff (2008) como las más comparables con la última crisis en términos de gravedad. Observando las

crisis financieras a nivel de cada país es posible analizar por separado la inversión y el ahorro⁴².

Las estimaciones econométricas implican que las crisis financieras causan caídas significativas y prolongadas de la relación inversión/PIB (gráfico 3.14, paneles 1 y 2)⁴³. Las crisis financieras generalmente han reducido esa relación en alrededor de 1 punto porcentual en el corto plazo (un año después de acaecida la crisis), con un efecto máximo de 3 a 3½ puntos porcentuales tres años después de la crisis. El efecto estimado concuerda notablemente bien con la caída de 2½ puntos porcentuales de la relación inversión/PIB registrada entre 2008 y 2013. Además, es congruente con el efecto, observado en estudios anteriores (Furceri y Mourougane, 2012; capítulo 4 de la edición de octubre de 2009 del informe WEO), de las crisis financieras en la relación capital/mano de obra.

Con respecto al ahorro, típicamente las crisis financieras anteriores han reducido la relación ahorro/PIB en alrededor de 2 puntos porcentuales en un horizonte de dos años. Esta reducción disminuye gradualmente hasta extinguirse en el mediano plazo (gráfico 3.14, paneles 3 y 4). La razón por la cual las crisis financieras no tienen un impacto persistente en el ahorro total es que la caída de las tasas de ahorro público —que generalmente ocurre tras una crisis financiera (Reinhart y Rogoff, 2011; Furceri y Zdzienicka, 2012)— es compensada por un incremento persistente de las tasas de ahorro privado (gráfico 3.14, paneles 5 y 6).

En función de la evidencia mencionada, cabe prever que la crisis financiera mundial dejará a mediano plazo importantes cicatrices en la inversión pero no en el ahorro, lo cual contribuirá a que las tasas de interés reales continúen bajas durante algún tiempo.

¿Cabe esperar un cambio importante de las tasas reales?

La crisis financiera mundial divide el período transcurrido en los últimos 15 años. Antes de la crisis, las tasas de interés reales disminuyeron, aun cuando la relación mundial entre la inversión y el PIB aumentó, lo cual hace pensar que se produjo un desplazamiento de la curva de ahorro a nivel mundial. Sin embargo, si el desplazamiento hacia afuera del ahorro mundial hubiera sido el único factor impulsando la caída de

³⁹El gráfico 3.13 también indica que el aumento de la varianza de la rentabilidad de los bonos en relación con la de las acciones puede explicar el aumento de breve duración que registraron las tasas de interés reales de Estados Unidos a principios de los años ochenta (Blanchard, 1993).

⁴⁰En D'Amico *et al.* (2012) se estima el efecto acumulado de las compras de activos a largo plazo de la Reserva Federal en los rendimientos de los bonos públicos a diez años de Estados Unidos, en torno a 80 puntos básicos (un resultado similar se observa en Joyce *et al.*, 2011, respecto del Reino Unido). Dichos autores sostienen que la mayor parte de ese efecto es atribuible a la compresión de la prima real por plazo. Existe un grado sustancial de incertidumbre, sin embargo, acerca de la *persistencia* del efecto.

⁴¹Es posible, sin embargo, que, de no haber existido un proceso de expansión cuantitativa, el aumento de la rentabilidad real esperada sobre el capital habría sido mayor.

⁴²No es posible realizar un ejercicio similar respecto de una crisis mundial, ya que la inversión y el ahorro son iguales a nivel mundial.

⁴³Véase en el apéndice 3.4 una descripción de la metodología utilizada para evaluar el impacto de las crisis financieras en la inversión y el ahorro como proporción del PIB.

la tasa real, se habría observado una caída similar del costo de capital, pero no fue así. Más concretamente, si bien las tasas de interés reales cayeron en alrededor de 1,2 puntos porcentuales, el costo del capital se redujo únicamente en 0,6 puntos porcentuales. Esta diferencia entre las disminuciones parece indicar que los cambios en las carteras contribuyeron en alrededor de 0,6 puntos porcentuales a la disminución de los rendimientos reales de los bonos (cuadro 3.2)⁴⁴.

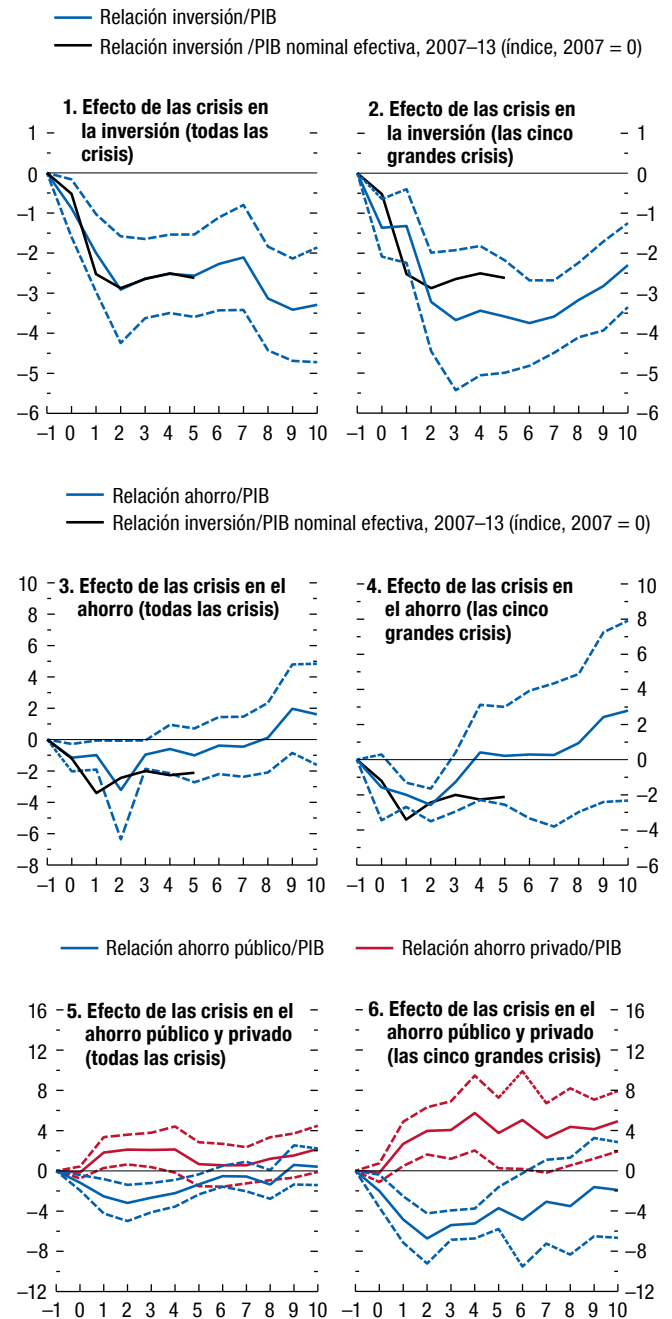
Tras la crisis financiera mundial, las tasas reales siguieron disminuyendo, pero el ahorro y la inversión de equilibrio se redujeron. El análisis anterior parece indicar que el desplazamiento hacia adentro de la curva de inversión mundial (de alrededor de 2 puntos porcentuales) fue el factor principal, mientras que el ahorro respondió a la variación del rendimiento. También en este caso hubo una diferencia entre la disminución de la tasa real y la del costo del capital. La tasa real se redujo en alrededor de 1½ puntos porcentuales, mientras que el costo del capital disminuyó solamente en 0,7 puntos porcentuales, lo cual hace pensar que los cambios en las carteras contribuyeron en alrededor de 0,8 puntos porcentuales a la disminución de los rendimientos reales de los bonos. La expansión cuantitativa (bajo la forma de compras de activos a largo plazo), comprimiendo la prima por plazo sobre los bonos públicos a largo plazo, puede explicar parte del cambio observado en las carteras⁴⁵. Además, la alta elasticidad de las tasas reales a los cambios en la inversión (es decir, de alrededor de 1,5) implica que las tasas reales habrían disminuido mucho más (es decir, alrededor de 3 puntos porcentuales) si no hubiera existido el límite inferior de cero sobre las tasas de interés nominales⁴⁶.

⁴⁴Es posible que la política fiscal más laxa aplicada en las economías avanzadas haya moderado la caída de la tasa real.

⁴⁵Una estimación de *límite superior* del efecto acumulado de la expansión cuantitativa entre 2009 y 2012 en Estados Unidos y el Reino Unido sobre la prima por plazo de los bonos públicos a diez años sería de 80 puntos básicos (D'Amico *et al.*, 2012; Joyce *et al.*, 2011). Dado que el mercado de renta fija en estos países es aproximadamente del mismo tamaño que el mercado de acciones, el impacto de la expansión cuantitativa sería como máximo de 40 puntos básicos tanto en el costo del capital de Estados Unidos como del Reino Unido. Dado que estos países contribuyen al costo mundial del capital en no más de la mitad, la contribución de la política monetaria no convencional a los cambios en las carteras sería como máximo de 0,2 puntos porcentuales.

⁴⁶En este análisis se estima que un cambio de 1 punto porcentual en la inversión reduciría la tasa de interés real (el costo del capital) en alrededor de 1,5 puntos porcentuales (véase el apéndice 3.5). Esta estimación implica que el cambio ocurrido en la inversión (de alrededor de 2 puntos porcentuales) puede haber reducido la tasa real de equilibrio en alrededor de 3 puntos porcentuales.

Gráfico 3.14. Efecto de las crisis financieras en las relaciones ahorro/PIB e inversión/PIB (Porcentaje del PIB)



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las cinco grandes crisis financieras son las de España, 1977; Noruega, 1987; Finlandia, 1991; Suecia, 1991, y Japón, 1992. La línea continua azul (roja) denota el efecto estimado; las líneas punteadas azules (rojas) denotan bandas de confianza de 90%, y la línea negra denota la evolución efectiva de la relación inversión/PIB en las economías avanzadas desde 2007 hasta 2013. Las unidades del eje de la abscisa son años; $t = 0$ denota el año de la crisis financiera.

Cuadro 3.2. Factores que afectan a las tasas de interés reales

	Tasa de interés real (porcentaje)	Costo del capital (porcentaje)	Cambios en el ahorro	Cambios en la inversión	Cambios en las carteras
1996–2000	3,3	3,5			
2001–07	2,1	2,9	↓↓	—	↓↓
2008–12	0,6	2,2	—	↓↓	↓↓
Futuro, mediano plazo	<2,1	<2,9	↑	—	—

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las flechas denotan el impacto de los cambios en el ahorro, la inversión y las carteras sobre la tasa de interés real y el costo del capital. ↑(↓) denota un efecto positivo (negativo).

La política monetaria no convencional en las economías avanzadas únicamente ha mitigado los efectos del límite inferior de cero, lo cual hace pensar que probablemente las tasas reales *naturales* son ahora negativas.

¿Cabe esperar un aumento de las tasas reales a mediano plazo? Para dilucidar este interrogante, es necesario hacer conjeturas sobre la evolución futura de los principales factores determinantes de las tasas reales desde 2000:

- **Cambios en la inversión:** La evidencia sobre el efecto de las crisis financieras graves parece indicar que es poco probable que se revierta completamente el cambio a la baja de la inversión en las economías avanzadas. En las economías de mercados emergentes, se prevé un menor crecimiento, en alrededor de 1 punto porcentual por año, comparado con el registrado en la primera década de 2000. Esta desaceleración podría reducir la inversión en maquinaria y equipos a mediano plazo. En el caso de China, la reducción podría ser mayor debido al reequilibrio del crecimiento, alejándolo de la inversión y orientándolo hacia el consumo.
- **Cambios en el ahorro:** La evidencia empírica indica que el menor crecimiento proyectado determinaría un cambio negativo a mediano plazo en las tasas de ahorro de las economías de mercados emergentes de alrededor de 3,5 puntos porcentuales⁴⁷. Esta reducción sería considerablemente menor en términos absolutos que la variación al alza durante la primera década de 2000. En las economías avanzadas, el efecto de los elevados niveles de deuda pública en las tasas reales probablemente se vería contrarrestado con creces por la mejora proyectada de los saldos fiscales de estas economías⁴⁸.

⁴⁷Las simulaciones basadas en el Modelo Fiscal y Monetario Mundial Integrado del FMI sugieren que el impacto de una reducción de 3,5 puntos porcentuales de las tasas de ahorro de las economías de mercados emergentes en la tasa real mundial se ubicaría entre 0,25 y 1,25 puntos porcentuales a largo plazo.

⁴⁸La evolución proyectada del índice fiscal derivada en la sección anterior sugiere que la política fiscal en las economías avanzadas podría

- **Cambios en las carteras:** En la medida en que persista la fuerte demanda de activos seguros a mediano plazo —como resultado del fortalecimiento de la regulación financiera— es improbable que se revierta el cambio en las carteras en detrimento de las acciones⁴⁹.
- **Política monetaria:** Si bien el producto se ubica por debajo de su potencial en las economías avanzadas, la política monetaria probablemente no contribuirá a elevar las tasas reales⁵⁰. A mediano plazo, cuando se hayan cerrado las brechas del producto, se prevé que la política monetaria será neutra.

En resumen, aunque es probable que las tasas de interés reales aumenten a mediano plazo, no hay motivos contundentes para creer que estas tasas regresarán a los niveles observados a principios de la década de 2000.

Implicaciones del nivel persistentemente bajo de las tasas de interés reales para la sostenibilidad de la deuda

Dados los elevados niveles de deuda pública observados en las economías avanzadas, incluso pequeñas diferencias en las tasas de interés reales durante las próximas décadas

contribuir a mantener las tasas reales en un nivel bajo a mediano plazo. En particular, se proyecta que el índice fiscal disminuirá de alrededor de 1,3 en 2013 a aproximadamente 1,1 en 2018.

⁴⁹El repliegue de las medidas de expansión cuantitativa podría inducir una moderada reversión de los cambios de las carteras observados entre 2008 y 2013, al elevar las primas reales por plazo a los niveles anteriores a la crisis.

⁵⁰En la medida en que el límite inferior cero frene la reducción de las tasas nominales y, por lo tanto, impida que las tasas reales se reduzcan según se estime conveniente, las tasas reales efectivas probablemente serán más elevadas que la tasa *natural*. Por lo tanto, se mantiene una orientación de la política monetaria involuntariamente restrictiva, aunque una política monetaria no convencional puede mitigar en parte este problema. Cuando la recuperación sea lo suficientemente sólida, la tasa natural comenzará a aumentar. Sin embargo, se prevé que se aplicará una política monetaria acomodaticia hasta que se cierren las brechas del producto, manteniendo las tasas de política monetaria por debajo del nivel natural.

tendrán importantes implicaciones para la política fiscal. Dado un determinado nivel de actividad económica, si las tasas de interés son más elevadas de lo previsto, es posible que las actuales metas de consolidación fiscal no sean suficientes para garantizar la sostenibilidad de la deuda. Si son más bajas, la deuda podría reducirse más rápidamente.

Los resultados presentados en el gráfico 3.15 muestran que si las tasas reales se mantuvieran, por ejemplo, en alrededor de 1,5%, lo que representa alrededor de 1 punto porcentual por debajo de la proyección incluida en la edición de octubre de 2013 del informe WEO, *ceteris paribus*, la relación deuda/PIB a cinco años en las economías avanzadas se reduciría en alrededor de 4 puntos porcentuales. El impacto sería mayor en los países con niveles iniciales de deuda más elevados (sobre todo en Japón). Para lograr la misma reducción en la trayectoria de la deuda a través de la política fiscal, la relación superávit primario/PIB tendría que ser mayor en alrededor de 0,8 puntos porcentuales por año⁵¹.

Resumen y conclusiones de política

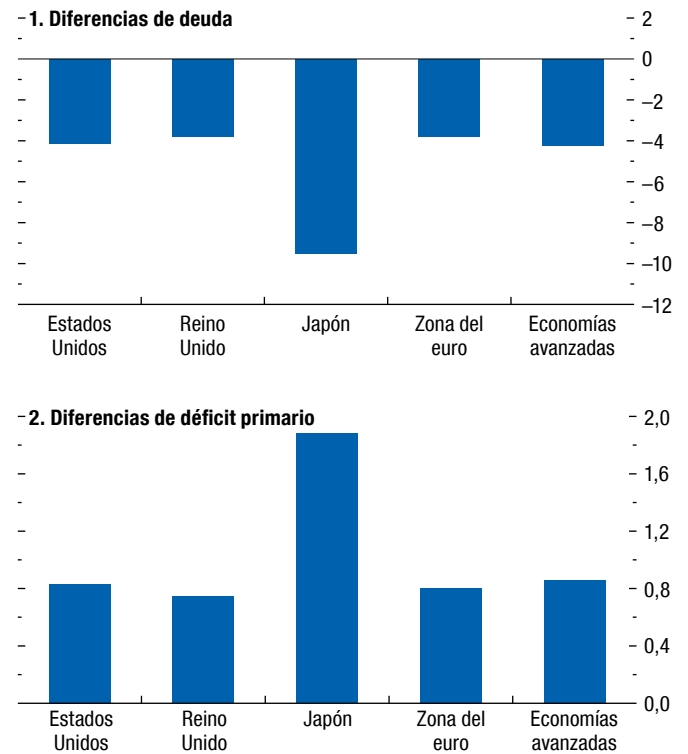
Los movimientos de las tasas de interés reales internas tienen un importante componente mundial. Por lo tanto, es necesario examinar los cambios de la demanda y oferta de fondos a nivel mundial para comprender el comportamiento de las tasas de interés dentro de cualquier región.

En todo el mundo las tasas de interés reales han disminuido sustancialmente desde los años ochenta. También ha disminuido el costo del capital, pero en menor medida porque la rentabilidad sobre el capital ha aumentado desde 2000. Desde principios de la década de 2000, tres factores han contribuido a la caída de las tasas reales y del costo del capital:

- Cambios en el ahorro: El sustancial aumento del ahorro en las economías de mercados emergentes, especialmente en China, a mediados de la década de 2000 contribuyó a una disminución moderada del costo del capital. El crecimiento elevado del ingreso en las economías de mercados emergentes durante este período parece ser el principal factor que impulsó el cambio en el ahorro.
- Cambios en las carteras: Más de la mitad de la reducción que registraron las tasas reales durante

⁵¹Estas cifras son ejemplos ilustrativos. No tienen en cuenta todos los detalles necesarios (por ejemplo, la estructura de vencimientos de la deuda) para obtener un cálculo preciso. Además, en el ejercicio se supone que el crecimiento del PIB es el mismo en ambos escenarios.

Gráfico 3.15. Implicaciones de una disminución de las tasas de interés reales para la sostenibilidad de la deuda (Porcentaje del PIB)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El panel 1 muestra las diferencias en la relación deuda/PIB a cinco años que implicaría una disminución de las tasas reales. El panel 2 muestra el aumento del déficit primario que debería respaldarse cada año entre 2014 y 2018 para alcanzar la misma relación deuda/PIB, con la misma disminución de las tasas reales que en el panel 1.

el primer decenio de 2000 puede atribuirse a un aumento de la demanda *relativa* de bonos. Este aumento reflejó, a su vez, un incremento del riesgo de las acciones, y el consiguiente aumento de la demanda de activos seguros en las economías de mercados emergentes debido a una mayor acumulación de reservas oficiales de divisas⁵². Tras la crisis mundial, ambos factores han seguido contribuyendo a la caída de las tasas reales, aunque ya a un ritmo más moderado.

⁵²La mayor demanda de activos seguros fue atendida solo en parte por el deterioro de las finanzas públicas de las economías avanzadas. Durante la década de 2000 también se observó una enorme expansión de las tenencias de deuda garantizada por el Estado, en particular, de títulos respaldados por hipotecas. El auge de la titulización antes de la crisis mundial puede considerarse como una respuesta del mercado a una mayor demanda de activos seguros.

- Cambios en la inversión: La reducción del costo del capital ocurrida después de la crisis ha sido impulsada principalmente por un colapso de la demanda de fondos para inversión en las economías avanzadas.

La evidencia presentada en este capítulo no sugiere una rápida recuperación de la relación inversión/PIB de las economías avanzadas a mediano plazo. Cuando se hayan cerrado las brechas del producto, se prevé que la orientación de la política monetaria sea neutra a mediano plazo. Es improbable que se revierta totalmente el cambio de las carteras a favor de los bonos, como lo observado en los años 2000: aunque una reducción del excedente de ahorro en las economías de mercados emergentes y por ende del ritmo de acumulación de reservas oficiales podría reducir la demanda de activos seguros, una regulación financiera más estricta surtiría el efecto contrario. El efecto neto sobre las tasas de interés reales probablemente será pequeño, a menos que haya una modificación importante e imprevista de las políticas. En las economías avanzadas el efecto de los elevados niveles de deuda pública en las tasas reales probablemente se verá contrarrestado con creces por la mejora proyectada de los saldos fiscales de estas economías. La disminución proyectada del crecimiento del PIB en las economías de mercados emergentes probablemente reducirá su tasa de ahorro neto, y esta reducción podría ser mayor debido al reequilibrio del crecimiento, alejándolo de la inversión, en China⁵³.

En resumen, se prevé que las tasas reales aumentarán. Sin embargo, no hay motivos contundentes para creer que habrá un retorno al nivel promedio observado a mediados de los años 2000 (es decir, alrededor de 2%). Dentro de este panorama mundial, sin embargo, bien puede haber algunos países que registren tasas reales más elevadas debido a un nivel más alto de las primas por riesgo soberano. Las conclusiones en este caso se aplican a la tasa libre de riesgo.

Los fondos de pensiones y las compañías de seguros que otorgan prestaciones definidas podrían verse negativamente afectados por un período prolongado de bajas tasas de interés reales. Un entorno continuado de bajas tasas de interés reales (y nominales) podría también inducir a los inversionistas y a las instituciones financieras a nivel más general a buscar rendimientos reales (y nominales) más altos, asumiendo más riesgos.

⁵³El efecto se reduciría por un efecto de composición. Los países con tasas de crecimiento del PIB más elevadas son aquellos con tasas de ahorro más altas. El rápido crecimiento de sus economías seguirá impulsando la tasa de ahorro mundial aunque su propia tasa disminuya ligeramente.

Esto, a su vez, podría aumentar los riesgos sistémicos del sector financiero, y por lo tanto, una correcta supervisión macro y microprudencial resultará crucial para mantener la estabilidad financiera.

Si las tasas de interés reales se mantienen en un nivel más bajo que el proyectado en el informe WEO, sería menos difícil lograr la sostenibilidad fiscal. A modo de ejemplo, una reducción de 1 punto porcentual de las tasas reales en relación con la tasa proyectada reduciría en alrededor de 4 puntos porcentuales la relación deuda/PIB promedio en las economías avanzadas. Además, si se prevé que las tasas reales estarán cerca o por debajo de las tasas de crecimiento del PIB real durante un largo tiempo, algunos aumentos del gasto público financiado mediante endeudamiento —especialmente la inversión pública— quizá no generen aumentos de la deuda pública en el mediano plazo.

La reducción de las tasas reales naturales también podría tener importantes implicaciones para la política monetaria. Por ejemplo, con una meta de inflación de 2%, si la tasa de interés real de equilibrio es muy inferior a 2% tal como se anticipó, la tasa de política monetaria neutra típica será considerablemente inferior a 4%⁵⁴. Una tasa natural más baja no reduce la eficacia de la política monetaria en tiempos normales. Sin embargo, dada una meta de inflación determinada, aumenta la probabilidad de que las tasas de interés nominales lleguen al límite inferior cero. El mayor riesgo de que la política monetaria sea ineficaz en tiempos de recesión puede ser una consideración importante a la hora de determinar el marco apropiado de política monetaria.

Apéndice 3.1. Expectativas de crecimiento de la inflación y de los dividendos basadas en un modelo

En este apéndice se describe la metodología empírica utilizada para construir las tasas de interés reales y la rentabilidad real sobre el capital para una muestra desequilibrada compuesta por 25 economías avanzadas y 15 economías de mercados emergentes, entre 1970 y 2013.

Tasas de interés reales

Las tasas reales pueden aproximarse calculando la diferencia entre el rendimiento nominal de los bonos y las correspondientes expectativas de inflación. Para obtener

⁵⁴En Estados Unidos la tasa de política monetaria promedio entre 1990 y 2007 fue de 4,4%.

las expectativas de inflación (expectativas de inflación basadas en un modelo), se utiliza la información de encuestas y pronósticos derivados mediante un proceso autorregresivo estimado de la inflación.

En particular, las expectativas de inflación basadas en un modelo a lo largo de un horizonte j se estiman utilizando un proceso autorregresivo mensual $AR(p)$ para la variable $\gamma_t = \ln P_t - \ln P_{t-12}$, donde P es el índice de precios al consumidor y $p = 12$ es el orden del proceso. El proceso $AR(p)$ se estima en un período móvil de 60 meses a fin de minimizar el efecto de inestabilidad del parámetro. Utilizando pronósticos fuera de la muestra de γ_t , $E_t \ln P_{t+j} - \ln P_t$, se calcula t , que corresponde a la expectativa de inflación en el período $t + j$ ⁵⁵.

$$r_t^{[n]} = i_t^{[n]} - \frac{(1-g)}{(1-g^n)} \sum_{i=1}^n g^i E_t \pi_{t,t+i} \quad (3.3)$$

con $g = (1 + \bar{T})^{-i}$, donde $r_t^{[n]}$ e $i_t^{[n]}$ son las tasas reales y nominales, respectivamente, de un bono de vencimiento n ; $E_t \pi_{t,t+i}$ es la expectativa de inflación en el momento t para el período $t + i$; e \bar{T} es la tasa nominal promedio para el período examinado. En resumen, la tasa real se define como la tasa nominal menos el promedio ponderado de la expectativa de inflación durante toda la vida del bono.

Rentabilidad real sobre el capital

La tasa real requerida interna de rentabilidad del capital en el período t para un horizonte n se estima de la siguiente manera:

$$S_t/D_t = \sum_{j=0}^n (1 + R_{e,t}^{[n]})^{-j} E_t g_{t,t+j} \quad (3.4)$$

donde S es un índice de precios de las acciones y $g_{t,t+j} = D_{t+j}/D_t$ es el crecimiento acumulado de los dividendos correspondiente al índice accionario elegido. Expresada en términos generales, la rentabilidad esperada sobre el capital ($R_{e,t}^{[n]}$) es igual al rendimiento del dividendo más la tasa de crecimiento esperada a largo plazo de los dividendos reales. Las tasas de crecimiento de los dividendos esperadas se construyen estimando un bivariado trimestral VAR(p) del crecimiento de los dividendos y el PIB, siendo $p = 4$. El proceso VAR(p)

⁵⁵Esta metodología produce menores errores de pronóstico y se adapta mejor a las expectativas de la muestra que un proceso autorregresivo con diferencias logarítmicas del índice de precios al consumidor a lo largo del mes anterior, una autorregresión vectorial (VAR) con precios de las materias primas, y una VAR con el crecimiento del PIB.

se estima durante un período móvil de 60 meses para minimizar el efecto de inestabilidad del parámetro.

Apéndice 3.2. Rentabilidad de la inversión

Una posible explicación para la reducción de la relación inversión/PIB en muchas economías avanzadas es que la rentabilidad de la inversión ha disminuido. Las variaciones de la rentabilidad de la inversión pueden obedecer a varios factores (incluidos, los cambios en la tributación de las empresas, los precios de los factores, la productividad y los niveles de incertidumbre), y es difícil cuantificarlos. En este apéndice, presentamos un análisis alternativo para evaluar si la reducción de la relación inversión/PIB puede atribuirse al fortalecimiento inesperado del PIB o, en cambio, a una disminución prevista de la rentabilidad. Para diferenciar estos dos factores, como proponen Blanchard y Summers (1984), se estima la siguiente regresión para cada país de la muestra:

$$\ln I_t = \alpha + \sum_{i=0}^2 \beta_i \ln Y_{t-i} + u_t \quad (3.5)$$

donde

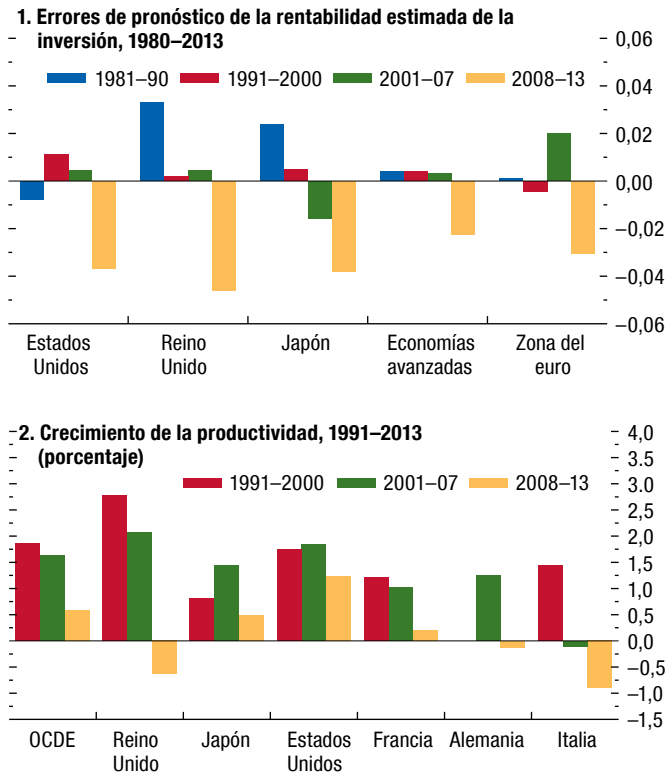
$$u_t = \rho u_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.6)$$

denotando I la inversión privada real e Y el PIB real. En el marco de la hipótesis de que se ha producido una variación negativa de la rentabilidad esperada, la inversión debería haber disminuido más de lo previsto por la evolución del producto, lo que implica un error de pronóstico negativo $\hat{\varepsilon}_t$. El panel 1 del gráfico 3.16 presenta los errores de pronóstico agregados en el caso de las economías avanzadas. El gráfico parece indicar que la hipótesis de que una reducción de la rentabilidad de la inversión ha contribuido a la caída de las tasas de interés reales no encuentra respaldo empírico hasta la crisis financiera mundial, a partir de la cual se convierte en un factor clave. Se puede llegar a una conclusión similar examinando la evolución de la productividad total de los factores (gráfico 3.16, panel 2).

Apéndice 3.3. Indicador fiscal

En este apéndice se describe el marco para evaluar el impacto de la deuda sobre el ahorro total y las tasas de interés reales. Como se señala en el texto del capítulo, para medir el impacto de política fiscal en las tasas reales se requiere examinar no solamente los déficits corrientes y previstos para el futuro, sino también el

Gráfico 3.16. Cambios en la inversión en las economías avanzadas



Fuentes: Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: La rentabilidad de la inversión se calcula como se describe en el texto del apéndice.

nivel del saldo de la deuda pública. Entonces, se deriva un índice fiscal, tal como se describe en Blanchard y Summers (1984) y Blanchard (1985).

En un modelo de ciclo de vida estándar, el consumo está relacionado con la riqueza. A nivel formal, esto podría formularse del siguiente modo:

$$C = \omega[K + B + \pi(W - T; r + p)], \quad (3.7)$$

donde C denota el consumo, $K + B$ la riqueza financiera, ω la propensión marginal al consumo por encima de la riqueza, y $\pi(W - T; r + p)$ el valor presente de la renta del trabajo después de impuestos descontada a una tasa de $r + p$. El término r es la tasa de interés real, y p es un coeficiente de miopía que refleja la mortalidad de los consumidores actuales o su miopía con respecto al futuro. Si nos centramos en la proporción de la demanda agregada (X) que depende directamente de la política fiscal y restamos el valor presente del gasto público obtenemos:

$$X = \omega[B + \pi(D; r + p)] + [G - \omega\pi(G; r + p)], \quad (3.8)$$

donde G es el gasto público, y D denota los déficits primarios. El primer término de la ecuación (3.8) representa el efecto de la deuda y el financiamiento del gobierno en la demanda; el segundo término representa el efecto del gasto público financiado por los impuestos corrientes.

Si los consumidores no son miopes ($p = 0$), el primer término de la ecuación (3.8) es igual a cero, porque los consumidores prevén plenamente las implicaciones fiscales de la restricción presupuestaria: si los consumidores descuentan los impuestos futuros a la tasa de interés, el momento en que se produzca una variación de impuestos no afectará a su nivel de gasto (equivalencia ricardiana). Sin embargo, si los consumidores son miopes, el primer término será positivo ya que no prevén plenamente que los impuestos subirán para financiar mayores pagos de intereses sobre el saldo de la deuda pública.

Para construir una contrapartida empírica de X , dada la fiabilidad más limitada de los pronósticos de G , nos centramos en el primer término de la ecuación (3.8). Si dividimos cada término de la ecuación (3.8) por el PIB y nos centramos en el primer término de la ecuación, esta (3.8) puede reformularse del siguiente modo:

$$x = \omega[b + \pi(d; r + p - g)], \quad (3.9)$$

donde las letras minúsculas indican las proporciones del PIB, y g es la tasa de crecimiento del PIB. Si suponemos que el valor de ω es igual a 0,1, y que el valor de $r + p - g$ es igual a 10% cada año⁵⁶, el índice empírico se determina de la siguiente manera:

$$x_t = 0,1[b_t + \sum_{i=0}^{\infty} (1,1)^{-i} p d_{t,t+i}], \quad (3.10)$$

donde b_t es el saldo de deuda pública en el momento t , y $p d_{t,t+i}$ es el pronóstico de los déficits primarios en el momento t para el período $t + i$. En particular, los déficits previstos se construyen utilizando los pronósticos del informe WEO. Estos pronósticos se encuentran disponibles solo a partir de 1990, y deberían en principio incluir cambios en las políticas actuales, así como pronósticos del crecimiento del producto y la evolución de la deuda y los pagos de intereses a lo largo del tiempo. Sin embargo, dado que los pronósticos solo están disponibles para un horizonte temporal de cinco años, se supone que la relación entre los déficits

⁵⁶El valor se selecciona como en Blanchard y Summers (1984) y se basa en las estimaciones de Hayashi (1982). Seleccionar un valor distinto afectará al nivel del índice, pero no así a su evolución, que constituye el interés principal del presente análisis.

y el PIB del año $t + i > 5$ es igual al pronóstico de la relación para el $t + 5$.

Apéndice 3.4. El efecto de las crisis financieras en la inversión y el ahorro

En este apéndice se describe la técnica estadística utilizada para evaluar el impacto de las crisis financieras en la inversión y el ahorro como proporción del PIB. El método estadístico se basa en el enfoque propuesto por Jordà (2005) para estimar funciones impulso-respuesta robustas. Este enfoque ha sido avalado, entre otros, por Stock y Watson (2007) y Auerbach y Gorodnichenko (2013) como una alternativa flexible que no impone restricciones dinámicas incorporadas en las especificaciones de la autorregresión vectorial (rezago distribuido autorregresivo). El modelo es especialmente pertinente cuando la variable dependiente es muy persistente, como en el análisis de este capítulo.

A nivel más formal, se estima la siguiente especificación econométrica:

$$y_{i,t+k} - y_{i,t-1} = \alpha_i^k + \gamma_t^k + \sum_{j=2}^l \gamma_j^k \Delta y_{i,t-j} + \beta_k D_{i,t} + \varepsilon_{i,t}^k \quad (3.11)$$

donde y denota la relación entre la inversión (ahorro) y el PIB, D es una variable ficticia que toma el valor 1 para la fecha del comienzo de la crisis y 0 en los demás casos, y α_i y γ_t son los efectos fijos de país y tiempo, respectivamente.

La muestra comprende un panel desequilibrado compuesto por 35 economías avanzadas entre 1970 y 2007. Los episodios de crisis se obtienen de Laeven y Valencia (2012). En particular, dos conjuntos de episodios de crisis son de especial interés: 1) la muestra completa de episodios de crisis financieras en las economías avanzadas (1970–2007) y 2) las “Cinco grandes” crisis financieras (España, 1977; Noruega, 1987; Finlandia, 1991; Suecia, 1991, y Japón, 1992) identificadas por Reinhart y Rogoff (2008) como las más comparables a la reciente crisis en términos de gravedad.

El modelo se estima para cada $k = 0, \dots, 10$. Las funciones impulso-respuesta se calculan utilizando los coeficientes estimados β_k . Las bandas de confianza asociadas a las funciones impulso-respuesta estimadas se obtienen utilizando las desviaciones estándar estimadas de los coeficientes β_k . Se ha comprobado el número de rezagos (l), y los resultados sugieren que la inclusión de dos rezagos produce la mejor especificación. Las correcciones por heteroscedasticidad, cuando correspondan, se

aplican utilizando errores estándar robustos; el problema de autocorrelación se soluciona utilizando los dos rezagos de la variación de la relación entre la inversión (ahorro) y el PIB como variables de control⁵⁷. Aunque la presencia de una variable dependiente rezagada y de los efectos fijos de país pueden, en principio, sesgar la estimación de γ_j^k y β_k en muestras pequeñas (Nickell, 1981), la duración de la dimensión de tiempo mitiga esta preocupación⁵⁸. En teoría, otra cuestión podría ser la causalidad invertida, porque las variaciones de la relación entre la inversión (ahorro) y el PIB pueden incidir en la probabilidad de que ocurran crisis financieras. Sin embargo, esta estrategia empírica aborda esta cuestión estimando las variaciones de la relación entre la inversión (ahorro) y el PIB en los años *posteriores* a una crisis⁵⁹.

Apéndice 3.5. Sensibilidad del ahorro y la inversión a las tasas reales

En este apéndice se presenta un marco para evaluar la sensibilidad del ahorro y la inversión a nivel mundial a la tasa de interés real. La demanda de fondos (es decir, la elasticidad de la inversión a la tasa real) se identifica utilizando las variaciones de las redes de protección social (representadas por el gasto social) que dan lugar a variaciones exógenas de la oferta de fondos (ahorro); la oferta de fondos se identifica utilizando las variaciones del precio relativo de la inversión, que cambia la demanda de fondos.

En particular, se estima el siguiente sistema de ecuaciones utilizando datos anuales de 1980 a 2013:

$$s_t = a_0 + a_1 r_t + a_2 n_t + \varepsilon_t \quad (3.12)$$

$$i_t = b_0 + b_1 r_t + b_2 p_t + \varepsilon_t \quad (3.13)$$

$$s_t = \dot{i}_t \quad (3.14)$$

donde s denota el ahorro mundial como porcentaje del PIB, i es la inversión mundial como porcentaje del PIB, n es el gasto social de una economía avanzada como porcentaje del PIB, y p es el precio relativo de la inversión de una economía avanzada.

La inclusión de las variables n y p permite que en el ejercicio se identifiquen los coeficientes de las ecuaciones

⁵⁷Se han realizado pruebas de autocorrelación de los valores residuales que han rechazado la hipótesis de una correlación serial.

⁵⁸El sesgo de la muestra finita es del orden de $1/T$, donde T en la muestra es 38.

⁵⁹Asimismo, los controles de robustez por endogeneidad confirman la validez de estos resultados.

Cuadro 3.3. Inversión (ahorro) y tasa de interés real, ecuaciones en forma reducida

	Ecuación inversión (ahorro)	Ecuación tasa de interés real
Redes de protección social	-0,553*** (0,016)	0,106*** (0,042)
Precio relativo de la inversión	3,334*** (1,121)	21,369*** (2,978)
R ²	0,400	0,660

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores estándar robustos figuran entre paréntesis. *** denota significancia al nivel de 1%.

estructurales (3.12 y 3.13) a partir de una combinación lineal de los coeficientes de forma reducida. En particular, las estimaciones de los coeficientes de forma reducida presentadas en el cuadro 3.3 indican una elasticidad de la inversión a la tasa real de alrededor de -0,5, y una elasticidad del ahorro a la tasa real de aproximadamente 0,15⁶⁰. Esto implica que el impacto de las variaciones exógenas del ahorro y la inversión en la tasa real puede cuantificarse como las $\Delta r = 1.5(\text{Variaciones del ahorro} - \text{Variaciones de la inversión})$.

Apéndice 3.6. El ahorro y el crecimiento con el hábito de consumo

En este apéndice se obtiene una solución cerrada simple del consumo y de la tasa de ahorro en un modelo del ingreso permanente con expectativas racionales.

Se supone que los hogares en cada período t tienen un flujo de utilidad derivado de $u(c_t^*)$ donde $c_t^* = c_t - \gamma c_{t-1}$ y que la función de utilidad es cuadrática. El papel de la formación de hábitos está representado por el parámetro γ , cuando $\gamma = 0$, no existe hábito. Se denota el ingreso de los hogares por y_t y la riqueza financiera por A_{t-1} . Los hogares descuentan el futuro a una tasa r , que también corresponde al rendimiento de la riqueza. El ahorro se define como $S_t = rA_{t-1} + y_t - c_t$. Por lo tanto, es posible derivar la siguiente relación (Alessie y Lusardi, 1997):

$$S_t = \gamma S_{t+1} + \Delta y_t - \left[1 - \frac{\gamma}{1+r} \right] E_t \sum_{j=0}^{\infty} (1+r)^{-j} \Delta y_{t+j} \tag{3.15}$$

⁶⁰La elasticidad estimada de la inversión a la tasa real es similar a la observada en estudios anteriores. Por ejemplo, Gilchrist y Zakrajsek (2007), que utilizan un panel de 926 empresas no agrícolas estadounidenses cotizadas en bolsa entre 1973 y 2005, observan que un aumento de 1 punto porcentual del costo del capital implica una reducción de la tasa de inversión de 1/2 punto porcentual.

Dividiendo ambas partes de la ecuación (3.15) por y_t , obtenemos:

$$s_t(1 + g_t) = \gamma s_{t-1} + g_t - \left[1 - \frac{\gamma}{1+r} \right] \times E_t \sum_{j=0}^{\infty} (1+r)^{-j} \Delta y_{t+j} / y_{t-1}, \tag{3.16}$$

donde $s_t = S_t / y_t$ y $g_t = \Delta y_t / y_{t-1}$. Cuando g_t es lo suficientemente pequeño, la ecuación (3.16) puede aproximarse de la siguiente forma:

$$s_t \cong \text{const} + \gamma s_{t-1} + g_t - \left[1 - \frac{\gamma}{1+r} \right] E_t \sum_{j=0}^{\infty} (1+r)^{-j} g_{t+j}, \tag{3.17}$$

Supongamos que el crecimiento del producto sigue un proceso estocástico $E_t g_{t+j} = \rho^j g_t$, con $|\rho| < 1$; entonces la ecuación (3.17) puede expresarse de la siguiente forma:

$$s_t \cong \text{const} + \gamma s_{t-1} + \frac{\gamma - \rho}{1+r-\rho} g_t \tag{3.18}$$

Si el parámetro del hábito es mayor que el parámetro de persistencia del proceso de crecimiento, un aumento del crecimiento del PIB da lugar a un incremento de la tasa de ahorro.

Apéndice 3.7. Muestra de países utilizados en los cuadros y gráficos

En este apéndice se describe la muestra utilizada para estimar las tasas de interés reales mundiales, la inversión mundial, el ahorro mundial, la desviación estándar de las tasas de interés reales y el indicador de la integración financiera. En general, la muestra se seleccionó en función de la disponibilidad de datos. El período de cobertura y la lista completa de países utilizados para estimar las tasas de interés reales mundiales a corto y largo plazo, la inversión nominal mundial y la relación entre el ahorro nominal y el PIB se presentan en el cuadro 3.4. En los siguientes párrafos también se

Cuadro 3.4. Cobertura de los datos sobre las tasas de interés, la inversión y el ahorro mundiales

País	Período			
	Tasa de interés a corto plazo	Tasa de interés a largo plazo	Inversión	Ahorro
Albania	n.d.	n.d.	1960–2013	1960–2013
Alemania	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
Angola	n.d.	n.d.	1980–2013	1970–2013
Antigua y Barbuda	n.d.	n.d.	1977–2013	1977–2013
Arabia Saudita	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Argelia	n.d.	n.d.	1963–2013	1966–2013
Argentina	2000–13	2003–13	1960–2013	1967–2013
Australia	1968–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
Austria	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1965–2013
Bahamas, Las	n.d.	n.d.	1962–2013	1968–2013
Bahrein	n.d.	n.d.	1969–2013	1969–2013
Bangladesh	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Barbados	n.d.	n.d.	1965–2013	1967–2013
Bélgica	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1980–2013
Belice	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Benin	n.d.	n.d.	1969–2013	1969–2013
Bhután	n.d.	n.d.	1979–2013	1980–2013
Bolivia	n.d.	n.d.	1970–2013	1967–2013
Botswana	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Brasil	2001–13	2001–13	1963–2013	1967–2013
Bulgaria	n.d.	n.d.	1969–2013	1969–2013
Burkina Faso	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Burundi	n.d.	n.d.	1960–2013	1968–2013
Cabo Verde	n.d.	n.d.	1963–2013	n.d.
Camerún	n.d.	n.d.	1963–2013	1963–2013
Canadá	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
Chad	n.d.	n.d.	1969–2013	n.d.
Chile	1990–2012	2004–13	1960–2013	1960–2013
China	1991–2013	2002–13	1963–2013	1968–2013
Chipre	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Colombia	n.d.	2009–12	1960–2013	1968–2013
Comoras	n.d.	n.d.	1969–2013	1969–2013
Congo, República del	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Congo, República Democrática del	n.d.	n.d.	1960–2013	1978–2013
Costa Rica	n.d.	n.d.	1960–2013	1967–2013
Côte d'Ivoire	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Cuba	n.d.	n.d.	1970–2010	n.d.
Dinamarca	1974–2013	1974–2013	1966–2013	1969–2013
Dominica	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Ecuador	n.d.	n.d.	1965–2013	1976–2013
Egipto	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Emiratos Árabes Unidos	n.d.	n.d.	1964–2013	1968–2013
España	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1969–2013
Estados Unidos	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
Estonia	1999–2012	n.d.	n.d.	n.d.
Etiopía	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Fiji	n.d.	n.d.	1963–2013	1979–2008
Filipinas	1976–2013	1998–2013	1960–2013	1968–2013
Finlandia	1970–2013	1967–2013	1960–2013	1969–2013
Francia	1970–2013	1967–2013	1960–2013	1965–2013
Gabón	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Gambia	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Ghana	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Granada	n.d.	n.d.	1977–2013	1980–2013
Grecia	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
Guatemala	n.d.	n.d.	1960–2013	1967–2013
Guinea	n.d.	n.d.	1969–2013	1969–2013
Guinea-Bissau	n.d.	n.d.	1979–2013	n.d.
Guinea Ecuatorial	n.d.	n.d.	1969–2013	n.d.
Guyana	n.d.	n.d.	1960–2013	1967–2013

Cuadro 3.4. Cobertura de los datos sobre las tasas de interés, la inversión y el ahorro mundiales (continuación)

País	Período			
	Tasa de interés a corto plazo	Tasa de interés a largo plazo	Inversión	Ahorro
Haití	n.d.	n.d.	1963–2013	n.d.
Honduras	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Hong Kong, RAE de	1987–2013	1991–2013	1961–2013	1961–2013
Hungría	1988–2013	1999–2013	1960–2013	1968–2013
India	1996–2012	1990–2013	1960–2013	1967–2013
Indonesia	1990–2013	2003–13	1963–2013	1967–2013
Irán	n.d.	n.d.	1963–2013	1963–2013
Irlanda	1983–2013	1982–2013	1960–2013	1960–2013
Islandia	1983–2013	1983–2013	1960–2013	1960–2013
Islas Salomón	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Israel	1992–2013	1997–2013	1963–2013	1963–2013
Italia	1971–2013	1967–2013	1960–2013	1965–2013
Jamaica	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Japón	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
Jordania	n.d.	n.d.	1963–2013	n.d.
Kenya	n.d.	n.d.	1963–2013	1963–2013
Kiribati	n.d.	n.d.	1977–1992	1979–1992
Kuwait	n.d.	n.d.	1963–2013	n.d.
Lesotho	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Letonia	n.d.	n.d.	1980–2013	n.d.
Líbano	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Libia	n.d.	n.d.	1976–2013	1969–2013
Luxemburgo	1967–2013	1985–2013	1960–2013	1970–2013
Madagascar	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Malasia	1976–2013	1992–2013	1960–2013	1966–2013
Malawi	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Maldivas	n.d.	n.d.	1980–2013	1968–2013
Mali	n.d.	n.d.	1967–2013	1969–2013
Malta	n.d.	n.d.	1970–2013	1971–2013
Marruecos	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Mauricio	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Mauritania	n.d.	n.d.	1960–2013	n.d.
México	1978–2013	2002–13	1960–2013	1967–2013
Mongolia	n.d.	n.d.	1969–2013	1969–2013
Mozambique	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Myanmar	n.d.	n.d.	1960–2013	n.d.
Namibia	n.d.	n.d.	1980–2013	n.d.
Nepal	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Nicaragua	n.d.	n.d.	1960–2013	1969–2013
Níger	n.d.	n.d.	1963–2013	1963–2013
Nigeria	n.d.	n.d.	1963–2013	n.d.
Noruega	1970–2013	1967–2013	1960–2013	1969–2013
Nueva Zelanda	1974–2013	1967–2013	1960–2013	1969–2013
Omán	n.d.	n.d.	1967–2013	1969–2013
Países Bajos	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1970–2013
Pakistán	1991–2013	2002–12	1960–2013	1967–2013
Panamá	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Papua Nueva Guinea	n.d.	n.d.	1960–2013	1968–2013
Paraguay	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Perú	n.d.	2007–12	1960–2013	1968–2013
Polonia	n.d.	n.d.	n.d.	1963–2013
Portugal	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1969–2013
Puerto Rico	n.d.	n.d.	1960–2011	n.d.
Qatar	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Reino Unido	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
República Centroafricana	n.d.	n.d.	1969–2013	1969–2013
República Checa	1998–2013	2000–13	n.d.	n.d.
República Dominicana	n.d.	n.d.	1960–2013	1967–2013
Rumania	1997–2013	2011–12	1963–2013	1979–2013
Rwanda	n.d.	n.d.	1963–2013	n.d.

Cuadro 3.4. Cobertura de los datos sobre las tasas de interés, la inversión y el ahorro mundiales (continuación)

País	Período			
	Tasa de interés a corto plazo	Tasa de interés a largo plazo	Inversión	Ahorro
Saint Kitts y Nevis	n.d.	n.d.	1963–2013	n.d.
San Vicente y las Granadinas	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Santa Lucía	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Senegal	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Seychelles	n.d.	n.d.	1976–2013	1969–2013
Sierra Leona	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Singapur	1981–2013	1986–2013	1965–2013	1965–2013
Siria	n.d.	n.d.	1965–2010	1969–2010
Sri Lanka	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Sudán	n.d.	n.d.	1976–2013	n.d.
Suecia	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
Suiza	1974–2013	1967–2013	1965–2013	1980–2011
Suriname	n.d.	n.d.	1977–2005	n.d.
Swazilandia	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Tailandia	1977–2013	1996–2012	1960–2013	1968–2013
Taiwan, provincia china de	1983–2013	1992–2013	1963–2013	1963–2013
Tanzanía	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Togo	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Tonga	n.d.	n.d.	1975–2013	n.d.
Trinidad y Tabago	n.d.	n.d.	1960–2013	1967–2013
Tunisia	n.d.	n.d.	1963–2013	1968–2013
Turquía	n.d.	n.d.	1960–2013	1963–2013
Ucrania	2007–13	2007–13	n.d.	n.d.
Uganda	n.d.	n.d.	1963–2013	1963–2013
Uruguay	n.d.	n.d.	1960–2013	1967–2013
Venezuela	n.d.	n.d.	1963–2013	1966–2013
Vietnam	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Zambia	n.d.	n.d.	1963–2013	1967–2013
Zimbabwe	n.d.	n.d.	1960–2013	n.d.

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

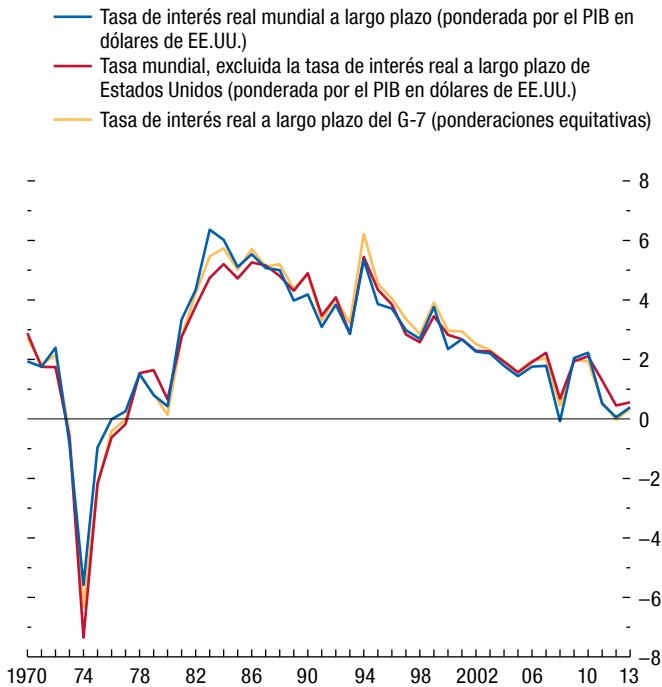
presentan los países de las muestras utilizadas en algunos gráficos específicos.

El gráfico 3.3, panel 1 utiliza una muestra equilibrada de países con respecto a los que se dispone de datos sobre las tasas de interés reales desde 1970. La tasa real mundial a corto plazo incluye datos correspondientes a Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Japón, Luxemburgo, Noruega, los Países Bajos, Portugal, el Reino Unido, Sudáfrica y Suecia. La tasa real mundial a largo plazo incluye datos correspondientes a Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelandia, los Países Bajos, Portugal, Suecia, Suiza y el Reino Unido. El gráfico 3.3, panel 3 incluye los países con respecto a los que se dispone de datos a partir de 1991. La tasa de interés real mundial incluye datos correspondientes a Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea, Dinamarca, España, Estados

Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, India, Irlanda, Islandia, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelandia, los Países Bajos, Portugal, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, Singapur, Sudáfrica, Suecia y Suiza. El costo mundial del capital incluye datos correspondientes a Alemania, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Francia, los Países Bajos, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido y Suiza.

El análisis del componente principal en el gráfico 3.4, panel 1 incluye datos correspondientes a Australia, Austria, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelandia, los Países Bajos, Portugal, el Reino Unido, Suecia y Suiza. La desviación estándar de la tasa de interés real en el gráfico 3.4, panel 2 se basa en los datos utilizados para la misma muestra que la tasa real a corto plazo del gráfico 3.3, panel 1. En el gráfico 3.4, panel 2, la integración financiera se elabora utilizando datos correspondientes a Alemania, Australia,

Gráfico 3.17. Tasas de interés reales mundiales a largo plazo
(Porcentaje por año)



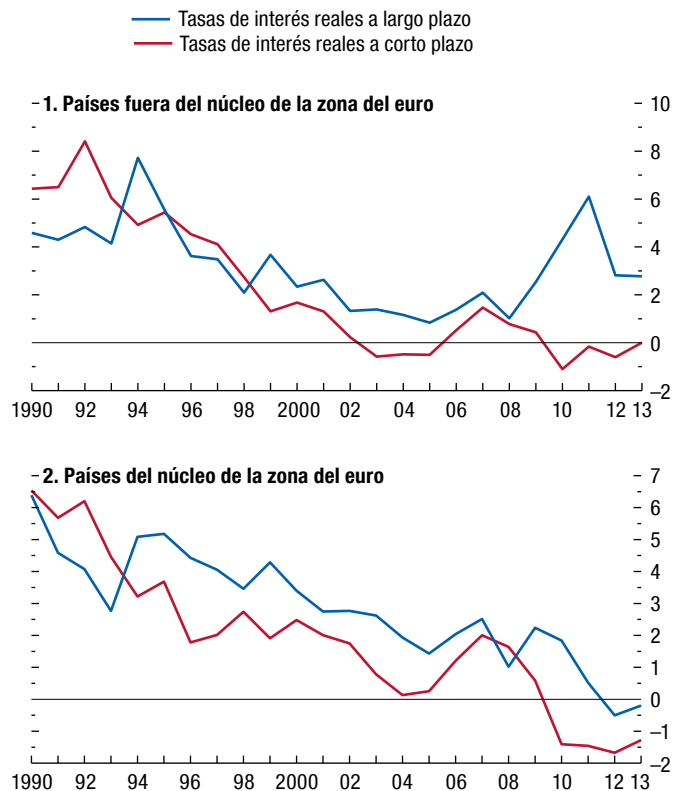
Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: El G-7 comprende Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

Austria, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, los Países Bajos, Portugal, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

La tasa de interés real mundial a largo plazo del gráfico 3.17 se estima utilizando datos de la misma muestra que en el gráfico 3.3, panel 1.

Por último, la elaboración de las tasas reales mundiales a corto plazo excluye aquellos países que han experimentado un aumento significativo del riesgo de incumplimiento después de la crisis mundial (es decir, algunos países que no forman parte del núcleo

Gráfico 3.18. Convergencia de las tasas de interés reales en la zona del euro
(Porcentaje)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Los países fuera del núcleo de la zona del euro son España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

de la zona del euro), ya que el análisis de los factores determinantes de los riesgos de incumplimiento va más allá del alcance de este capítulo. Es posible observar, en relación con la zona del euro, que si bien las tasas reales mundiales a largo plazo se han reducido progresivamente para los países del núcleo de la zona del euro, recientemente han aumentado para los países que no forman parte del núcleo de esta zona. En cambio, las tasas reales a corto plazo han disminuido en ambos grupos de países (gráfico 3.18).

Recuadro 3.1. Ahorro y crecimiento económico

Desde hace tiempo, el estudio del comportamiento del ahorro privado resulta vital para la economía porque el ahorro nacional privado es la principal fuente de financiamiento de la inversión. En esta investigación, el nexo causal entre la tasa de ahorro y el crecimiento económico ha sido objeto de un prolongado debate. En este recuadro se argumenta que esta cuestión es esencial para comprender la evolución reciente del ahorro en la economía mundial. Se presentan pruebas de que el aumento de la aceleración del crecimiento en las economías de mercados emergentes durante los primeros años de la década de 2000 contribuyó al incremento de sus tasas de ahorro.

En principio, la relación de causalidad entre ahorro y crecimiento puede ser bidireccional. Por ejemplo, podría ser razonable considerar que una tasa de ahorro elevada es condición previa para un crecimiento elevado, en especial si la inversión interna no puede financiarse fácilmente con capital extranjero (Solow, 1956; Romer, 1986; Rebelo, 1992). Por el contrario, Modigliani y Brumberg (1954, 1980) pronostican que un mayor crecimiento de los ingresos provoca un incremento de la tasa de ahorro de los hogares. Su razonamiento se basa en el supuesto esencial de que, en el ciclo de vida, las generaciones jóvenes y trabajadoras ahorran, mientras que las mayores gastan lo acumulado durante su juventud. Cuando hay crecimiento de la productividad, la generación joven es más rica de lo que eran sus padres a la misma edad. Si los ingresos aumentan, el ahorro de los jóvenes será entonces superior al desahorro de los mayores, de modo que un mayor crecimiento económico genera tasas de ahorro superiores.

Esta predicción ha sido cuestionada tanto a nivel teórico como empírico. Kotlikoff y Summers (1980, 1988) afirman que el ahorro en el ciclo de vida (es decir, el ahorro para la jubilación) representa solo una pequeña parte del ahorro nacional¹. Otros argumentan que, con estructuras demográficas más realistas, los efectos del crecimiento de la productividad sobre el ahorro agregado podrían manifestarse en cualquier dirección².

Nota: Los autores de este recuadro son Davide Furceri, Andrea Pescatori y Boqun Wang.

¹También es posible que la incertidumbre acerca de la esperanza de vida, la salud y los costos sanitarios lleve a las personas mayores a ser más cautas a la hora de gastar sus activos (Deaton, 1992).

²No obstante, la presencia de problemas de liquidez o ahorro prudencial en un modelo de ciclo vital puede hacer que las nuevas generaciones ahorren incluso cuando haya un crecimiento

Estudios recientes del comportamiento del consumo han recuperado la idea de que un mayor crecimiento puede propiciar un aumento del ahorro a mediano plazo. En presencia de hábitos de consumo, aquellos hogares cuyos ingresos aumenten (disminuyan) adaptarán de forma lenta su consumo al nuevo nivel superior (inferior); es decir, la tasa de ahorro aumentará (disminuirá) de forma temporal (Carroll y Weil, 1994)³.

Este recuadro revisa el nexo ahorro-crecimiento desde un punto de vista empírico, prestando especial atención a la capacidad del crecimiento para predecir el ahorro a corto y mediano plazo.

En primer lugar, el análisis aborda la dirección de la causalidad entre las tasas de ahorro y el crecimiento del producto a corto y mediano plazo, observando si el crecimiento del PIB real y las relaciones de ahorro privado/PIB anteriores ayudan a predecirse mutuamente⁴. Los resultados de este análisis indican que los incrementos de las tasas de ahorro parecen predecir un crecimiento inferior (no superior) del PIB a corto y mediano plazo⁵. En cambio, los incrementos del PIB parecen predecir tasas de ahorro más elevadas (cuadro 3.1.1)⁶. En términos generales, los resultados dan a entender que, si bien la causalidad entre ahorro y crecimiento es bidireccional, la correlación positiva observada entre el crecimiento y el ahorro debe estar

de ingresos (véanse Kimball, 1990; Jappelli y Pagano, 1994) y podría explicar también la correlación positiva entre el crecimiento y la tasa de ahorro.

³Técnicamente, la introducción de hábitos de consumo implica que los hogares desean moderar no solo su nivel de consumo, sino también su modificación.

⁴Técnicamente, se lleva a cabo una prueba de causalidad de Granger, que es una prueba de causalidad predictiva. En ella se utiliza la siguiente especificación:

$$s_{it} = \alpha_{i1} + \rho_1 s_{it-1} + \beta_1 g_{it-1} + \varepsilon_{it1},$$

$$g_{it} = \alpha_{i2} + \rho_2 g_{it-1} + \beta_2 s_{it-1} + \varepsilon_{it2},$$

donde s_t y g_t son los promedios (no superpuestos) de cinco años de la relación entre el ahorro privado y el PIB y del crecimiento del PIB real, respectivamente. La inclusión de los efectos fijos por país permite analizar las desviaciones respecto de los promedios de los países. El análisis se lleva a cabo sobre una muestra desequilibrada compuesta por 45 economías avanzadas y de mercados emergentes, entre 1970 y 2013.

⁵Sin embargo, el signo del efecto se torna positivo cuando se excluyen los efectos fijos por país, lo que corrobora la predicción de las teorías del crecimiento, según las cuales una mayor tasa de ahorro se traduce en un mayor (crecimiento del) producto a largo plazo.

⁶Estos resultados son acordes con los obtenidos por Carroll y Weil (1994).

Recuadro 3.1 (continuación)
Cuadro 3.1.1. Ahorro y crecimiento: Pruebas de causalidad de Granger

Variable	Ahorro		Crecimiento	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ahorro rezagado de cinco años	0,534*** (0,034)	0,556*** (0,033)	-0,0748*** (0,020)	-0,0846*** (0,020)
Crecimiento rezagado de cinco años	0,269*** (0,080)	0,187** (0,073)	0,0965** (0,046)	0,128*** (0,045)
Constante	0,0970*** (0,016)	0,101*** (0,015)	0,0317*** (0,009)	0,0263*** (0,009)
Número de observaciones	502	502	502	502
R ²	0,902	0,899	0,432	0,333
Efectos fijos por país	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos por año	Sí	No	Sí	No

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores estándar se indican entre paréntesis. *, ** y *** denotan significancia a los niveles de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

motivada por los efectos que los cambios en el crecimiento provocan en las tasas de ahorro, no al revés⁷.

A continuación, se analiza el nexo crecimiento-ahorro a la luz de la experiencia reciente de las economías avanzadas y de mercados emergentes, y de Japón y China (gráfico 3.1.1). Las experiencias de Japón y China son relevantes porque han contribuido de manera significativa a los recientes cambios en el comportamiento del ahorro en las economías avanzadas y de mercados emergentes, respectivamente.

En primer lugar, en las economías de mercados emergentes, el panel 1 del gráfico 3.1.1 muestra que las tasas de ahorro aumentaron (disminuyeron) después de que aumentara (disminuyera) el crecimiento. En China, al aumento del crecimiento experimentado en los primeros años de la década de 2000 le siguió un incremento de la tasa de ahorro de alrededor de 12 puntos porcentuales en 2000–07 (panel 2 del gráfico). Y al contrario, tras la reciente desaceleración del crecimiento se produjo una disminución de la tasa de ahorro.

En las economías avanzadas, la caída de la tasa de ahorro estuvo precedida por disminuciones de las tasas de crecimiento (panel 3 del gráfico). Esta tendencia se observa claramente en el caso de Japón (panel 4 del gráfico), donde después de una desaceleración del crecimiento a partir de 1990 se produjo una reducción de la tasa de ahorro de alrededor de 10 puntos porcentuales. Estas experiencias también indican que, en términos generales, el efecto del crecimiento sobre el ahorro ha sido simétrico (es decir, ha estado presente tanto cuando ha aumentado el crecimiento como cuando ha disminuido).

⁷Asimismo, se obtienen resultados similares con el uso de un estimador de sistemas MGM (método generalizado de momentos) de dos etapas.

Los resultados indican que las tasas de ahorro actuales quedan muy bien explicadas por las tasas de ahorro y el crecimiento del PIB real rezagados (cuadro 3.1.1, columnas 1 y 2). Estos resultados se cumplen no solo para un panel de países en frecuencias a mediano plazo, sino también a nivel de los países en frecuencias anuales (las ecuaciones estimadas normalmente explican alrededor del 90% de la variación de las tasas de ahorro)⁸.

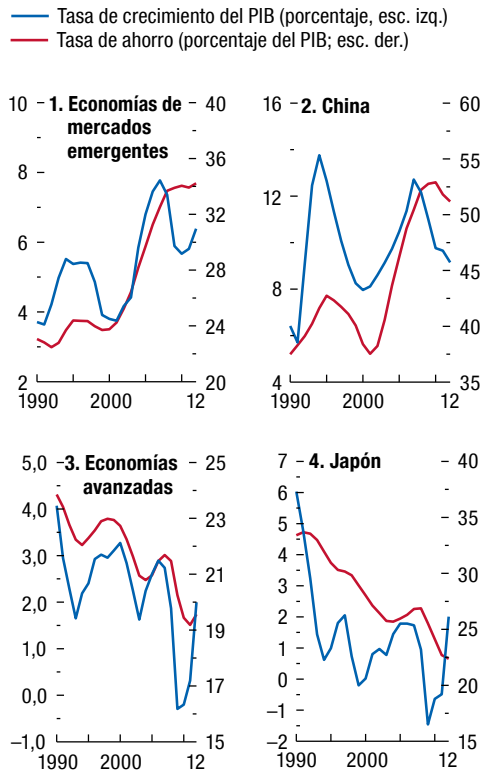
Este modelo se utiliza para evaluar el grado en que un pronóstico perfecto del crecimiento del PIB ayudaría a predecir las tasas de ahorro. Con este fin, se predice la evolución de las tasas de ahorro desde 2001, según el crecimiento del PIB observado durante el mismo período y la relación ahorro/PIB inicial en 2000. Los resultados, presentados en el gráfico 3.1.2, muestran que los valores predichos siguen estrechamente la evolución actual de la tasa de ahorro⁹. Por ejemplo, en el caso de China, la tasa de ahorro entre 2001 y 2007 aumentó en alrededor de 13 puntos porcentuales. Los resultados sugieren que aproximadamente 11 puntos porcentuales (es decir, 85%) del incremento efectivo pueden atribuirse al aumento del crecimiento del PIB.

⁸Puede mostrarse que esta especificación es equivalente a un modelo de ciclo de vida de forma reducida con hábitos, donde $s_t = \alpha_0 + \alpha_1 h_t^* + u_t$ y $h_t^* = \beta g_t + (1 - \beta) h_{t-1}^*$. En esta ecuación, s_t es la relación ahorro/PIB en el momento t , g_t es la tasa de crecimiento del ingreso en el momento t , y h_t^* es el saldo no observable de hábitos en un momento t . La ecuación en forma reducida se estima entonces utilizando variables instrumentales. Véase Furceri, Pescatori y Wang (de próxima publicación).

⁹En particular, el error de pronóstico absoluto promedio a diez años corresponde solamente a alrededor de 1,1 puntos porcentuales del PIB (es decir, alrededor del 4½% de la relación ahorro/PIB). El gráfico 3.1.2 presenta los resultados únicamente para ciertos países. Se obtienen resultados similares (que están disponibles previa solicitud) para la mayoría de los países de la muestra.

Recuadro 3.1 (continuación)

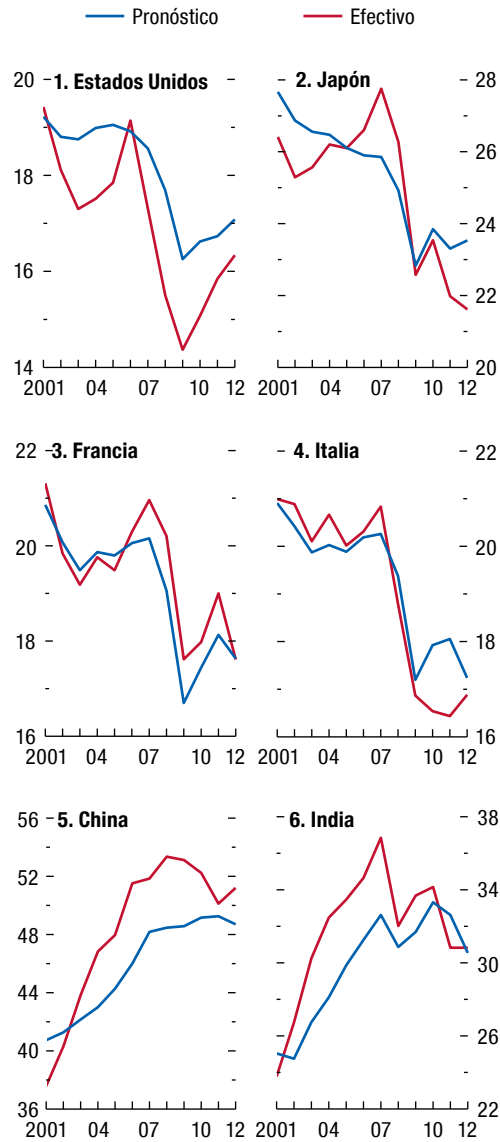
Gráfico 3.1.1. Tasa de ahorro y aceleraciones (desaceleraciones) del PIB



Fuentes: Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Por último, se analizan otros posibles factores determinantes del ahorro a corto y mediano plazo. Además del crecimiento, las tasas de ahorro pueden verse afectadas por otros factores, como las redes de protección social, las restricciones financieras y las estructuras demográficas. Por ejemplo, se ha observado que estos factores contribuyen a explicar las tendencias a *largo plazo* y las diferencias de las tasas de ahorro entre los países (FMI, 2013). En este caso, se examina si estos factores también explican los movimientos de las tasas de ahorro a mediano y corto plazo. Con este propósito, se realiza una regresión de la tasa de ahorro con respecto a su valor rezagado, el crecimiento del PIB y un vector de controles que incluye: 1) la relación crédito privado/PIB (como variable sustituta de la profundización financiera), 2) la tasa de dependencia (definida como la

Gráfico 3.1.2. Ahorro total: Efectivo frente a pronósticos condicionales (Porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El pronóstico está condicionado por el crecimiento observado del PIB y la relación ahorro/PIB inicial observada en 2000.

Recuadro 3.1 (continuación)

Cuadro 3.1.2. Determinantes de la evolución de las relaciones ahorro/PIB

	(1)	(2)	(3)	(4)
Coefficiente de ahorro rezagado	0,756*** (0,029)	0,763*** (0,028)	0,756*** (0,028)	0,756*** (0,028)
Crecimiento del PIB	0,282*** (0,045)	0,302*** (0,074)	0,202* (1,78)	0,203* (0,115)
Profundización financiera	-0,003 (0,006)	-0,005 (0,004)		-0,001 (0,006)
Redes de protección social	-0,161 (0,145)		-0,245* (0,125)	-0,223 (0,165)
Tasa de dependencia	-0,748 (2,772)			
Crecimiento del PIB x Profundización financiera		-0,001 (0,001)		-0,001 (0,001)
Crecimiento del PIB x Redes de protección social			0,003 (0,002)	0,002 (0,002)
Impacto promedio a corto plazo del crecimiento en el ahorro	0,282***	0,290***	0,350***	0,289***
Número de observaciones	878	878	878	878
R ² ajustado	0,890	0,890	0,890	0,890

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Se incluyen los efectos fijos por país pero no se declaran. Los errores estándar robustos agrupados se indican entre paréntesis. El impacto promedio (a corto plazo) del crecimiento en el ahorro se calcula como $\beta_1 + \vartheta \bar{Z}$, donde \bar{Z} es el promedio simple de la variable de control interactuada con el crecimiento del PIB. *, ** y *** denotan la significancia a los niveles de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

relación entre la población de 0 y 14 años de edad y de 65 años en adelante, y la población entre 15 y 64 años de edad, y 3) el gasto público en salud como porcentaje del PIB (como variable sustituta de las redes de protección social)¹⁰.

Los resultados muestran que, aunque los signos de los coeficientes son los esperados —los aumentos de las redes de protección social, la profundización financiera y la reducción del ahorro en las generaciones mayores—, ninguna variable de control es estadísticamente significativa (cuadro 3.1.2, columna 1)¹¹. Una posible explicación de este resultado es que dichas variables difieren considerablemente de un país a otro y se mueven únicamente de manera gradual. Por lo tanto, si bien son importantes para explicar las diferencias de las tasas de ahorro entre los países, como se observa en FMI (2013), no parecen

¹⁰En particular, se estima la siguiente especificación:

$$S_{it} = \alpha_i + \rho_1 S_{it-1} + \beta_1 g_{it} + \delta' Z_{it} + \varepsilon_{it}$$

Se incluyen los efectos fijos por país para poder analizar el efecto de las variables explicativas sobre las desviaciones de las tasas de ahorro con respecto a los promedios de los países.

¹¹Estos resultados son robustos a la inclusión de efectos fijos temporales, utilizando un estimador de sistemas MGM (método generalizado de momentos) de dos etapas y especificaciones alternativas para las variables, tales como 1) el uso de la tasa de dependencia de los mayores y la de los jóvenes; 2) el uso de un polinomio de bajo orden para representar 15 grupos de población: 0–4, 5–9, ..., 65–69, 70+ (Higgins, 1998), y 3) el uso de medidas de jure de restricciones financieras (Abiad, Detragiache y Tresselt, 2010).

ser significativas a la hora de explicar los movimientos a corto y mediano plazo dentro de los países.

Algunos factores (a saber, las restricciones financieras y las redes de protección social) también pueden afectar a las tasas de ahorro, reforzando la respuesta del ahorro a las variaciones de los ingresos (véase, por ejemplo, Jappelli y Pagano, 1994; Sandri, 2010; Furceri, Pescatori y Wang, (de próxima publicación)). Para comprobar esta hipótesis, en la especificación anterior se incluyen los términos de interacción entre el crecimiento y el conjunto de variables de control¹². Los resultados sugieren que los efectos de interacción no son estadísticamente significativos (cuadro 3.1.2, columnas 2–4). Además, la inclusión de estas variables (como controles y términos de interacción) no mejora el ajuste de la regresión y no afecta de manera significativa el impacto global del crecimiento en el ahorro¹³.

En resumen, el análisis realizado confirma que existe una sólida relación entre la tasa de ahorro y el crecimiento a nivel de los países a corto y mediano plazo. En general, los motivos a lo largo del ciclo de vida sumados a los hábitos de consumo (y posiblemente el comportamiento prudente con respecto al ahorro) ofrecen explicaciones plausibles de la evolución del ahorro observada.

¹²En particular, se estima la siguiente especificación:

$$S_{it} = \alpha_i + \rho_1 S_{it-1} + \beta_1 g_{it} + \delta' Z_{it} + \vartheta' g_{it} Z_{it} + \varepsilon_{it}$$

¹³Cuando se incluyen los términos de interacción, el impacto promedio del crecimiento en el ahorro está dado por $\beta_1 + \vartheta \bar{Z}$.

Referencias

- Abiad, Abdul, Enrica Detragiache y Thierry Tresselt, 2010, “A New Database of Financial Reforms”, *IMF Staff Papers*, vol. 57, No. 2, págs. 281–302.
- Alessie, Rob, y Annamaria Lusardi, 1997, “Consumption, Saving and Habit Formation”, *Economics Letters*, vol. 55, No. 1, págs. 103–08.
- Altunbas, Yener, Leonardo Gambacorta y Davide Marqués-Ibañez, 2012, “Do Bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk?”, *Economics Letters*, vol. 117, No. 1, págs. 220–22.
- Auerbach, Alan J., y Yuri Gorodnichenko, 2013, “Output Spillovers from Fiscal Policy”, *American Economic Review*, vol. 103, No. 3, págs. 141–46.
- Beltran, Daniel O., Maxwell Kretschmer, Jaime Márquez y Charles P. Thomas, 2013, “Foreign Holdings of U.S. Treasuries and U.S. Treasury Yields”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 32, No. 1, págs. 1120–43.
- Bernanke, Ben S., y Frederic Mishkin, 1992, “Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries”, en *NBER Macroeconomics Annual 1992*, vol. 7, editado por Olivier Blanchard y Stanley Fischer (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), págs. 183–238.
- Bernanke, Ben S., Vincent R. Reinhart y Brian P. Sack, 2004, “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment”, Finance and Economics Discussion Series Working Paper No. 48 (Washington: Junta de la Reserva Federal).
- Blanchard, Olivier J., 1985, “Debt, Deficits and Finite Horizons”, *Journal of Political Economy*, vol. 93, No. 2, págs. 223–47.
- , 1993, “Movements in the Equity Premium”, *Brookings Papers on Economic Activity: 24*, págs. 75–138.
- , y Lawrence H. Summers, 1984, “Perspectives on High World Real Interest Rates”, *Brookings Papers on Economic Activity: 2*, págs. 273–334.
- Brooks, Robin, y Kenichi Ueda, 2011, *User Manual for the Corporate Vulnerability Utility*, cuarta edición (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Campbell, John Y., Adi Sunderam y Luís M. Viceira, 2013, “Inflation Bets or Deflation Hedges? The Changing Risks of Nominal Bonds”, Harvard Business School Working Paper No. 09–088 (Boston).
- Carroll, Christopher D., y David N. Weil, 1994, “Saving and Growth: A Reinterpretation”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 40, No. 1, págs. 133–92.
- Cerra, Valerie, y Sweta C. Saxena, 2008, “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery”, *American Economic Review*, vol. 98, No. 1, págs. 439–57.
- Chamon, Marcos D., y Eswar S. Prasad, 2010, “Why Are Saving Rates of Urban Households in China Rising?”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, No. 1, págs. 93–130.
- Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum y Charles L. Evans, 1999, “Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?”, en *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, editado por John B. Taylor y Michael Woodford (Ámsterdam: Elsevier), págs. 65–148.
- Coibion, Olivier, 2012, “Are the Effects of Monetary Policy Shocks Big or Small?”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, No. 2, págs. 1–32.
- Curtis, Chadwick C., Steven Lugauer y Nelson C. Mark, 2011, “Demographic Patterns and Household Saving in China”, NBER Working Paper No. 16828 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- D’Amico, Stefania, William English, David Lopez-Salido y Edward Nelson, 2012, “The Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects”, Finance and Economics Discussion Series Working Paper No. 2012-85 (Washington: Junta de la Reserva Federal).
- Deaton, Angus S., 1992, *Understanding Consumption* (Nueva York: Oxford University Press).
- Delong, J. Bradford, y Lawrence H. Summers, 2012, “Fiscal Policy in a Depressed Economy”, *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring), págs. 223–97.
- Fisher, Jonas D.M., 2006, “The Dynamic Effects of Neutral and Investment-Specific Technology Shocks”, *Journal of Political Economy*, vol. 114, No. 3, págs. 413–51.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2013, “External Balance Assessment (EBA): Technical Background of the Pilot Methodology”, Research Department paper (Washington).
- Furceri, Davide, y Annabelle Mourougane, 2012, “The Effect of Financial Crises on Potential Output: New Empirical Evidence from OECD Countries”, *Journal of Macroeconomics*, vol. 34, No. 3, págs. 822–32.
- Furceri, Davide, Andrea Pescatori y Boqun Wang, de próxima publicación, “Saving and Economic Growth”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Furceri, Davide, y Aleksandra Zdzienicka, 2012, “The Consequences of Banking Crises for Public Debt”, *International Finance*, vol. 15, No. 3, págs. 289–307.
- Galí, Jordi, y Luca Gambetti, 2009, “On the Sources of the Great Moderation”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 1, No. 1, págs. 26–57.
- Gilchrist, Simon, y Egon Zakrajsek, 2007, “Investment and the Cost of Capital: New Evidence from the Corporate Bond Market”, NBER Working Paper No. 13174 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Gordon, Robert J., 1990, *The Measurement of Durable Goods Prices* (Chicago: University of Chicago Press y National Bureau of Economic Research).
- Grupo de los Veinte (G20), 2011, “G-20 Mutual Assessment Process: From Pittsburgh to Cannes”, IMF Umbrella Report, preparado por el personal técnico del Fondo Monetario Internacional (Washington).
- , 2012, “Toward Lasting Stability and Growth: Umbrella Report for G-20 Mutual Assessment Process”, preparado

- por el personal técnico del Fondo Monetario Internacional (Washington).
- Hayashi, Fumio, 1982, "Tobin's Marginal q and Average q : A Neoclassical Interpretation", *Econometrica*, vol. 50, No. 1, págs. 213–24.
- Higgins, Matthew, 1998, "Demography, National Savings, and International Capital Flows", *International Economic Review*, vol. 39, No. 2, págs. 343–69.
- Jappelli, Tullio, y Marco Pagano, 1994, "Saving, Growth, and Liquidity Constraints", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, No. 1, págs. 83–109.
- Jordà, Òscar, 2005, "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, vol. 95, No. 1, págs. 161–82.
- Joyce, Michael, Ana Lasaosa, Ibrahim Stevens y Matthew Tong, 2011, "The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, No. 3, págs. 113–61.
- Kimball, Miles S., 1990, "Precautionary Saving in the Small and in the Large", *Econometrica*, vol. 58, No. 1, págs. 53–73.
- King, Mervyn, y David Low, 2014, "Measuring the 'World' Real Interest Rate", NBER Working Paper No. 19887 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kotlikoff, Laurence J., y Lawrence H. Summers, 1980, "The Role of Intergenerational Transfers in Aggregate Capital Accumulation", NBER Working Paper No. 445 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 1988, "The Contribution of Intergenerational Transfers to Total Wealth: A Reply", NBER Working Paper No. 1827 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Laeven, Luc, y Fabián Valencia, 2012, "Systemic Banking Crises Database: An Update", IMF Working Paper No. 12/163 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Maddaloni, Angela, y José-Luis Peydró, 2011, "Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-Area and the U.S. Lending Standards", *Review of Financial Studies*, vol. 24, No. 6, págs. 2121–65.
- McKinsey Global Institute, 2010, *Farewell to Cheap Capital? The Implications of Long-Term Shifts in Global Investment and Saving* (Seúl, San Francisco, Londres, Washington).
- Modigliani, Franco, y Richard Brumberg, 1954, "Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data", en *Post Keynesian Economics*, editado por Kenneth Kurihara (New Brunswick, Nueva Jersey: Rutgers University Press).
- , 1980, "Utility Analysis and Aggregate Consumption Functions: An Attempt at Integration", en *The Collected Papers of Franco Modigliani: Volume 2, The Life Cycle Hypothesis of Saving*, editado por Andrew Abel y Simon Johnson (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), págs. 128–97.
- Nakov, Anton, y Andrea Pescatori, 2010, "Oil and the Great Moderation", *Economic Journal*, vol. 120, No. 543, págs. 131–56.
- Nickell, Stephen J., 1981, "Biases in Dynamic Models with Fixed Effects", *Econometrica*, vol. 49, No. 6, págs. 1417–26.
- Rebelo, Sergio T., 1992, "Long Run Policy Analysis and Long Run Growth", NBER Working Paper No. 3325 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, 2008, "Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison", *American Economic Review*, vol. 98, No. 2, págs. 339–44.
- , 2011, "From Financial Crash to Debt Crisis", *American Economic Review*, vol. 101, No. 5, págs. 1676–706.
- Romer, Christina, y David Romer, 2004, "A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications", *American Economic Review*, vol. 94, No. 4, págs. 1055–84.
- Romer, Paul M., 1986, "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, vol. 94, No. 5, págs. 1002–37.
- Sandri, Damiano, 2010, "Growth and Capital Flows with Risky Entrepreneurship", IMF Working Paper No. 10/37 (Washington: Fondo Monetario Internacional), y de próxima publicación en *American Economic Journal: Macroeconomics*.
- Solow, Robert M., 1956, "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, No. 1, págs. 65–94.
- Song, Zheng Michael, y Dennis T. Yang, 2010, "Life Cycle Earnings and Saving in a Fast-Growing Economy", Working Paper (RAE de Hong Kong: Chinese University of Hong Kong).
- Stock, James H., y Mark W. Watson, 2007, "Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, suplemento 1, págs. 3–33.
- Warnock, Francis E., y Veronica Cacadac Warnock, 2009, "International Capital Flows and U.S. Interest Rates", *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, No. 6, págs. 903–19.
- Wei, Shang-Jin, y Xiaobo Zhang, 2011, "The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Savings Rates in China", *Journal of Political Economy*, vol. 119, No. 3, págs. 511–64.
- Wu, Weifeng, 2011, "High and Rising Chinese Saving: It's Still a Puzzle", job market paper (Baltimore: Johns Hopkins University).

El análisis presentado en este capítulo revela que los factores externos inducen fluctuaciones importantes en el crecimiento de las economías de mercados emergentes, y que dichos factores explican aproximadamente la mitad de la varianza de las tasas de crecimiento de esas economías. El mayor crecimiento en las economías avanzadas beneficia a los mercados emergentes a pesar de que va acompañado de un nivel más alto de las tasas de interés a escala mundial. Un endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo, debido a un aumento de la prima de riesgo de la deuda soberana de los mercados emergentes, perjudica el crecimiento de estos mercados. Las ventajas derivadas de shocks positivos en la demanda son mayores para las economías que mantienen vínculos estrechos con las economías avanzadas y menores para las economías financieramente abiertas. Los shocks negativos en el financiamiento externo golpean a las economías financieramente abiertas, así como a aquellas cuya política económica tiene un margen de maniobra limitada. La economía china por sí sola se ha convertido en un factor externo crucial para otros mercados emergentes en los últimos 15 años; su sólido crecimiento fue un amortiguador durante la crisis financiera mundial. Sin embargo, la desaceleración reciente de China ha trabado el crecimiento en los mercados emergentes. Pese a la importancia de los factores externos, el grado en que los mercados emergentes se ven afectados también depende de sus respuestas de política a escala interna. La influencia de estos factores internos ha aumentado en los últimos dos años, aunque los mismos factores parecen estar reduciendo el crecimiento en lugar de alentarlo en ciertas economías de importancia clave, como por ejemplo en China. El continuo efecto moderador de los factores internos en años recientes es un indicio de que el crecimiento tendencial también podría verse afectado.

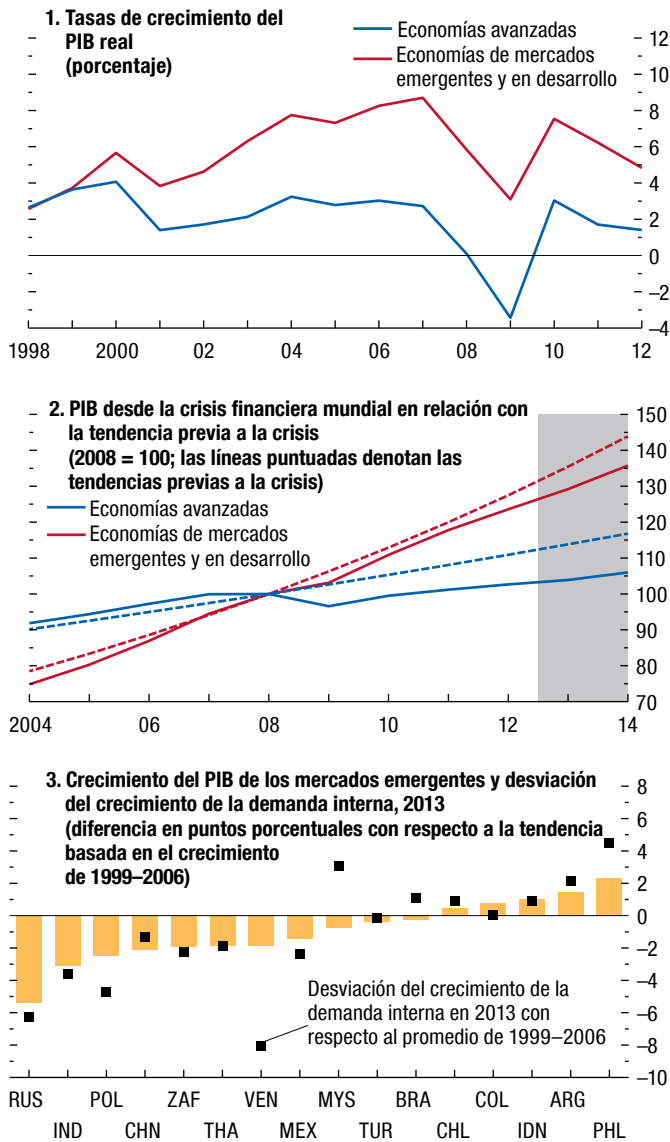
Los autores de este capítulo son Aseel Almansour, Aqib Aslam, John Bluedorn y Rupa Duttagupta (jefa del equipo), con apoyo de Gavin Asdorian y Shan Chen y contribuciones de Alexander Culiuc. Luis Cubeddu proporcionó muchas sugerencias útiles.

La reciente desaceleración en las economías de mercados emergentes y en desarrollo ha provocado mucha intranquilidad en el ámbito de la política económica. Estas economías crecieron a un ritmo notable desde finales de los años noventa hasta el inicio de la crisis financiera mundial en 2008–09 (gráfico 4.1, panel 1). Con contadas excepciones, en particular los países emergentes y en desarrollo de Europa, en 2009–10 la actividad en estas economías también repuntó con mucho más vigor que en las economías avanzadas (panel 2 del gráfico). Sin embargo, tras este repunte inicial el crecimiento económico se desaceleró, y en algunas de las principales economías emergentes ahora es bastante inferior al registrado antes de la crisis financiera mundial. Es por esto que las autoridades temen que esta desaceleración pueda ser una señal de las secuelas duraderas de la crisis —que han estado temporalmente neutralizadas por las políticas de estímulo— y del comienzo de algo peor.

Se han presentado dos puntos de vista diametralmente opuestos sobre la evolución del crecimiento de los mercados emergentes, con implicaciones muy diferentes para sus perspectivas futuras. Hay quienes sostienen que la desaceleración en estas economías es inevitable tras años de rápido crecimiento, alimentado por un entorno externo favorable pero a la larga transitorio, caracterizado por los elevados precios de las materias primas y el crédito externo en condiciones favorables (Aslund, 2013; Eichengreen, Park y Shin, 2011). En cambio, otros sostienen que el mejor desempeño de esas economías ha estado basado en reformas estructurales y sólidas políticas macroeconómicas (de la Torre, Levy Yeyati y Pienknagura, 2014; Subramanian, 2013; Abiad *et al.*, 2012). La realidad podría estar en un punto intermedio entre estas dos opiniones divergentes: las condiciones externas favorables brindaron a las economías de mercados emergentes la oportunidad de afianzar sus políticas y reformas económicas, y aunque quizás el crecimiento esté moderándose debido a la retracción de esas condiciones, el crecimiento seguirá siendo sólido.

Gráfico 4.1. Evolución del crecimiento en las economías avanzadas y de mercados emergentes y en desarrollo

Las economías de mercados emergentes crecieron a un ritmo notable desde finales de los años noventa hasta el inicio de la crisis financiera mundial en 2008–09. Con ciertas excepciones en Europa, las economías de mercados emergentes y en desarrollo registraron en 2009–10 un repunte de la actividad mucho más vigoroso que el de las economías avanzadas. Sin embargo, el crecimiento económico se ha desacelerado recientemente, y en algunas de las principales economías emergentes ahora es bastante inferior al registrado antes de la crisis financiera mundial.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: En el eje de la abscisa en el panel 3 se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

Por consiguiente, resulta útil comprender la forma en que las condiciones externas han afectado el crecimiento de las economías de mercados emergentes, a fin de hacerse una idea de cómo harán frente a los cambios inminentes en la coyuntura. Históricamente, es probable que diversos factores externos hayan afectado a estas economías de distintas maneras: por ejemplo, el reciente crecimiento débil en las economías avanzadas quizás haya perjudicado las exportaciones y el crecimiento de las economías de mercados emergentes, mientras que las tasas de interés mundiales ultrabajas (véase el capítulo 3), fijadas para respaldar la recuperación en las economías avanzadas, pueden haber ayudado a sustentar el crecimiento al estimular la demanda interna. Como indican los cuadrados negros en el panel 3 del gráfico 4.1, en algunas economías de mercados emergentes la demanda interna ha estado creciendo a un ritmo más vigoroso que antes de la crisis financiera mundial. Estas condiciones mundiales tenderán a variar en el futuro: el crecimiento en las economías avanzadas debería cobrar ímpetu y apoyar la demanda externa de los mercados emergentes, pero las tasas de interés mundiales también aumentarán a medida que se normalicen las políticas monetarias de las economías avanzadas (véase el capítulo 1). De manera similar, muchas economías de mercados emergentes, en especial las exportadoras de materias primas, se enfrentarán a términos de intercambio más débiles conforme se revertan los aumentos de precios de esos productos. El desempeño de estas economías dependerá no solo de su exposición a estos factores externos, sino también de si deciden recurrir a políticas para responder a los cambios y de la manera en que usen dichas políticas.

En este capítulo se analiza el efecto de factores externos en el crecimiento de las economías de mercados emergentes antes, durante y después de la crisis financiera mundial, así como más recientemente¹. Se abordan las siguientes preguntas en particular:

- ¿De qué manera las condiciones externas (como el crecimiento en las economías avanzadas, las condiciones financieras mundiales y los términos de intercambio) han tendido a afectar el crecimiento

¹En estudios afines se analiza en qué medida los recientes cambios en el crecimiento de las economías de mercados emergentes se deben a factores estructurales o a factores cíclicos (véase el recuadro 1.2 de la edición de octubre de 2013 del informe WEO). Si bien aquí no se hace una distinción entre crecimiento estructural y cíclico, el presente capítulo guarda relación con este tema porque analiza si los efectos de los cambios de las condiciones externas en el crecimiento son persistentes o transitorios.

de las economías de mercados emergentes en los últimos 15 años?

- ¿Son los efectos de los factores externos similares o diferentes a lo largo de tiempo? ¿Están todos los mercados emergentes igualmente expuestos a shocks externos o algunos son más vulnerables?
- Dentro de las economías de mercados emergentes, ¿cómo ha influido el crecimiento de China en otras economías de mercados emergentes?
- ¿Cómo ha evolucionado la relación entre el crecimiento de las economías de mercados emergentes y los factores externos e internos subyacentes desde el inicio de la crisis financiera mundial?
- ¿Cuáles son las perspectivas de crecimiento de las economías de mercados emergentes, a la luz de las variaciones previstas en el entorno mundial, y cuáles son las implicaciones para las políticas?

Las principales observaciones y conclusiones de este capítulo son las siguientes: las variaciones de las condiciones externas tienen importantes efectos en el crecimiento de las economías de mercados emergentes. Concretamente, un aumento no previsto de 1 punto porcentual en el crecimiento de Estados Unidos eleva el crecimiento de las economías emergentes 0,3 puntos porcentuales en el momento de impacto, y los efectos acumulados siguen siendo positivos más allá del corto plazo (más de uno a dos años). Estos efectos positivos tienen en cuenta el hecho de que un aumento de 1 punto porcentual en el crecimiento de Estados Unidos también eleva la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años cerca de 10 puntos básicos en el momento del impacto y 25 puntos básicos al cabo de un año. Análogamente, un crecimiento más fuerte en la zona del euro estimula el crecimiento de las economías emergentes. En cambio, el crecimiento se ve perjudicado si las condiciones de financiamiento externo se tornan más restrictivas: un aumento de 100 puntos básicos en el rendimiento soberano compuesto de los mercados emergentes mundiales reduce el crecimiento $\frac{1}{4}$ punto porcentual en el momento del impacto. En promedio, a mediano plazo, los shocks externos —derivados de la demanda externa, los costos de financiamiento y los términos de intercambio— explican aproximadamente la mitad de la varianza de las tasas de crecimiento de las economías de mercados emergentes.

La incidencia de los shocks externos varía en las diferentes economías, observándose que un crecimiento más vigoroso en las economías avanzadas tiene repercusiones más fuertes en el crecimiento de las economías de mercados emergentes que están relativamente más

expuestas a las economías avanzadas por vía del comercio, y repercusiones menos fuertes en las economías que son financieramente más abiertas. De forma similar, los efectos negativos de los shocks financieros mundiales son más fuertes para las economías de mercados emergentes que en general son más propensas a la volatilidad de los flujos de capitales o que tienen niveles relativamente más altos de déficit en cuenta corriente y deuda pública.

Los factores externos contribuyeron tanto o más que otros factores, en su mayoría internos, a explicar las desviaciones del crecimiento de los mercados emergentes con respecto al crecimiento medio estimado de los últimos 15 años, aunque se observa una considerable heterogeneidad entre períodos y economías. El marcado descenso del crecimiento de estas economías durante la crisis financiera mundial puede atribuirse casi en su totalidad a factores externos. Por el contrario, el retroceso del crecimiento de algunas economías de mercados emergentes desde 2012 es atribuible principalmente a factores internos. Los factores externos en general han revestido mucha menos importancia en comparación con los internos en el caso de ciertas economías relativamente grandes o cerradas, como China, India e Indonesia.

China, de hecho, contribuye considerablemente al crecimiento de otras economías de mercados emergentes. La fuerte expansión de China brindó a los mercados emergentes un importante amortiguador durante la crisis financiera mundial. Sin embargo, la reciente desaceleración en China también moderó el crecimiento de las economías de mercados emergentes. En concreto, de los 2 puntos porcentuales que se redujo el crecimiento medio de las economías de mercados emergentes desde 2012 en respecto a 2010–11, casi $\frac{1}{2}$ punto porcentual es imputable a China, $1\frac{1}{4}\%$ puntos porcentuales a otros factores externos y el restante $\frac{1}{4}$ punto porcentual a otros factores, en su mayoría internos.

Por último, si bien el producto y el crecimiento observados de los mercados emergentes desde la crisis han sido más sólidos que los registrados después de la mayoría de las otras recesiones mundiales previas, los pronósticos dinámicos del modelo empírico utilizado en el análisis, condicionados por la trayectoria de los factores externos, indican que en ciertas economías, como China y algunas de las principales economías de mercados emergentes, el crecimiento desde 2012 ha sido sistemáticamente inferior al previsto en función de la evolución externa. Persisten los efectos de moderación de estos factores, lo cual hace pensar que el crecimiento podría permanecer en niveles bajos por

algún tiempo, y esto también incidiría en el crecimiento en el resto del mundo.

Entonces, ¿deberían preocuparles a los mercados emergentes sus perspectivas de crecimiento a medida que varía el entorno externo? Las conclusiones de este capítulo hacen pensar que estas economías probablemente enfrentarán condiciones de crecimiento más complejas y difíciles que en el período previo a la crisis financiera mundial, cuando la mayoría de los factores externos eran propicios para el crecimiento. Por un lado, si las variaciones externas están dominadas por una fuerte recuperación en las economías avanzadas, esto en general beneficiará a los mercados emergentes, pese al concomitante aumento de las tasas de interés en Estados Unidos. No obstante, si las condiciones de financiamiento externo se endurecen más de lo que podría atribuirse a la recuperación en las economías avanzadas, como se observó en el caso de algunas economías de mercados emergentes durante los episodios de turbulencia en los mercados a mediados de 2013 y comienzos de 2014, los mercados emergentes se verán perjudicados. Además, la transición de la economía china a un ritmo de crecimiento más sostenible pero lento frenará temporalmente el crecimiento en otros mercados emergentes. Por último, el crecimiento se moderará aún más si el lastre de los factores internos continúa, como se ha observado en algunas economías de mercados emergentes desde 2012. De ahí que la prioridad resida en comprender mejor el papel que desempeñan estos factores internos y en evaluar si existe margen de maniobra para mejorar con políticas las perspectivas de los mercados emergentes, sin generar desequilibrios macroeconómicos.

El resto de este capítulo está estructurado de la siguiente manera. En la siguiente sección se presenta el marco empírico para el análisis de los efectos de los factores externos en el crecimiento de las economías de mercados emergentes y se describen las contribuciones de esos factores en los últimos 15 años. También se destaca el carácter heterogéneo de la incidencia de los shocks en los distintos mercados emergentes. En la sección subsiguiente se examina el papel de China como factor externo independiente, y se presenta posteriormente una evaluación de la relación entre los factores externos y el crecimiento a mediano plazo. En la penúltima sección se analiza la forma en que ha evolucionado la relación entre el crecimiento de las economías de mercados emergentes y sus factores externos e internos subyacentes desde el inicio de la crisis financiera mundial. En la última sección se utilizan las

conclusiones del capítulo para analizar las perspectivas de crecimiento de las economías de mercados emergentes y las implicaciones en materia de política.

Efecto de los factores externos en el crecimiento de los mercados emergentes

Marco analítico

El análisis se basa en un marco organizativo simple que permite considerar la relación entre el crecimiento de las economías de mercados emergentes y las condiciones externas. Se supone que la mayoría de los mercados emergentes son pequeñas economías abiertas y que las condiciones económicas mundiales son exógenas a su crecimiento, por lo menos en el momento del impacto. Por lo tanto, el impacto de los shocks externos en una economía en particular depende de cuán expuesta esté a esos shocks por vía de vínculos transfronterizos y de la manera en que se permita el funcionamiento de los estabilizadores de política internos. Con el tiempo, el efecto acumulado en el crecimiento interno puede amplificarse o moderarse en la medida en que las políticas internas sigan respondiendo a los shocks externos.

Sin embargo, en dicho marco no se consideran todas las implicaciones potenciales de la creciente importancia de las economías de mercados emergentes. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo ahora representan más de un tercio del producto mundial en función de los tipos de cambio de mercado, un aumento con respecto a la cifra de menos de 20% registrada en los años noventa. Por lo tanto, las condiciones económicas mundiales podrían considerarse como endógenas a los shocks que emanan de las economías de mercados emergentes como grupo. Las economías de mercados emergentes y las economías avanzadas también podrían tener como impulso shocks comunes. El análisis presentado en este capítulo supone que cualquiera de esas repercusiones contemporáneas derivadas de las condiciones internas de las economías de mercados emergentes dentro de un trimestre pueden descartarse por considerarse insignificantes, pero admite la incidencia de las condiciones internas en las condiciones mundiales con un rezago². En el capítulo además se considera el efecto del crecimiento de China —como factor externo

²Dadas estas restricciones, cabe advertir que el análisis podría exagerar los efectos de los shocks externos. No obstante, resultar tranquilizador el hecho de que las estimaciones del capítulo sobre la magnitud de los efectos de las condiciones externas son similares a las estimaciones de otros estudios recientes. Véanse detalles en la nota 21.

distinto de otros factores externos tradicionales— en el crecimiento de otras economías de mercados emergentes. En tal sentido, este capítulo contribuye a otros estudios sobre este tema de tres maneras³:

- En primer lugar, el capítulo analiza si la función de las condiciones externas como factor que determina el crecimiento de las economías de mercados emergentes ha cambiado fundamentalmente en los últimos años, y a tales efectos se centra en el período de los últimos 15 años, durante el cual el desempeño y las políticas de las economías de mercados emergentes mejoraron notablemente, como lo evidencia su capacidad de recuperación frente a la recesión mundial más profunda de la historia reciente.
- En segundo lugar, documenta cómo la heterogeneidad de la incidencia de los shocks externos en las distintas economías de mercados emergentes guarda relación con las diferencias en sus características estructurales y políticas.
- En tercer lugar, analiza si el surgimiento de China como componente sistémicamente importante de la economía mundial ha alterado el impacto de los factores externos en el crecimiento de las economías de mercados emergentes, y la forma en que esto puede haber sucedido⁴.

El análisis utiliza un modelo de autorregresión vectorial estructural (SVAR) para cuantificar el efecto de los shocks externos en el crecimiento. El modelo de base consta de nueve variables, cada una ubicada en un bloque externo o interno. Las variables externas (“bloque externo”) son el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, la inflación de Estados Unidos según el índice de precios al consumidor, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el rendimiento compuesto de los bonos de las economías de mercados emergentes (del Índice Global de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan (EMBI Global)) y el crecimiento de los términos de intercambio de economías específicas. En versiones

³Otros estudios sobre la incidencia de las condiciones externas en el crecimiento de los mercados emergentes son, para América Latina, Calvo, Leiderman y Reinhart (1993), Canova (2005), Swiston y Bayoumi (2008) y Österholm y Zettelmeyer (2007); para Asia, Utlaut y van Roye (2010), y para un grupo más diverso de economías emergentes, Adler y Tovar (2012), Erten (2012) y Mackowiak (2007). Según la mayoría de estos estudios, si acaso no todos, los shocks externos, como sea que se identifiquen, son importantes para el crecimiento de los mercados emergentes, ya que explican aproximadamente la mitad de su varianza.

⁴Utlaut y van Roye (2010) plantean una pregunta similar para el caso de las economías emergentes de Asia, tal como lo hacen Cesa-Bianchi *et al.* (2011) para el caso de América Latina.

ampliadas de la especificación de base, se introducen en el bloque externo variables representativas adicionales sobre las condiciones financieras mundiales, como el diferencial de alto rendimiento de Estados Unidos, y variables representativas sobre la demanda mundial, como el crecimiento de China y la zona del euro. Las variables internas (“bloque interno”) son el crecimiento del PIB real interno, la inflación interna de los precios al consumidor, la tasa de apreciación del tipo de cambio de la economía frente al dólar de EE.UU. y la tasa de interés interna a corto plazo. Se supone que el bloque externo es contemporáneamente exógeno al bloque interno, es decir, las variables externas no se ven afectadas por las variables internas dentro de un trimestre.

En el bloque externo, los shocks estructurales se identifican mediante un sistema recursivo basado en el orden antes indicado. Dicho de otro modo, los shocks en el crecimiento de Estados Unidos pueden incidir en todas las otras variables dentro de un trimestre, mientras que los shocks en otras variables solo pueden afectar el crecimiento de Estados Unidos con un rezago de por lo menos un trimestre. Los shocks de la inflación de Estados Unidos pueden afectar a todas las variables ordenadas a continuación de la inflación de Estados Unidos dentro de un trimestre, mientras que los shocks de las variables a continuación de la inflación de Estados Unidos pueden afectarla solo con rezago. La misma lógica se aplica a las variables siguientes en el bloque externo. En el bloque interno, los shocks estructurales no están ordenados explícitamente y por lo tanto no están identificados⁵.

Juntas, las variables de Estados Unidos en el bloque externo son un indicador indirecto de las condiciones económicas en las economías avanzadas. El crecimiento de Estados Unidos capta los shocks de la demanda en las economías avanzadas; una vez descontado el efecto del crecimiento de Estados Unidos, la inflación de Estados Unidos denota los shocks de la oferta en Estados Unidos; y la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años denota la orientación de la política monetaria en las economías avanzadas⁶. Las variaciones de las condiciones de financiamiento en los mercados

⁵Véase una descripción de los datos en el apéndice 4.1 y detalles adicionales sobre la identificación recursiva en el apéndice 4.2.

⁶Con la tasa de los fondos federales situada en un nivel cercano a cero constantemente desde 2008 y la atención de la Reserva Federal centrada en reducir las tasas de interés de Estados Unidos en el extremo superior de la curva, la tasa de los bonos del Tesoro a 10 años probablemente es una variable representativa más adecuada de la política monetaria de Estados Unidos a efectos del análisis. No obstante, ninguno de los resultados principales del análisis se vería afectado si se usara la tasa de los fondos federales (véanse detalles en el apéndice 4.2).

emergentes debidas a factores distintos de las condiciones de la demanda externa se incorporan a través del rendimiento del índice EMBI Global. De forma similar, las variaciones del crecimiento de los términos de intercambio representan factores distintos de las variaciones de la demanda externa o las condiciones de financiamiento.

El modelo se estima de forma individual para cada una de las economías de la muestra utilizando datos trimestrales desde el primer trimestre de 1998 hasta el último trimestre disponible de 2013. La atención se centra en el período posterior a los años noventa, dados los importantes cambios de políticas que experimentaron estas economías durante ese período (Abiad *et al.*, 2012), como por ejemplo, la adopción de regímenes de tipo de cambio flexibles, sistemas de metas de inflación y la reducción de los niveles de endeudamiento. Además, el primer trimestre de 1998 es el primer punto de partida común que ofrece datos trimestrales de todas las economías. El número de variables y rezagos seleccionado para los resultados de la especificación es una parametrización amplia dado el corto período de duración de la muestra. Por esta razón, los grados de libertad se ven limitados de tal manera que las técnicas VAR estándar pueden arrojar relaciones imprecisamente estimadas que se ajustan a los datos, un problema que suele denominarse “sobreajuste”. Para superar este problema se adopta un enfoque bayesiano, como el propuesto por Litterman (1986). Esto permite combinar la información previa sobre los parámetros del modelo con la información contenida en los datos, a fin de generar estimaciones más precisas. Dada la observada persistencia del crecimiento de las economías de mercados emergentes (véase el capítulo 4 de la edición de octubre de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), se supone que todas las variables siguen un proceso autorregresivo de primer orden (AR(1)), con un coeficiente AR de 0,8 en los períodos previos⁷.

En vista de la corta duración de la muestra, y dada la necesidad de centrarse en unos pocos indicadores selectos de las condiciones externas, el análisis principal fue sometido a varias verificaciones de robustez, como

⁷Un proceso de crecimiento más persistente en el período previo refleja en parte que el crecimiento podría de hecho estar alejándose de su valor medio por un tiempo prolongado durante el período de la muestra. Esto es posible en el caso de varias economías de la muestra, como lo indican las fluctuaciones efectivas del crecimiento en los últimos 15 años (véase el apéndice 4.1).

se explica en el apéndice 4.2⁸. En general, los resultados principales no se ven mayormente afectados por variaciones en la especificación subyacente del modelo, por incorporación de nuevas variables, por cambios en los supuestos de los a priori (por ejemplo, ruido blanco alrededor de las medias no condicionadas en lugar de procesos AR(1), o incluso por cambios en la metodología estadística (por ejemplo, cuando se combinan datos de distintas economías en un VAR de paneles y se descarta el método bayesiano).

La muestra está compuesta por 16 de las principales economías de mercados emergentes, que abarcan un amplio espectro de características económicas y estructurales (gráfico 4.2)⁹. Juntas, estas economías representan tres cuartas partes del producto de todas las economías de mercados emergentes y en desarrollo en términos de la paridad del poder adquisitivo. Filipinas, Malasia y Tailandia están relativamente más integrados en los mercados mundiales de comercio y finanzas (paneles 1 y 3 del gráfico 4.2). Malasia, México y Polonia están relativamente más expuestos a las economías avanzadas por vía del comercio de bienes (panel 2). Chile también está muy integrado financieramente pero no es tan vulnerable a la volatilidad de los flujos de capitales (paneles 3 y 4). Brasil e India tienen bajos niveles de exposición a las economías avanzadas por vía del comercio de bienes y son relativamente menos abiertas entre las economías de la muestra. Argentina y Venezuela experimentan marcadas fluctuaciones del producto, debidas probablemente a lo reducido de sus bases de exportación (panel 5), pero también a sus políticas internas, tal como sucede con Rusia y Turquía (panel 6).

⁸La metodología bayesiana es particularmente útil en vista de que el período de estimación es relativamente corto. Con 60 a 62 observaciones por cada regresión de una economía específica y 37 coeficientes por estimar, el a priori recibe una ponderación de un poco menos de 25% en la especificación de base. La ponderación aumenta con las especificaciones alternativas, y se eleva a 50% en el caso de las regresiones de la muestra corta en la penúltima sección. Sin embargo, las metodologías alternativas que emplean técnicas bayesianas arrojan resultados ampliamente similares: el recuadro 4.1 aclara la relación a mediano plazo entre el crecimiento y los factores externos, promediando el crecimiento a lo largo de un quinquenio para eliminar cualquier efecto de los ciclos económicos. En el apéndice 4.2 se examinan también los resultados del análisis principal en el caso de una muestra más reducida de países que ofrecen datos que se remontan a mediados de los años noventa, prescindiendo por ende de los métodos bayesianos. Por último, también se reseñan otras verificaciones de robustez usando VAR de paneles.

⁹La muestra está integrada por Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Venezuela.

El examen de los resultados gira en torno a las observaciones de las economías de mercados emergentes que tuvieron un sólido desempeño macroeconómico en los últimos 15 años pero que ahora están desacelerándose. Las respuestas a los impulsos de shocks alternativos muestran las estimaciones de la media de grupo basadas en todas las economías de la muestra, pero también se presenta la respuesta media correspondiente a una submuestra más pequeña de economías de mercados emergentes, que excluye economías que experimentaron fuerte volatilidad macroeconómica o crisis recientes (específicamente, Argentina, Rusia y Venezuela).

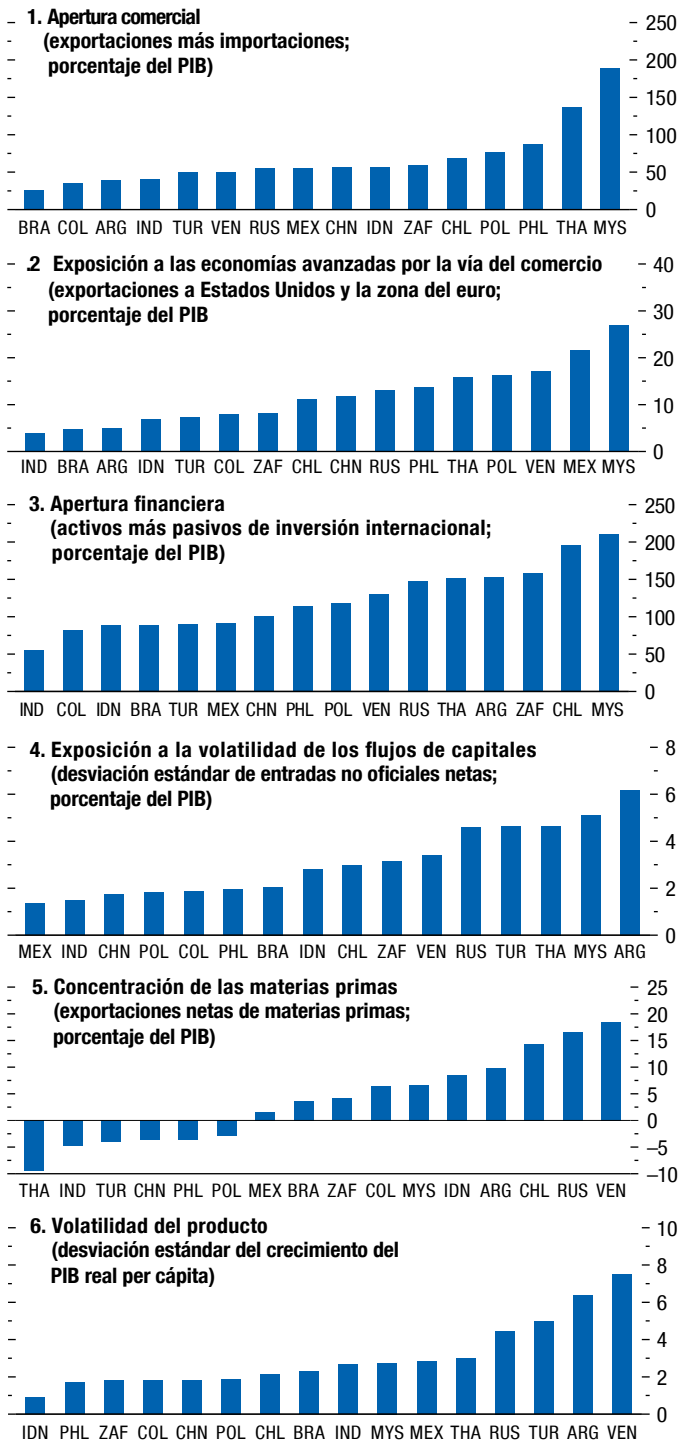
Conclusiones principales

Una mayor demanda externa tiene un efecto positivo duradero en el crecimiento de las economías de mercados emergentes pese al concomitante aumento de la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años (cuadro 4.1, gráfico 4.3). Un aumento de 1 punto porcentual en el crecimiento de Estados Unidos tiende a elevar el crecimiento de los mercados emergentes 0,3 puntos porcentuales en el momento del impacto; los efectos de aumento siguen siendo positivos por seis trimestres (paneles 1 y 2 del gráfico) y los efectos acumulativos siguen siendo positivos más allá del corto plazo (más de uno a dos años), como lo denotan los cuadrados negros en el panel 2 del gráfico. Las repercusiones positivas también se transmiten a través de un pequeño estímulo al crecimiento de los términos de intercambio de las economías de mercados emergentes (cuadro 4.1). El efecto en el momento de impacto tiende a ser más fuerte para las economías que están relativamente más expuestas a las economías avanzadas por vía del comercio (por ejemplo, Malasia y México), pero también es notable en otros casos (por ejemplo, India y Turquía)¹⁰. Como se observa en el cuadro 4.1, el aumento del crecimiento en Estados Unidos induce un aumento de la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años

¹⁰La relativamente alta elasticidad del impacto del crecimiento de India frente al crecimiento de Estados Unidos podría deberse al hecho de que la economía de India está integrada con la de Estados Unidos más estrechamente de lo que hace pensar un indicador de integración basado en la proporción del comercio de bienes de India con las economías avanzadas, como se observa en el panel 2 del gráfico 4.2, sobre todo en lo que se refiere a las cuantiosas exportaciones de su sector de servicios (por ejemplo, tercerización). Los datos incluso apuntan a una correlación relativamente fuerte entre el crecimiento de India y el crecimiento de las economías avanzadas en los últimos 15 años (véase el apéndice 4.1).

Gráfico 4.2. Clasificación de los países de la muestra promedio, 2000–12

La muestra de 16 de las principales economías de mercados emergentes abarca una amplia gama de características económicas y estructurales.



Fuentes: FMI, base de datos de *Balance of Payments Statistics*; FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics*; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; FMI edición de abril de 2012 del informe WEO, capítulo 4, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: En el eje de la abscisa en los paneles se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

Cuadro 4.1. Respuestas a impulsos de shocks en el bloque externo: Modelo de base
(Puntos porcentuales)

	Respuesta ¹	Shock				
		Crecimiento del PIB real de Estados Unidos	Inflación de Estados Unidos	Tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años	Rendimiento del EMBI	Crecimiento de los términos de intercambio ²
Crecimiento del PIB real de Estados Unidos	Impacto	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Fin del primer año	3,20	-0,63	0,10	-0,09	0,02
	Fin del segundo año	3,86	-2,44	-0,72	-0,72	0,06
	Fin del tercer año	3,28	-2,04	-2,72	1,61	0,09
Inflación de Estados Unidos	Impacto	0,11	1,00	0,00	0,00	0,00
	Fin del primer año	0,66	1,96	0,21	-0,31	0,01
	Fin del segundo año	1,50	0,66	1,21	-0,42	0,02
	Fin del tercer año	1,56	0,70	0,91	-0,18	0,05
Tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años	Impacto	0,07	0,07	1,00	0,00	0,00
	Fin del primer año	0,26	-0,07	3,08	-0,01	0,01
	Fin del segundo año	0,65	-0,07	4,96	0,21	0,01
	Fin del tercer año	1,00	-0,14	6,21	0,49	0,02
Rendimiento del EMBI	Impacto	-0,31	-0,17	0,22	1,00	0,00
	Fin del primer año	-0,85	0,14	0,96	2,83	0,00
	Fin del segundo año	-1,00	0,51	2,56	4,13	-0,02
	Fin del tercer año	-0,67	0,44	4,76	4,98	-0,04
Crecimiento de los términos de intercambio ²	Impacto	0,09	1,43	0,29	-0,28	1,00
	Fin del primer año	1,22	0,45	1,86	-1,47	2,23
	Fin del segundo año	1,10	-2,79	1,89	-0,76	1,88
	Fin del tercer año	-0,39	-0,83	-0,44	-0,35	2,04

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan.

¹Todas las respuestas corresponden a cifras acumuladas de fin del período, y normalizadas a un shock de 1 punto porcentual.

²Promedio de shocks y respuestas de países específicos.

de casi 10 puntos básicos en el momento del impacto y más aún en los primeros dos años (véanse las estimaciones en el tercer grupo dentro de la primera columna de datos del cuadro)¹¹.

Los estímulos al crecimiento provenientes de otras economías avanzadas —representados en una especificación alternativa por el crecimiento de la zona del euro además del crecimiento de Estados Unidos— también inciden de forma considerable en el crecimiento de los mercados emergentes en el momento de impacto (panel 3 del gráfico 4.3), aunque los efectos positivos no son tan persistentes como los del shock del crecimiento de Estados Unidos. Esto pone de manifiesto que la sensibilidad del crecimiento de las economías de mercados emergentes a los shocks de la demanda externa en las economías avanzadas es más amplia y no se restringe solo a Estados Unidos. Dados los riesgos a la baja para las perspectivas del

crecimiento que prevalecen en la zona del euro (véase el capítulo 1), el riesgo de efectos de contagio negativos de Europa a los mercados emergentes también sigue siendo fuerte.

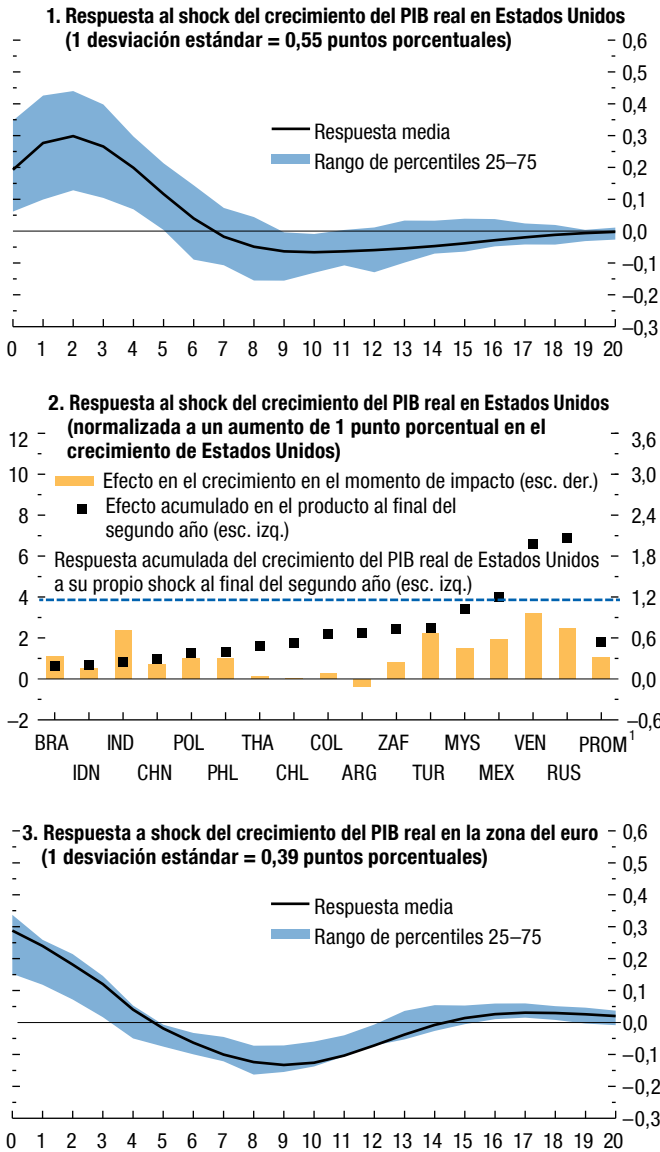
Las condiciones de financiamiento externo más restrictivas provocan una disminución del crecimiento de las economías de mercados emergentes en el mismo trimestre (gráficos 4.4 y 4.5). Un aumento de 100 puntos básicos en el rendimiento compuesto EMBI (es decir, un shock de la prima de riesgo) reduce el crecimiento de las economías de mercados emergentes $\frac{1}{4}$ punto porcentual en el momento del impacto, con efectos acumulados negativos que se prolongan hasta más de dos años en la mayoría de las economías. El tipo de cambio real tiende a depreciarse, y en respuesta las tasas internas a corto plazo suelen elevarse, posiblemente debido a las salidas de capitales relacionadas con tales shocks. El efecto neto depende en parte del grado en que una moneda más débil sea capaz de apoyar el crecimiento de las exportaciones.

Los shocks de otras variables representativas de las condiciones de financiamiento externo de los mercados emergentes arrojan resultados similares a los de

¹¹Además, los efectos de un mayor crecimiento en Estados Unidos se mantienen alrededor del mismo nivel fuerte incluso después de tener en cuenta el crecimiento de otras economías avanzadas. Estos resultados concuerdan con los de estudios conexos (véase Österholm y Zettelmeyer, 2007). Véanse detalles en el apéndice 4.2.

Gráfico 4.3. Respuestas del crecimiento del PIB real interno a impulsos derivados de shocks de la demanda externa
(Puntos porcentuales)

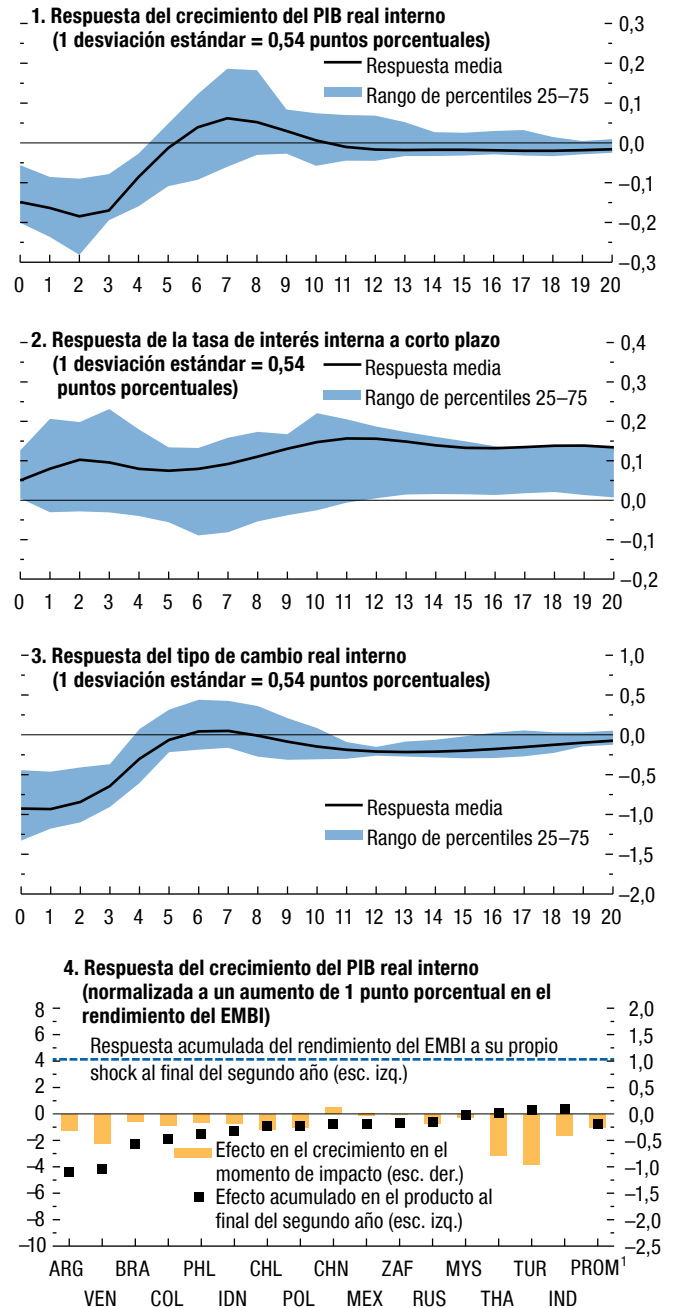
Una demanda externa más fuerte, representada por un aumento del crecimiento del PIB real en las economías avanzadas, tiene un efecto positivo duradero en el crecimiento de las economías de mercados emergentes.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Las unidades del eje de la abscisa en los paneles 1 y 3 son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock. En el eje de la abscisa en el panel 2 se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).
¹Promedio de todas las economías de la muestra excepto Argentina, Rusia y Venezuela.

Gráfico 4.4. Respuestas a impulsos de un shock financiero externo
(Puntos porcentuales)

Una prima de riesgo más alto para la deuda soberana de las economías de mercados emergentes reduce su crecimiento.

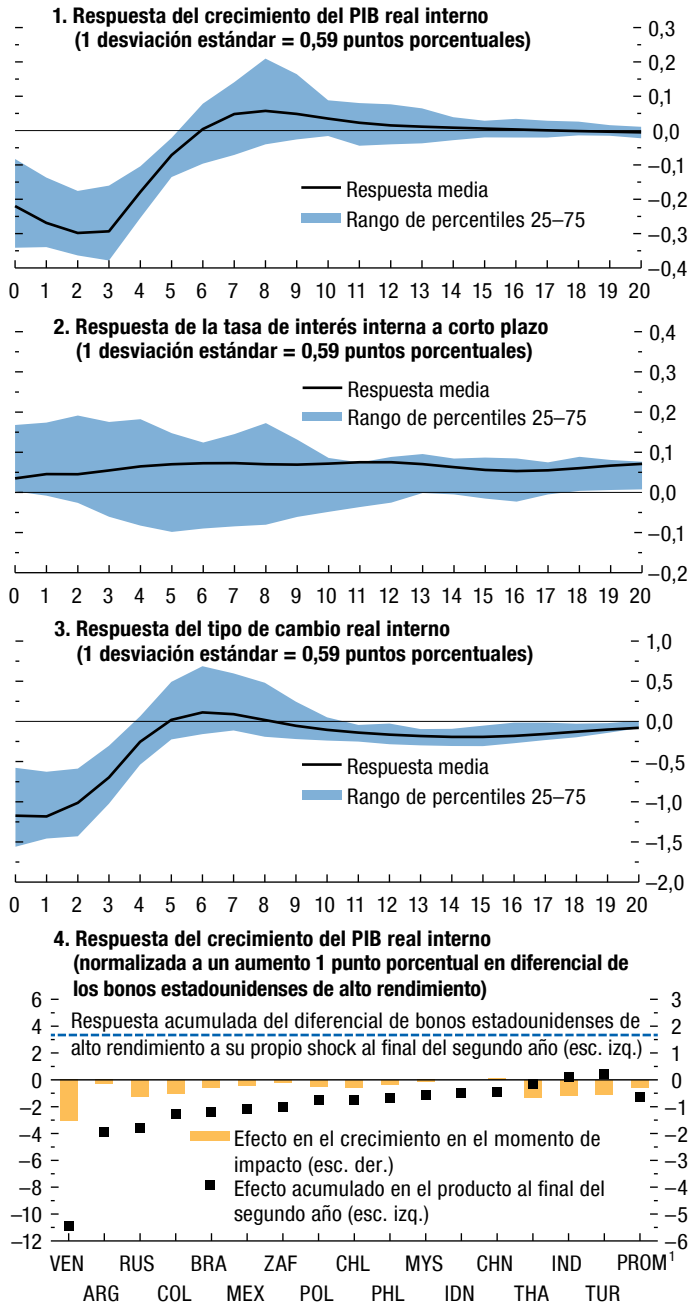


Fuentes: Datos económicos de la Reserva Federal; Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; Thomson Reuters Datastream, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las unidades del eje de la abscisa en los paneles 1 y 3 son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock. En el eje de la abscisa en el panel 4 se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).
EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan.
¹Promedio de todas las economías de la muestra excepto Argentina, Rusia y Venezuela.

Gráfico 4.5. Respuestas a impulsos de un shock del diferencial de bonos estadounidenses de alto rendimiento
(Puntos porcentuales)

Un aumento del diferencial de los bonos estadounidenses de alto rendimiento también tiene un fuerte efecto negativo en el crecimiento de las economías de mercados emergentes.



Fuentes: Datos económicos de la Reserva Federal; Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; Thomson Reuters Datastream, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las unidades del eje de la abscisa en los paneles 1 y 3 son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock. En el eje de la abscisa en el panel 4 se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

¹Promedio de todas las economías de la muestra excepto Argentina, Rusia y Venezuela.

los shocks del rendimiento del EMBI. Dado que los shocks en la rentabilidad del EMBI también fluctúan junto con la evolución interna en los mercados emergentes, el índice compuesto, y no los rendimientos específicos por país, es lo que se usa como variable representativa de las condiciones de financiamiento externo. En este índice, los factores específicos de los países deben ser menos importantes. No obstante, es posible que variaciones en el rendimiento compuesto del EMBI aún puedan deberse a variaciones en la actitud del mercado frente a la evolución subyacente interna en los mercados emergentes. Por lo tanto, en una especificación alternativa, el diferencial de bonos de alto rendimiento de las empresas estadounidenses es usado como variable representativa adicional de las condiciones de financiamiento externo¹². Un aumento de ese diferencial tiene un efecto negativo aún más fuerte en el crecimiento, ya que un aumento de 100 puntos básicos en el diferencial reduce el crecimiento de los mercados emergentes 0,4 puntos porcentuales en el momento del impacto (gráfico 4.5).

También se consideran los efectos de las variaciones de la política monetaria de Estados Unidos, representados por la tasa de los bonos del Tesoro de este país a 10 años en la especificación de base. El aumento de la tasa estadounidense a 10 años ha tenido un efecto negativo en el crecimiento de los mercados emergentes con un rezago de cinco a seis trimestres. Esto puede deberse al hecho de que las variaciones de las tasas estadounidenses a 10 años (que no están relacionadas con el crecimiento del PIB o la inflación de Estados Unidos) aún pueden reflejar muchos otros factores no vinculados con la orientación de la política monetaria de Estados Unidos, tales como expectativas acerca del rumbo de la economía estadounidense, o incluso cambios en el apetito de riesgo de los inversionistas internacionales debidos a factores ajenos a Estados Unidos, como lo denotan los flujos que buscan un refugio seguro en los bonos del Tesoro estadounidense durante las crisis. En el apéndice 4.2 se analizan los detalles. Resultados similares, es decir, un crecimiento negativo rezagado en respuesta a aumentos de la tasa de interés en Estados Unidos después de comienzos de los años noventa, también han sido observados en otras investigaciones

¹²En el bloque externo, el diferencial de bonos estadounidenses de alta rentabilidad se coloca antes de la rentabilidad del EMBI y después de todas las otras variables de Estados Unidos.

(Mackowiak, 2007; Österholm y Zettelmeyer, 2007; Iltzetski y Jin, 2013)¹³.

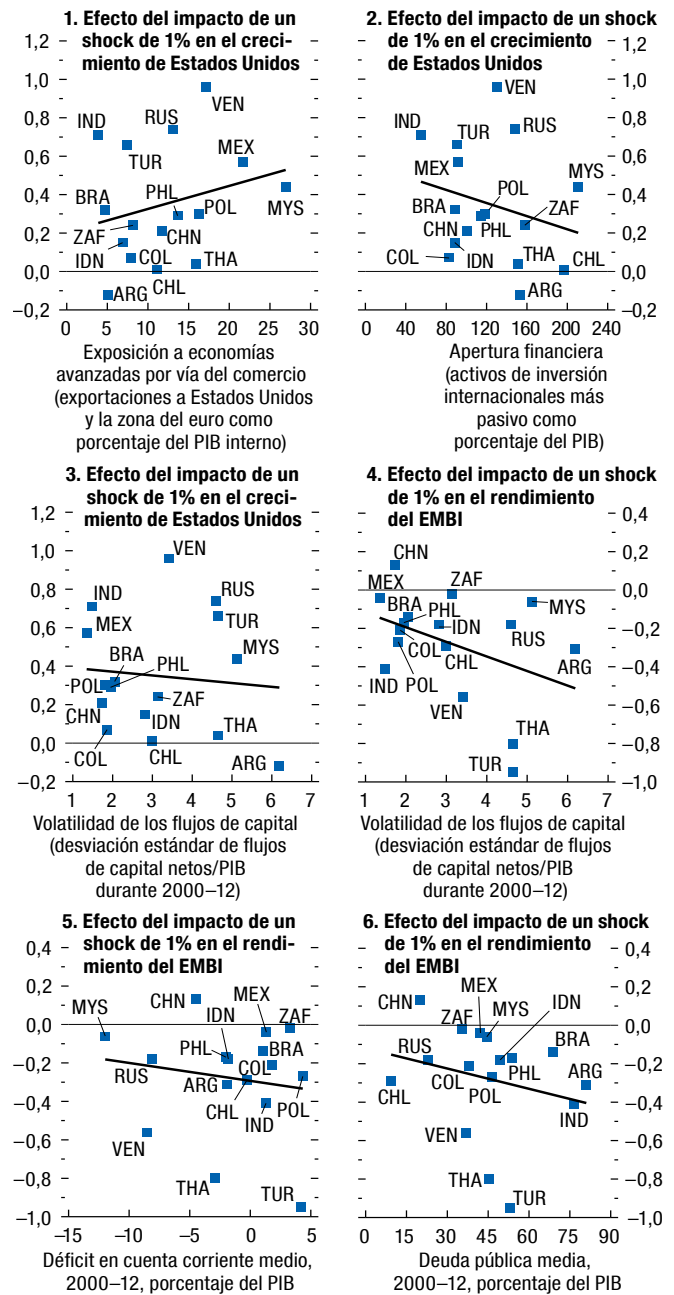
Se examinan asociaciones simples que vinculan las respuestas del crecimiento de las economías a shocks externos con sus características estructurales y macroeconómicas, empleando para ello diagramas de dispersión de dos variables (gráfico 4.6). Con 16 observaciones para cada correlación en este gráfico, las relaciones estadísticas son sugerentes en el mejor de los casos. Algunas observaciones que cabe destacar son las siguientes:

- Un mayor crecimiento en las economías avanzadas genera efectos de crecimiento más fuertes en los mercados emergentes que mantienen una actividad comercial relativamente mayor con las economías avanzadas (por ejemplo, México; véase el panel 1 del gráfico), pero efectos de contagio más débiles en las economías financieramente más abiertas (por ejemplo, Chile; véase el panel 2). Los países expuestos a una mayor volatilidad de los flujos de capitales en general (por ejemplo, Tailandia; véase el panel 3) también se benefician menos. Es posible que un crecimiento más fuerte en las economías avanzadas (y el concomitante aumento de las tasas de interés) provoque mayores salidas de capitales de las economías financieramente integradas, y que eso contrarreste parcial o totalmente los efectos beneficiosos del aumento de la demanda externa, sobre todo en las economías que no tienen vínculos comerciales estrechos con las economías avanzadas.
- Los shocks financieros externos adversos son más perjudiciales para las economías que tienden a estar más expuestas a la volatilidad de los flujos de capitales (por ejemplo, Tailandia y Turquía; véase el panel 4) o para las que presentan niveles relativamente mayores de déficit en cuenta corriente

¹³Otras variables representativas de la política monetaria de Estados Unidos (distintas de la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años en la especificación de base) que se están considerando son la tasa efectiva de los fondos federales o tasa de política monetaria, la tasa de interés real ex ante de los fondos federales, la variación de la tasa de política monetaria, el diferencial de plazo (la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años menos la tasa efectiva de los fondos federales) e indicadores de shocks puros de política monetaria (como los identificados en Kuttner, 2001, y Romer y Romer, 2004). Para cada una de estas variables representativas, la tasa de interés a 10 años es reemplazada con la variable representativa de las especificaciones alternativas. Los shocks a la mayoría de estas variables representativas producen efecto negativo rezagado en el crecimiento de los mercados emergentes. Solo los aumentos del diferencial de plazo tienen un efecto negativo inmediato (véanse detalles en el apéndice 4.2).

Gráfico 4.6. Correlaciones entre la respuesta del crecimiento a shocks externos y las características específicas de los países
(Puntos porcentuales)

Una demanda externa más vigorosa beneficia más a las economías que mantienen vínculos comerciales más estrechos con las economías avanzadas y beneficia menos a las economías que son financieramente muy abiertas. Los shocks de financiamiento externos afectan más gravemente a las economías que están más expuestas a la volatilidad de los flujos de capitales y aquellas cuya política económica tiene un margen de maniobra más reducido.

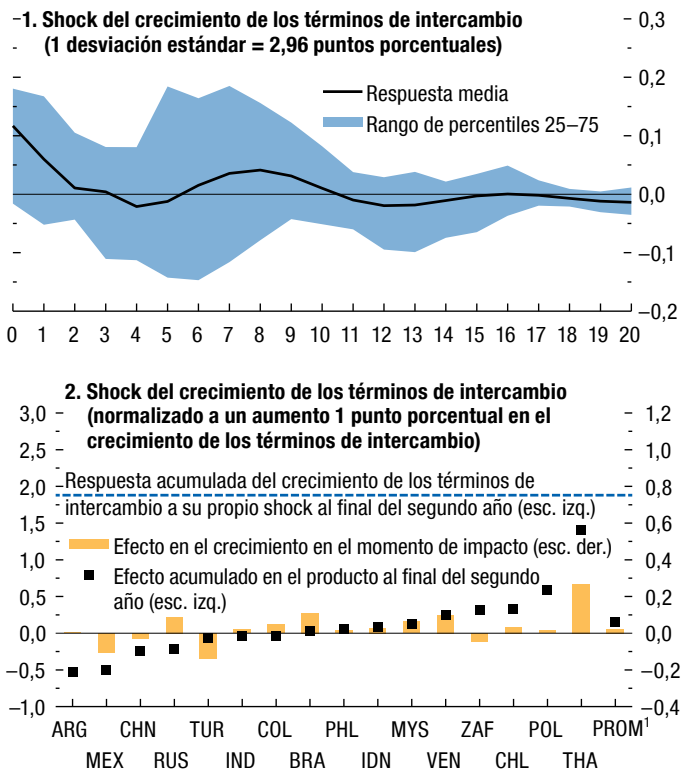


Fuentes: FMI, base de datos de *Balance of Payments Statistics*; FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics*; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; FMI edición de abril de 2012 del informe WEO, capítulo 4, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

Gráfico 4.7. Respuestas del crecimiento del PIB real interno a impulsos derivados de shocks del crecimiento de los términos de intercambio
(Puntos porcentuales)

Los aumentos en el crecimiento de los términos del intercambio de las economías de mercados emergentes que no son atribuibles a la demanda externa tienen un pequeño efecto positivo en el crecimiento que dura aproximadamente un año.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las unidades del eje de la abscisa en el panel 1 son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock. En el eje de la abscisa en el panel 2 se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO). La respuesta media a un shock del crecimiento de los términos de intercambio se calcula como el promedio de respuestas del crecimiento de economías de mercados emergentes al shock del crecimiento de los términos de intercambio específico del país.

¹Promedio de todas las economías de la muestra excepto Argentina, Rusia y Venezuela.

externa y deuda pública (véanse los paneles 5 y 6). Los efectos son menos agudos para ciertas economías a pesar de su apertura financiera, lo cual podría atribuirse a posiciones macroeconómicas relativamente sólidas (por ejemplo, Malasia). Chile y Malasia son unas de las pocas economías de la muestra que han tendido a mantener sus tasas de interés internas estables o incluso las han reducido

en respuesta a mayores rendimientos del EMBI.

En algunos otros países, un margen de maniobra inadecuado de la política económica puede haber limitado el espacio para la aplicación de políticas anticíclicas que permitan amortiguar los efectos de los mayores rendimientos del EMBI en el crecimiento.

Estos resultados se condicen bien con las políticas observadas en el segundo semestre de 2013 y en lo que va de 2014 en respuesta a la volatilidad del mercado financiero. Muchas economías de mercados emergentes han recurrido a elevar las tasas de interés internas a medida que las condiciones financieras se han tornado más restrictivas, y han permitido que sus tipos de cambio se ajusten. Las conclusiones de este capítulo hacen pensar que la forma en que estas economías se verán afectadas dependerá de si sus condiciones de financiamiento externo se endurecerán más de lo que cabe atribuir a una recuperación del crecimiento en las economías avanzadas, así como a la respuesta de su política económica interna. Si las condiciones de financiamiento se tornan más restrictivas, y las economías de mercados emergentes se ven obligadas a elevar las tasas internas para limitar las salidas de capital, el crecimiento se moderará, pero la moderación se verá compensada en parte por la depreciación del tipo de cambio. El crecimiento sufrirá un golpe aún más fuerte en las economías más expuestas a la volatilidad de los flujos de capitales o en aquellas con margen limitado para responder a estos shocks con políticas anticíclicas.

Los aumentos en el crecimiento de los términos del intercambio de las economías de mercados emergentes que no son atribuibles a la demanda externa tienen un pequeño efecto positivo en el crecimiento que dura aproximadamente un año (gráfico 4.7). La respuesta relativamente moderada (en comparación con las respuestas a otros shocks) puede obedecer al hecho de que estas variaciones de los términos de intercambio son el resultado de shocks de la oferta¹⁴.

¹⁴Como se indica en el apéndice 4.2, la especificación alternativa que tiene en cuenta el índice de precios mundiales de las materias primas, como variable representativa adicional de los términos de intercambio de las economías de mercados emergentes, arroja resultados en general similares con respecto a los efectos de los shocks del aumento de los precios mundiales de las materias primas en el crecimiento del PIB real de las economías de mercados emergentes.

Comparación de las contribuciones de los factores externos e internos a la dinámica histórica del crecimiento

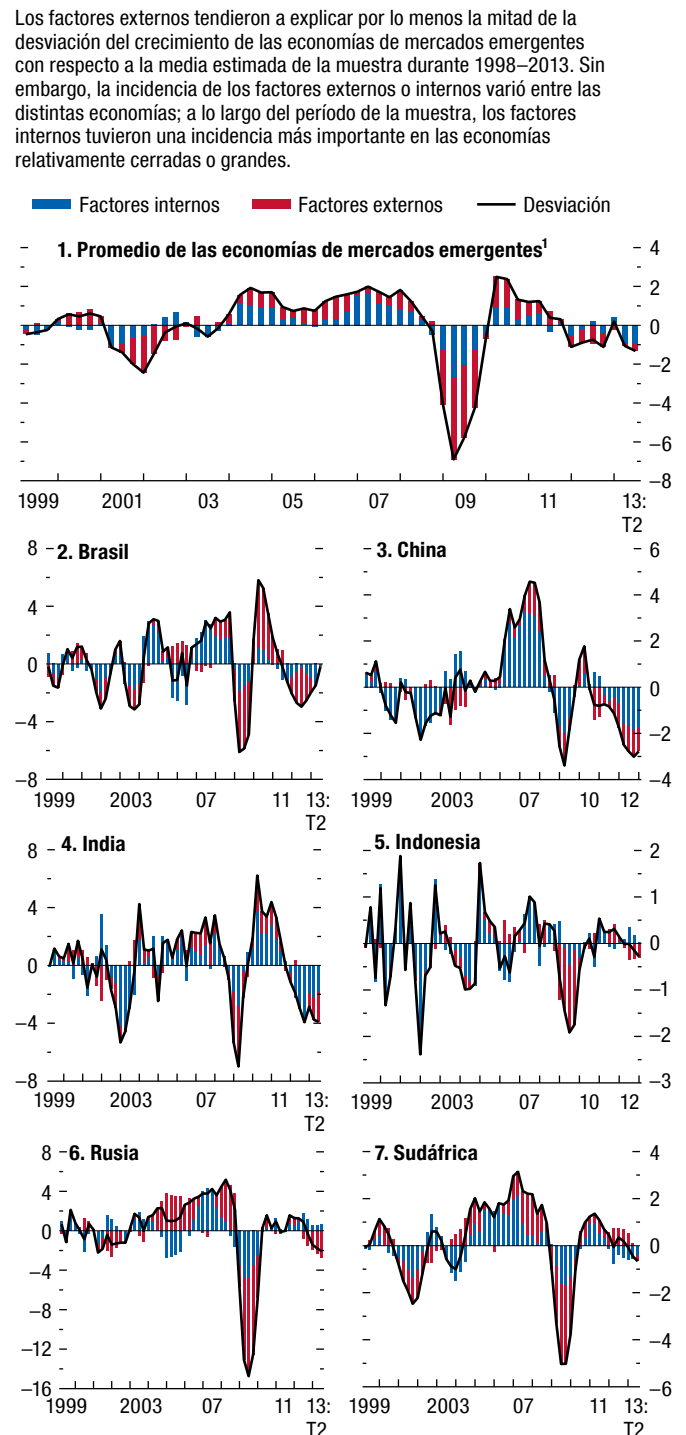
El análisis hasta ahora ha confirmado que los shocks derivados de la demanda externa y las condiciones financieras tienen repercusiones importantes en el crecimiento de los mercados emergentes. Sin embargo, la combinación de estructuras y políticas internas ha ayudado a contrarrestar estos shocks en algunos casos, mientras que en otros casos los ha amplificado. En tal sentido, en esta sección se hace un repaso histórico con el fin de evaluar el grado en que el crecimiento de las economías de mercados emergentes, en comparación con su crecimiento medio estimado a lo largo del período de la muestra, está determinado por factores externos.

Los factores externos tendieron a explicar por lo menos la mitad de la desviación del crecimiento de las economías de mercados emergentes con respecto a la media estimada de la muestra durante 1998–2013 (gráfico 4.8, panel 1)¹⁵. La mayor contribución de los factores externos es particularmente evidente durante las últimas dos recesiones que se originaron en las economías avanzadas, a comienzos de la década de 2000 y durante la crisis financiera mundial. Sin embargo, los otros factores, en su mayoría internos, contribuyeron más al inicio de la rápida expansión de los mercados emergentes en el período previo a la crisis financiera mundial, así como durante la desaceleración a partir de 2012.

Sin embargo, los factores internos desempeñaron un papel más importante en las economías relativamente cerradas o de gran tamaño durante todo el período de la muestra (gráfico 4.8, paneles 2–7). En el gráfico 4.8, el aumento o la disminución de la contribución de un factor se mide en función de la variación de su nivel con respecto al trimestre anterior. En China, los factores internos empezaron a contribuir menos a las desviaciones con respecto al crecimiento medio a partir de comienzos de 2007. La contribución negativa de los factores

¹⁵Dadas las estimaciones del VAR de forma reducida, el crecimiento de cada economía en cualquier punto determinado de la historia puede expresarse como la suma de las condiciones iniciales y todos los shocks estructurales en el modelo. La suma de los shocks derivados de los factores externos identificados (los indicadores de economías avanzadas, el rendimiento del EMBI y el crecimiento de los términos de intercambio) proporciona la contribución de todos los factores externos. Los shocks restantes se derivan probablemente de variables internas (como la inflación interna, los tipos de cambio real y las tasas de interés a corto plazo en el modelo) y se denominan internos. No obstante, estos shocks residuales no identificados también podrían representar otros factores, como shocks comunes o exógenos (por ejemplo, catástrofes naturales).

Gráfico 4.8. Descomposiciones históricas del crecimiento del PIB real por factores internos y externos
(Puntos porcentuales)



Fuentes: Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El modelo subyacente de autorregresión incluye el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, la inflación de Estados Unidos, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el rendimiento del Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan, y el crecimiento de los términos de intercambio en el bloque externo.

¹Promedio de todas las economías de la muestra excepto Argentina, Rusia y Venezuela.

internos aumentó al comienzo de la crisis y alcanzó su nivel máximo en el primer trimestre de 2009, después de lo cual se desplegó un programa de estímulo fiscal a gran escala (véase Dreger y Zhang, 2011). La contribución de los factores internos empezó a aumentar a mediados de 2009, se tornó positiva en el cuarto trimestre de 2009 y alcanzó su máximo en 2010. De forma similar, en India, los factores internos empezaron a moderar el crecimiento a comienzos de 2008, probablemente a raíz de tensiones derivadas de crecientes estancamientos en la infraestructura después de un período de rápido crecimiento (véase FMI, 2008a). Su incidencia negativa continuó hasta mediados de 2009, cuando los factores internos empezaron a contribuir al crecimiento una vez más. En cambio, la brusca desaceleración del crecimiento en Brasil e Indonesia durante la crisis financiera mundial obedeció casi en su totalidad a factores externos. En Rusia y Sudáfrica, los factores externos dominaron la dinámica del crecimiento durante la crisis financiera mundial, pero también incidieron los factores internos, quizá debido a problemas vinculados al sobrecalentamiento interno (Rusia; véase FMI, 2008b) o a restricciones en el lado de la oferta (Sudáfrica; véase FMI, 2008c).

Los factores internos parecen haber estado trabando el crecimiento en algunos países en años recientes, aunque su contribución a las variaciones del crecimiento a lo largo del tiempo ha sido diferente en los distintos países. En China, estos factores en gran medida deprimieron el crecimiento después de finales de 2010, pero aún así se registra un leve aumento de su contribución en el último trimestre de 2012. Un panorama similar se observa en el caso de India, donde los factores internos redujeron el crecimiento desde 2011 hasta el tercer trimestre de 2012, pero con un incremento de su contribución desde finales de 2012. El panorama es más ambiguo en los casos de Brasil y Sudáfrica, pero en ambas economías, después de un lastre debido a factores internos en el segundo semestre de 2012, dichos factores contribuyeron más al crecimiento en el primer semestre de 2013.

¿Una cadena global o una China globalizada? Cuantificación del impacto de China

La notable expansión de China en las últimas décadas ha concitado mucha atención desde el punto de vista de las políticas. El creciente peso de esa economía en el comercio internacional ha brindado a muchas economías emergentes la oportunidad de diversificar sus exportaciones, reencauzándolas de las economías avanzadas a China. Varios estudios recientes han detectado

que los cambios en la actividad real de China tienen importantes implicaciones para el crecimiento en el resto del mundo (Arora y Vamvakidis, 2010; Ahuja y Nabar, 2012; Cesa-Bianchi *et al.*, 2011; FMI, 2012, 2013a; y la Sección especial sobre los efectos de contagio en el capítulo 2). Además, la economía de China ha desarrollado una mayor capacidad de recuperación frente a las variaciones en la evolución económica de las economías avanzadas, como se documenta en la sección anterior.

Por lo tanto, en esta sección se analizan las implicaciones que China, como factor externo individual, ha tenido en el crecimiento de otros mercados emergentes desde finales de los años noventa. La forma en que China influya en el crecimiento más allá de sus fronteras dependerá, obviamente, de la naturaleza de sus vínculos transfronterizos. Un canal prominente es la cadena mundial de suministro, a través de la que China importa insumos intermedios de otros países —en especial de las economías emergentes de Asia— para elaborar bienes finales para los mercados de las economías avanzadas. En este sentido, las variaciones del crecimiento de China son mayormente endógenas con respecto a las variaciones de las condiciones de la demanda en las economías avanzadas. Otro canal es la propia demanda de China. El crecimiento de China basado en la inversión puede estimular a las economías de mercados emergentes exportadoras de materias primas a través del aumento de la demanda y los precios de esas materias. Un mayor reequilibrio de la demanda a favor del consumo privado también beneficiará a los países que exportan bienes finales a China (véase el recuadro 1.2). Por último, China también puede promover el crecimiento en otras economías al incrementar los flujos de inversión extranjera directa a dichas economías (Dabla-Norris, Espinoza y Jahan, 2012). Para determinar el impacto económico de China en otros países, su crecimiento se coloca en el bloque externo de variables de las otras 15 economías de mercados emergentes de la muestra¹⁶.

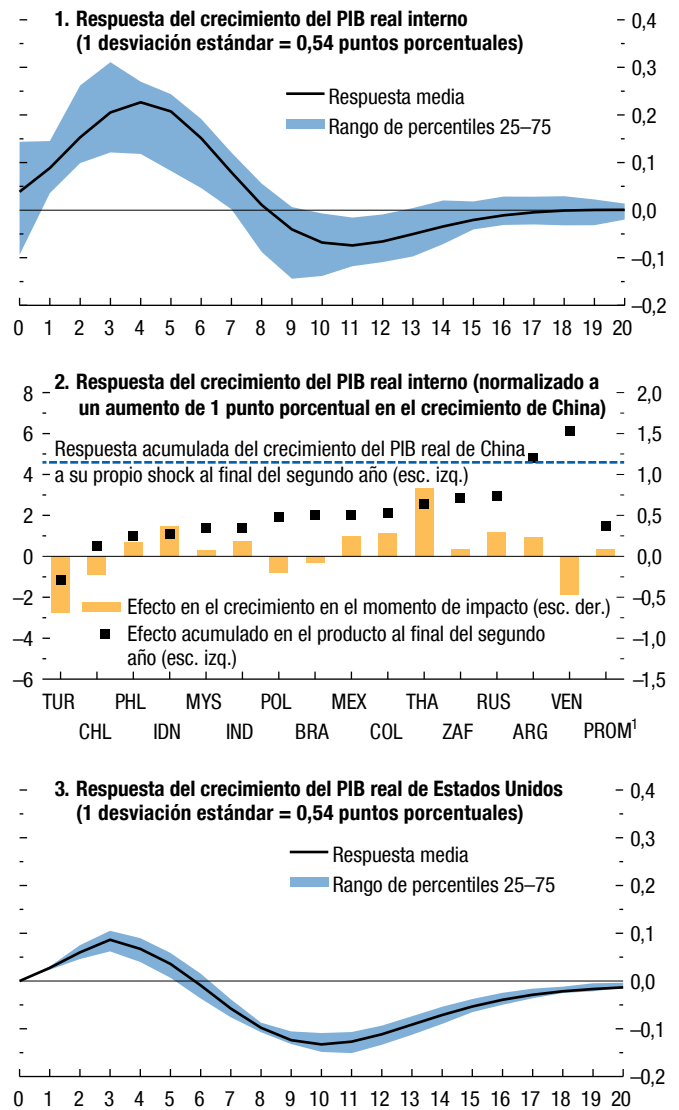
¹⁶En esta especificación, las variables específicas de Estados Unidos permiten aislar las influencias del crecimiento de las economías avanzadas en las economías de mercados emergentes que se transmiten a través de la cadena mundial de suministro y colocarlas antes del crecimiento de China en el orden recursivo. En una especificación alternativa que incluye el crecimiento de China y de la zona del euro, el crecimiento de la zona del euro se coloca después del crecimiento de Estados Unidos en el orden recursivo, mientras que el crecimiento de China sigue colocándose después de todos los indicadores de las economías avanzadas. Sin embargo, al cambiar el lugar que ocupa el crecimiento de China en el bloque externo (ya sea después del crecimiento de Estados Unidos o de la zona del euro o después de todos los indicadores de las economías avanzadas) no se alteran sustancialmente los resultados principales.

Los resultados confirman la importancia sistémica de China en el crecimiento de los mercados emergentes (gráfico 4.9). Un aumento de 1 punto porcentual en el crecimiento de China —no atribuible al crecimiento en Estados Unidos— eleva el crecimiento de otras economías de mercados emergentes aproximadamente 0,1 puntos porcentuales en el momento del impacto. El efecto positivo tiende a intensificarse a lo largo del tiempo a medida que los términos de intercambio de los mercados emergentes reciben un estímulo adicional, lo cual destaca la importancia de China para los mercados mundiales de materias primas (véase el cuadro 4.2)¹⁷. La elasticidad del impacto es alta en el caso de ciertas economías de Asia, como Tailandia, pero también en el caso de exportadores de materias primas como Rusia¹⁸. Los shocks del crecimiento provenientes de China también repercuten en la economía mundial. Un shock de crecimiento de 1 punto porcentual en China estimula el crecimiento de Estados Unidos con efecto retardado, observándose que el efecto acumulado aumenta a 0,4 puntos porcentuales, con lo cual el aumento acumulado del crecimiento de China sube a 4,6% al cabo de dos años (véase el cuadro 4.2 y el panel 2 del gráfico 4.9). Sin embargo, el efecto se revierte por completo en tres años.

La integración económica de los mercados emergentes con China ha contrarrestado los otros factores externos en momentos clave (gráfico 4.10). Una vez más, el aumento o la disminución de la contribución de un factor se mide en función de la variación de su nivel con respecto al trimestre anterior. El crecimiento de China contribuyó positivamente al crecimiento de otros mercados emergentes desde mediados de 2001 hasta comienzos de 2002, y ayudó a aliviar los efectos negativos de otros factores externos tras la recesión de las economías avanzadas. Además, después del inicio de la crisis financiera mundial, el crecimiento chino, en recuperación gracias a un fuerte estímulo fiscal, incrementó su contribución al crecimiento de las economías de mercados emergentes desde el tercer trimestre de 2009 hasta 2010¹⁹. De los 3¾ puntos porcentuales que mejoró el crecimiento trimestral (interanual) de las

Gráfico 4.9. Respuestas a impulsos derivados a un shock del crecimiento del PIB real en China
(Puntos porcentuales)

Un aumento de 1 punto porcentual en el crecimiento de China eleva el crecimiento de las economías de mercados emergentes 0,1 puntos porcentuales en el momento de impacto. El efecto positivo se acumula a lo largo del tiempo a medida que los términos de intercambio de los mercados emergentes reciben un estímulo adicional, lo cual destaca la importancia de China para los mercados mundiales de materias primas.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las unidades del eje de la abscisa en los paneles 1 y 3 son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock. En el eje de la abscisa en el panel 2 se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

¹Promedio de todas las economías de la muestra excepto Argentina, Rusia y Venezuela.

¹⁷Los efectos de las variaciones del crecimiento de la inversión real de China en el crecimiento interno siguen una tendencia similar, pero son de menor magnitud (véanse detalles en el apéndice 4.2).

¹⁸En el caso de los exportadores de materias primas, los efectos positivos se acumulan con el tiempo y alcanzan su nivel máximo en el segundo año (por ejemplo, Brasil y Chile).

¹⁹Se estima que los programas de estímulo fiscal de China durante la crisis financiera mundial fueron del orden de 3% del PIB en 2009 y 2¾% del PIB en 2010 (Dreger y Zhang, 2011).

Cuadro 4.2. Respuestas a impulsos de shocks en el bloque externo: Modelo de base modificado con crecimiento del PIB real de China
(Puntos porcentuales)

	Respuesta ¹	Shock					
		Crecimiento del PIB real de Estados Unidos	Inflación de Estados Unidos	Tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años	Crecimiento del PIB real de China	Rendimiento del EMBI	Crecimiento de los términos de intercambio ²
Crecimiento del PIB real de Estados Unidos	Impacto	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Fin del primer año	3,18	-0,55	0,28	0,32	-0,04	0,01
	Fin del segundo año	3,88	-2,31	-0,35	0,39	0,56	0,06
	Fin del tercer año	3,40	-1,99	-2,47	-0,50	1,04	0,08
Inflación de Estados Unidos	Impacto	0,12	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Fin del primer año	0,66	2,08	0,28	0,19	-0,20	0,01
	Fin del segundo año	1,42	0,91	1,46	0,68	-0,16	0,01
	Fin del tercer año	1,51	0,89	1,46	0,67	0,01	0,05
Tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años	Impacto	0,07	0,07	1,00	0,00	0,00	0,00
	Fin del primer año	0,25	-0,08	3,11	0,08	0,03	0,01
	Fin del segundo año	0,64	-0,12	5,02	0,29	0,31	0,02
	Fin del tercer año	1,00	-0,18	6,31	0,45	0,62	0,03
Crecimiento del PIB real de China	Impacto	0,27	0,28	0,94	1,00	0,00	0,00
	Fin del primer año	0,70	-0,19	3,44	3,24	-0,27	0,04
	Fin del segundo año	0,83	-0,15	6,33	4,59	-0,60	0,11
	Fin del tercer año	1,11	0,23	8,00	5,13	-0,88	0,16
Rendimiento del EMBI	Impacto	-0,30	-0,15	0,22	-0,02	1,00	0,00
	Fin del primer año	-0,81	0,12	0,87	-0,21	2,84	0,00
	Fin del segundo año	-0,91	0,51	2,27	-0,42	4,13	-0,01
	Fin del tercer año	-0,57	0,42	4,22	-0,34	5,02	-0,03
Crecimiento de los términos de intercambio ²	Impacto	0,22	1,63	0,48	0,69	-0,24	1,00
	Fin del primer año	1,50	1,05	2,36	2,10	-1,11	2,28
	Fin del segundo año	1,43	-2,47	3,20	2,67	-0,38	1,97
	Fin del tercer año	-0,20	-0,35	1,20	1,64	-0,22	2,03

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan.

¹Todas las respuestas corresponden a cifras acumuladas de fin del período, y normalizadas a un shock de 1 punto porcentual.

²Promedio de shocks y respuestas de países específicos.

economías de mercados emergentes en 2010–11 con respecto a 2008–09, ½ punto porcentual es atribuible a China, 2¼ puntos porcentuales a otros factores externos y el 1 punto porcentual restante a factores internos.

Sin embargo, la diversificación de las economías de mercados emergentes a favor de China también las ha expuesto a shocks adversos derivados del crecimiento de ese país. Concretamente, la reciente desaceleración de China supuso un nuevo revés para su crecimiento: de los 2 puntos porcentuales más bajos en el crecimiento trimestral (interanual) de las economías de mercados emergentes en 2012–13 respecto a 2010–11, ½ punto porcentual es atribuible a China, 1¼ puntos porcentuales a otros factores externos y el ¼ punto porcentual restante a otros factores internos²⁰.

²⁰Cabe señalar que en la medida en que las políticas internas hayan sido adoptadas en respuesta a la crisis financiera mundial y hayan sido replegadas posteriormente, dichas políticas aún serían atribuibles a factores externos y no a factores internos independientes.

Efectos en el crecimiento: Presente y futuro

Aparte de las inquietudes sobre el crecimiento relacionadas con las transiciones cíclicas en curso en la economía mundial, otra cuestión que concita la atención de las autoridades en los mercados emergentes es la tasa de crecimiento tendencial de sus economías. Muchos temen que la desaceleración observada se deba a una disminución del crecimiento tendencial en comparación con los niveles registrados a comienzos de la década de 2000, y les inquieta la incidencia de los factores externos en este crecimiento tendencial. Si bien este capítulo se centra primordialmente en entender los vínculos entre el crecimiento de las economías de mercados emergentes y los factores externos a corto plazo, en esta sección se analizan las implicaciones potenciales a mediano plazo.

El análisis realizado en la sección previa hace pensar que los efectos acumulados en el crecimiento derivados de shocks externos, en especial la demanda externa y

las condiciones de financiamiento externo, se prolongarán bastante más allá del corto plazo (véanse los gráficos 4.3–4.5 y 4.9). Si bien el crecimiento tendencial probablemente estará determinado por numerosos factores, incluidas las políticas macroeconómicas y estructurales internas, las condiciones externas también tienen un efecto persistente. Por lo tanto, la recuperación más fuerte en las economías avanzadas probablemente incidirá en el crecimiento tendencial de las economías de mercados emergentes, al igual que un endurecimiento de las condiciones mundiales de financiamiento en relación con su situación actual.

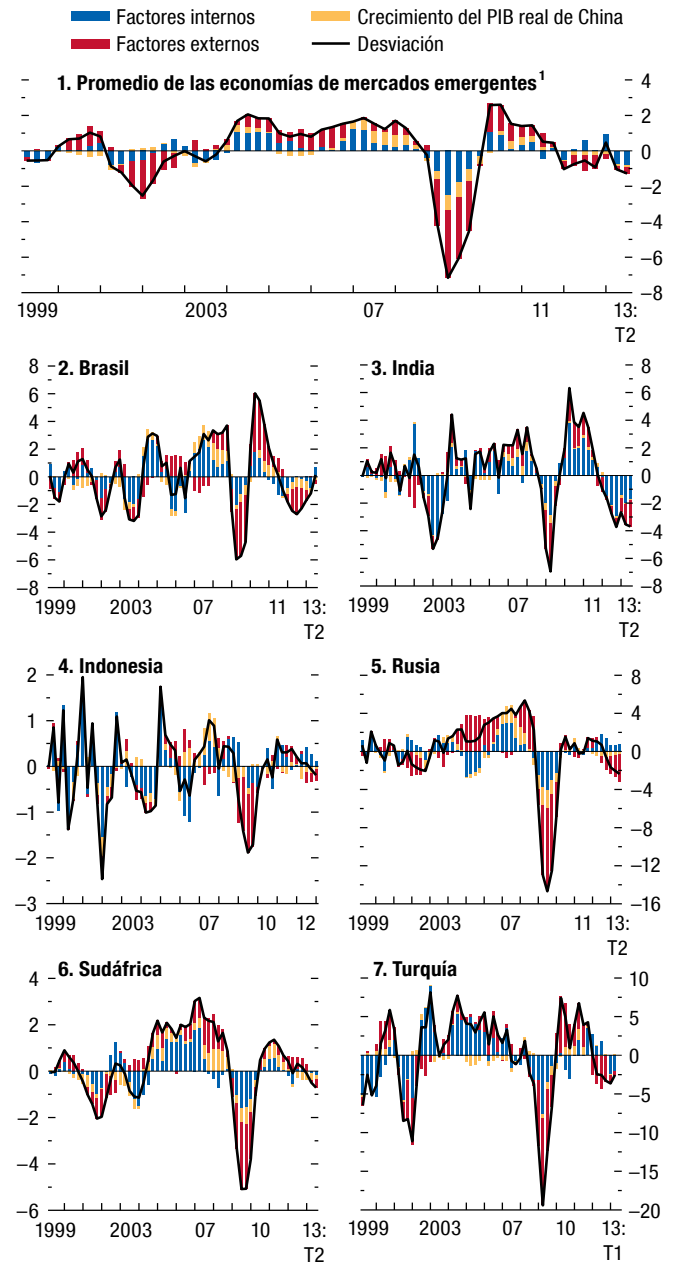
Por otro lado, los shocks externos explican aproximadamente la mitad de la varianza en el crecimiento de las economías de mercados emergentes en el mediano plazo (cuadro 4.3). En los casos de Malasia, que en general está más integrado con los mercados comerciales y financieros, y México, que está integrado con la economía de Estados Unidos, estas proporciones se encuentran en el rango de 60% a 70%. Incluso en los casos de las economías de India e Indonesia, en donde la varianza del crecimiento obedece predominantemente a factores internos, la proporción de los factores externos se sitúa entre 25% y 30%. Dada la importante proporción en que los shocks externos explican la variación del crecimiento a mediano plazo, es razonable prever que estos shocks también tengan efectos persistentes en el crecimiento tendencial²¹.

En este contexto, en el recuadro 4.1 se reconsidera la relación entre las condiciones externas y el crecimiento desde una perspectiva a mediano plazo.

²¹Estos resultados se conciden en general con los de otros estudios, aunque los efectos estimados en el presente análisis son algo inferiores, lo que refleja diferencias en la muestra, el período de estimación y la metodología. Según Österholm y Zettelmeyer (2007), los shocks externos explican entre 50% y 60% de la volatilidad del crecimiento de las economías de América Latina a mediano plazo, y el impacto general de un shock en el crecimiento mundial o de Estados Unidos en el crecimiento de América Latina es de aproximadamente uno a uno a lo largo del tiempo. En comparación, los resultados de este capítulo demuestran que un shock de 1 punto porcentual en el crecimiento de Estados Unidos está asociado a un aumento acumulado de 4 puntos porcentuales en el crecimiento de Estados Unidos y un aumento correspondiente de 2 puntos porcentuales en el crecimiento medio de los mercados emergentes al cabo de dos años (véase el panel 2 del gráfico 4.3). Esto apunta a un aumento del crecimiento en los mercados emergentes proporcional con el crecimiento en Estados Unidos a lo largo del tiempo, pero inferior a uno a uno. No obstante, los resultados con respecto a shocks del rendimiento del EMBI y del diferencial de los bonos estadounidenses de alto rendimiento son muy similares a los de Österholm y Zettelmeyer. Utlaut y van Roye (2010) y Erten (2012) también observan efectos en el crecimiento algo más importantes derivados de shocks reales de China, Estados Unidos y la zona del euro.

Gráfico 4.10. Descomposiciones históricas del crecimiento del PIB real con China como factor externo explícito
(Puntos porcentuales)

Los factores externos tendieron a explicar por lo menos la mitad de la desviación del crecimiento de las economías de mercados emergentes con respecto a la media estimada de la muestra durante 1998–2013. Sin embargo, la incidencia de los factores externos o internos varió entre las distintas economías; a lo largo del período de la muestra, los factores internos tuvieron una incidencia más importante en las economías relativamente cerradas o grandes.



Fuentes: Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El modelo subyacente de autorregresión incluye el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, la inflación de Estados Unidos, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el crecimiento del PIB real de China, el rendimiento del Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan, y el crecimiento de los términos de intercambio en el bloque externo.

¹Promedio de todas las economías de la muestra excepto Argentina, Rusia y Venezuela.

Cuadro 4.3. Proporción de la varianza del producto atribuible a factores externos
 (Horizonte = cinco años)

	ARG	BRA	CHL	CHN	COL	IDN	IND	MEX	MYS	PHL	POL	RUS	THL	TUR	VEN	ZAF	Prom. ¹
Modelo de base²																	
Contribución total de factores externos	0,55	0,60	0,37	0,27	0,35	0,25	0,28	0,69	0,61	0,37	0,36	0,72	0,31	0,46	0,34	0,56	0,42
Factores de Estados Unidos ³	0,37	0,43	0,23	0,22	0,25	0,15	0,19	0,61	0,53	0,26	0,21	0,57	0,19	0,37	0,28	0,42	0,31
Rendimiento del EMBI	0,12	0,12	0,07	0,04	0,06	0,07	0,06	0,02	0,01	0,09	0,02	0,05	0,05	0,08	0,02	0,03	0,06
Crecimiento de los términos de intercambio	0,06	0,05	0,07	0,02	0,05	0,03	0,03	0,06	0,07	0,02	0,13	0,10	0,07	0,01	0,05	0,11	0,06
Modelo de base modificado⁴																	
Contribución total de factores externos	0,55	0,61	0,38	...	0,33	0,26	0,30	0,69	0,57	0,43	0,48	0,73	0,31	0,44	0,37	0,67	0,46
Factores de Estados Unidos ³	0,35	0,45	0,19	...	0,22	0,13	0,20	0,58	0,45	0,29	0,21	0,57	0,17	0,34	0,24	0,35	0,30
Crecimiento del PIB real de China	0,06	0,07	0,07	...	0,08	0,06	0,02	0,05	0,02	0,09	0,10	0,06	0,06	0,02	0,06	0,23	0,07
Rendimiento del EMBI	0,09	0,05	0,04	...	0,01	0,05	0,07	0,01	0,01	0,04	0,02	0,02	0,03	0,06	0,01	0,02	0,04
Crecimiento de los términos de intercambio	0,04	0,04	0,09	...	0,01	0,02	0,01	0,04	0,09	0,01	0,15	0,08	0,05	0,02	0,06	0,08	0,05
Modelo alternativo⁵																	
Contribución total de factores externos	0,50	0,60	0,40	...	0,30	0,24	0,34	0,73	0,57	0,41	0,49	0,75	0,27	0,46	0,36	0,68	0,46
Factores de Estados Unidos ³	0,30	0,40	0,14	...	0,15	0,10	0,20	0,53	0,40	0,24	0,18	0,52	0,14	0,24	0,18	0,31	0,25
Crecimiento del PIB real de la zona del euro	0,02	0,07	0,09	...	0,06	0,01	0,05	0,09	0,07	0,05	0,06	0,10	0,01	0,13	0,05	0,10	0,07
Crecimiento del PIB real de China	0,07	0,07	0,06	...	0,06	0,06	0,02	0,03	0,01	0,08	0,09	0,04	0,05	0,02	0,05	0,17	0,06
Rendimiento del EMBI	0,07	0,04	0,04	...	0,01	0,04	0,06	0,01	0,01	0,03	0,02	0,02	0,03	0,06	0,01	0,02	0,03
Crecimiento de los términos de intercambio	0,03	0,02	0,08	...	0,01	0,02	0,01	0,07	0,07	0,01	0,13	0,06	0,04	0,01	0,06	0,08	0,05

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan. En los títulos de las columnas se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

¹Los números son el promedio de todas las economías de la muestra, excepto Argentina, Rusia y Venezuela.

²El orden recursivo de los factores externos es el siguiente: crecimiento del PIB real de Estados Unidos, inflación de Estados Unidos, tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, rendimiento del EMBI y crecimiento de los términos de intercambio.

³Los factores de Estados Unidos son el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, la inflación de Estados Unidos y la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años.

⁴El orden recursivo de los factores externos es el siguiente: crecimiento del PIB real de Estados Unidos, inflación de Estados Unidos, tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, crecimiento del PIB real de China, rendimiento del EMBI y crecimiento de los términos de intercambio.

⁵El orden recursivo de los factores externos es el siguiente: crecimiento del PIB real de Estados Unidos, crecimiento del PIB real de la zona del euro, inflación de Estados Unidos, tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, crecimiento del PIB real de China, rendimiento del EMBI y crecimiento de los términos de intercambio.

Se estiman regresiones de crecimiento para un grupo más amplio de economías de mercados emergentes desde 1997 hasta 2011, para correlacionar promedios quinquenales de crecimiento del PIB per cápita con condiciones externas alternativas y dar una idea de las respuestas medias del grupo a las variaciones de estas condiciones. Se observa que el crecimiento en las economías de mercados emergentes está asociado significativamente al crecimiento en sus socios comerciales, incluido el de otros mercados emergentes importantes como el grupo BRICS (Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica), y a las condiciones mundiales de financiamiento. El análisis destaca la creciente sensibilidad del crecimiento de las economías de mercados emergentes a las variaciones de estas condiciones externas dado que estas economías se han integrado rápidamente en la economía mundial.

Básicamente, si bien las políticas económicas y estructurales internas siguen siendo determinantes importantes del crecimiento a lo largo de horizontes cortos y largos, el análisis presentado en este capítulo

demuestra que las condiciones externas también merecen atención. En este sentido, si los cambios inminentes en el entorno externo están dominados por una mejora del crecimiento de las economías avanzadas, las economías de mercados emergentes se beneficiarán tanto a corto como a mediano plazo. En cambio, si las condiciones de financiamiento externo se endurecen más de lo que sería atribuible a una mejora de las perspectivas de las economías avanzadas, el crecimiento en los mercados emergentes sufrirá un efecto relativamente duradero. Pero aun si las condiciones externas se deterioraran, la capacidad de los mercados emergentes para soportar esos shocks dependerá de las políticas internas que se desplieguen para contrarrestarlos. Ahora, la prioridad para las autoridades en algunas de estas economías consiste en evaluar por qué estos factores internos, cíclicos o estructurales, están actualmente reduciendo el crecimiento a un nivel inferior al de los promedios de los últimos 15 años, y si hay algo que se pueda hacer para revertir esta situación.

Cambio de velocidad: ¿Ha variado la dinámica de crecimiento de los mercados emergentes desde la crisis financiera mundial?

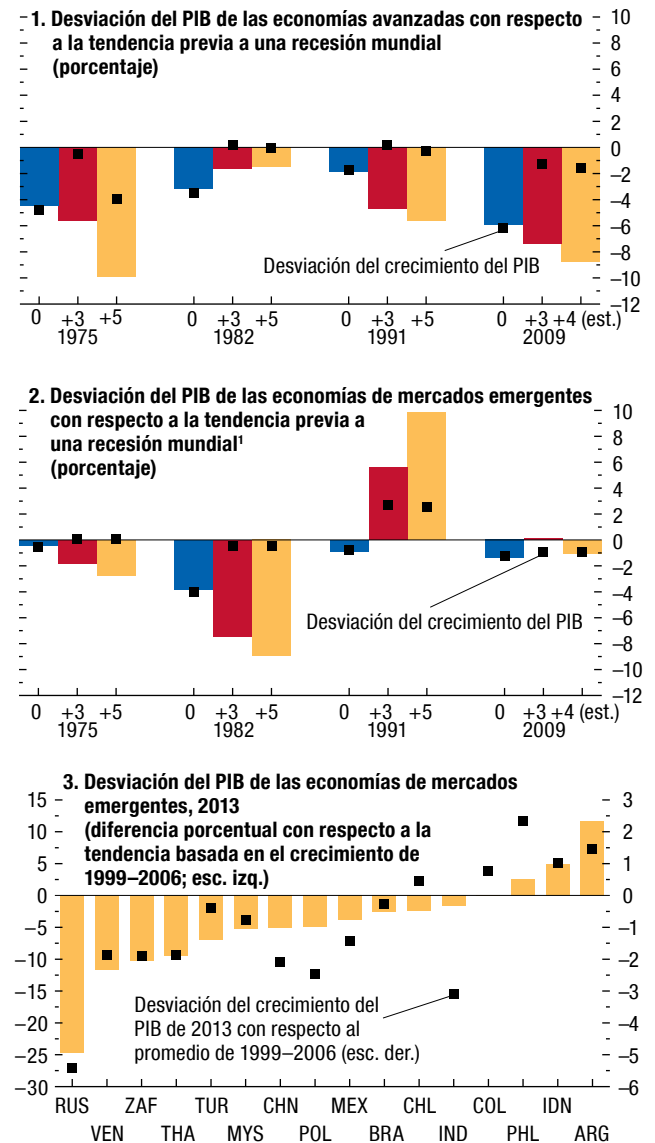
En esta sección se evalúa las formas en que puede haberse alterado el comportamiento del crecimiento de las economías de mercados emergentes y su relación con sus factores determinantes externos e internos desde el comienzo de la crisis financiera mundial. Dado que la recuperación en muchas economías avanzadas aún es anémica, es posible que el producto y el crecimiento de los mercados emergentes también se hayan visto afectados de forma duradera y que su crecimiento actual responda a factores externos e internos de manera distinta que antes de la crisis. Esta evaluación es importante para comprender en qué medida el pasado puede ser una guía de la relación futura entre el crecimiento y sus factores determinantes externos.

Varios estudios han destacado los graves efectos reales de las crisis financieras en las economías avanzadas y de mercados emergentes²². De las economías consideradas en el presente capítulo, unas pocas (por ejemplo, Rusia y Venezuela) sufrieron graves reveses de crecimiento debidos a sus propias dificultades financieras (gráfico 4.11, panel 3; véase Laeven y Valencia, 2013). Algunas otras también experimentaron desaceleraciones marcadas, probablemente debidas a sus vínculos financieros con economías avanzadas que se vieron afectadas por la crisis financiera (por ejemplo, Sudáfrica). En cambio, unas pocas economías soportaron la crisis razonablemente bien (por ejemplo, Filipinas e Indonesia). ¿Cuál fue el impacto general en el crecimiento en estas economías que no estuvieron en el epicentro de la crisis financiera mundial? Un punto de partida consiste en evaluar la severidad de la crisis financiera mundial para el crecimiento de las economías de mercados emergentes en comparación con otras recesiones mundiales.

La dinámica del producto después de la crisis financiera mundial en los mercados emergentes, en relación con los niveles medios previos a la crisis, es más favorable que la dinámica posterior a las recesiones de

Gráfico 4.11. Evolución del producto y el crecimiento de los mercados emergentes después de recesiones mundiales

Las dinámicas del producto y el crecimiento después de la crisis financiera mundial en las economías de mercados emergentes fueron más favorables que después de las recesiones mundiales de 1975, 1982 y 1991.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En el eje de la abscisa en el panel 3 se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

¹Promedio de todas las economías de la muestra excepto Argentina, Rusia y Venezuela.

²²La mayoría de estos estudios destacan la forma en que la trayectoria del producto tiende a deprimirse considerable y persistentemente después de las crisis, tanto en las economías avanzadas como de mercados emergentes que soportan estas crisis, sin que se observe, en promedio, un retorno a mediano plazo al nivel tendencial previo a la crisis (Abiad *et al.*, 2014; Cerra y Saxena, 2008; Reinhart y Rogoff, 2009).

1975, 1982 y 1991²³. Los paneles 1 y 2 del gráfico 4.11 muestran que, si bien la crisis financiera mundial provocó una drástica reducción del producto en las economías avanzadas en el primer año, la pérdida media del producto para las economías de mercados emergentes de la muestra no afectadas por la crisis fue de menos de 1½%. Además, a diferencia de las economías avanzadas cuyas pérdidas de producto en cuatro a cinco años se agravaron de forma más marcada a casi 9%, las pérdidas en los mercados emergentes han permanecido en niveles moderados.

Esta sólida evolución después de la crisis financiera mundial solo fue superada por la experiencia de los mercados emergentes durante la recesión mundial de 1991, cuando las economías emergentes de Asia y América Latina gozaron de un crecimiento rápido en comparación con las tendencias de crecimiento previas a 1991 (cuadrados negros en el panel 2 del gráfico). En la crisis reciente, las políticas anticíclicas, adoptadas tanto por las economías de mercados emergentes como por sus socios comerciales en las economías avanzadas, probablemente ayudaron a mantener sus tasas de crecimiento muy cercanas a las tendencias previas a la crisis. Esto es notable dado que estas economías registraron un crecimiento excepcionalmente fuerte antes de la crisis (véase el gráfico 4.1, panel 1).

A continuación se examina la hipótesis de que la relación entre el crecimiento de los mercados emergentes y los factores externos e internos puede haberse alterado sustancialmente tras la crisis financiera mundial. A tal efecto, se evalúan pronósticos condicionados de crecimiento interno de economías ajenas a la muestra utilizando para ello el modelo estimado hasta el cuarto trimestre de 2007, inclusive, tomando como dadas todas las variables externas no específicas de las economías de mercados emergentes²⁴. La desviación del pronóstico condicionado con respecto al crecimiento efectivo se interpreta como una consecuencia de otros factores, en su mayoría internos, que han determinado el crecimiento en estas economías desde 2008.

²³Las fechas de las recesiones mundiales se basan en un estudio reciente de Kose, Loungani y Terrones (2013), mientras que los indicadores para calcular las tendencias previas a la crisis se basan en Abiad *et al.* (2014).

²⁴Se consideran dos modelos alternativos para los pronósticos condicionados. El primero parte del modelo de base modificado que incorpora el crecimiento de China en el bloque externo. En el modelo alternativo se agrega al bloque externo el crecimiento de China y de la zona del euro. En el caso de China, los pronósticos condicionados parten del modelo de base y de un modelo alternativo que incluye el crecimiento de la zona del euro en el bloque externo.

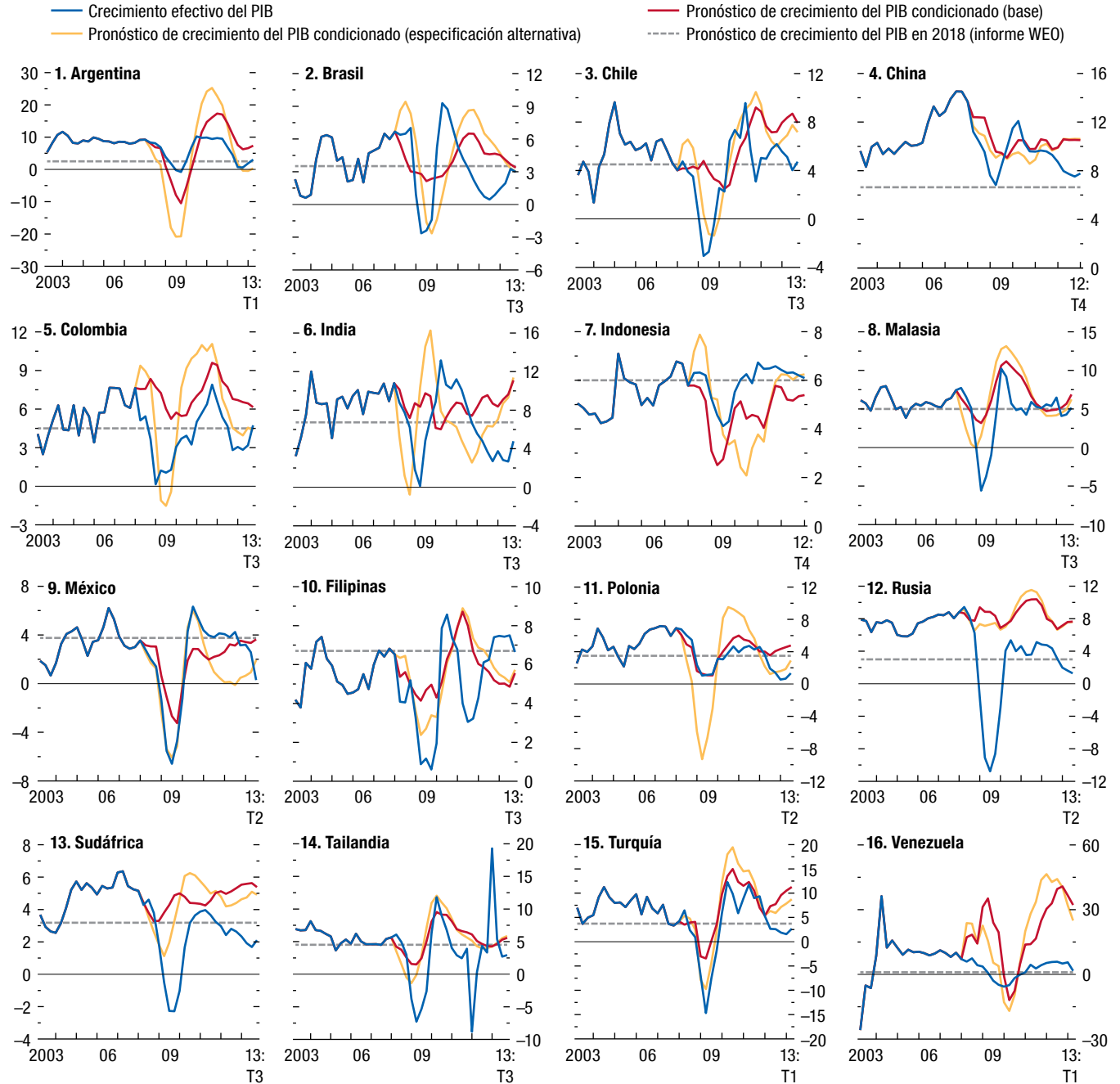
En promedio, los pronósticos condicionados se mueven bastante a la par del crecimiento efectivo desde 2008, lo que hace pensar que la crisis financiera mundial no tuvo repercusiones importantes en la relación entre el crecimiento de los mercados emergentes y sus factores externos subyacentes (gráficos 4.12 y 4.13). Los pronósticos condicionados basados en una de las dos especificaciones pueden proyectar una fuerte depresión durante la crisis financiera mundial, la recuperación subsiguiente y la desaceleración desde 2012. Además, como se observa en el gráfico 4.13, los errores de pronóstico (crecimiento efectivo menos crecimiento pronosticado condicionado) para la mayoría de las economías se sitúan dentro de un 1% a 2% de la desviación estándar del crecimiento de las economías a lo largo del período de la muestra. Las excepciones notables son Rusia y Venezuela, cuyos errores de pronóstico son bastante más sustanciales, debido en parte a que el método de estimación —con un modelo VAR lineal con coeficientes estables como supuesto subyacente— es menos adecuado en el caso de las economías que experimentaron niveles altos de volatilidad, muchos shocks estructurales, o ambas cosas durante el período de la muestra.

No obstante, la exactitud de los pronósticos difiere entre las distintas economías, y dos períodos específicos presentan errores de pronóstico más amplios para muchas de ellas. En primer lugar, en el peor momento de la crisis financiera mundial, el crecimiento efectivo cayó más drásticamente que el crecimiento pronosticado —según cualquiera de los dos modelos alternativos— en 7 de las 16 economías: Chile, China, Filipinas, Malasia, Rusia, Sudáfrica y Tailandia (gráfico 4.12). Esto puede deberse al inusitado shock que supuso la crisis financiera mundial y afectó el crecimiento de los mercados emergentes más profundamente de lo que captan los canales externos tradicionales y de lo que se especifica en el marco del VAR lineal.

El crecimiento desde 2012 también ha sido inferior al nivel pronosticado en función de las condiciones económicas mundiales en 9 de las 16 economías, lo cual apunta una vez más a la acción de factores internos. Este grupo está integrado por Brasil, Chile, China, Colombia, India, Rusia, Sudáfrica, Turquía y Venezuela. De hecho, para la mayoría de estas economías, los errores de pronóstico desde 2012 son mayores incluso que los de 2008–09 (véase el gráfico 4.13). Pero en algunas economías (por ejemplo, Filipinas, Indonesia y México), el crecimiento efectivo desde 2012 ha superado en su

Gráfico 4.12. Pronósticos de crecimiento ajenos a la muestra condicionados por factores externos, por país
(Porcentaje)

Si bien la exactitud de los pronósticos difiere entre las distintas economías, dos períodos específicos presentan errores de pronóstico más amplios para muchas de esas economías: el primero, durante el peor momento de la crisis financiera mundial, desde el último trimestre de 2008 hasta mediados de 2009; y el segundo, desde 2012.

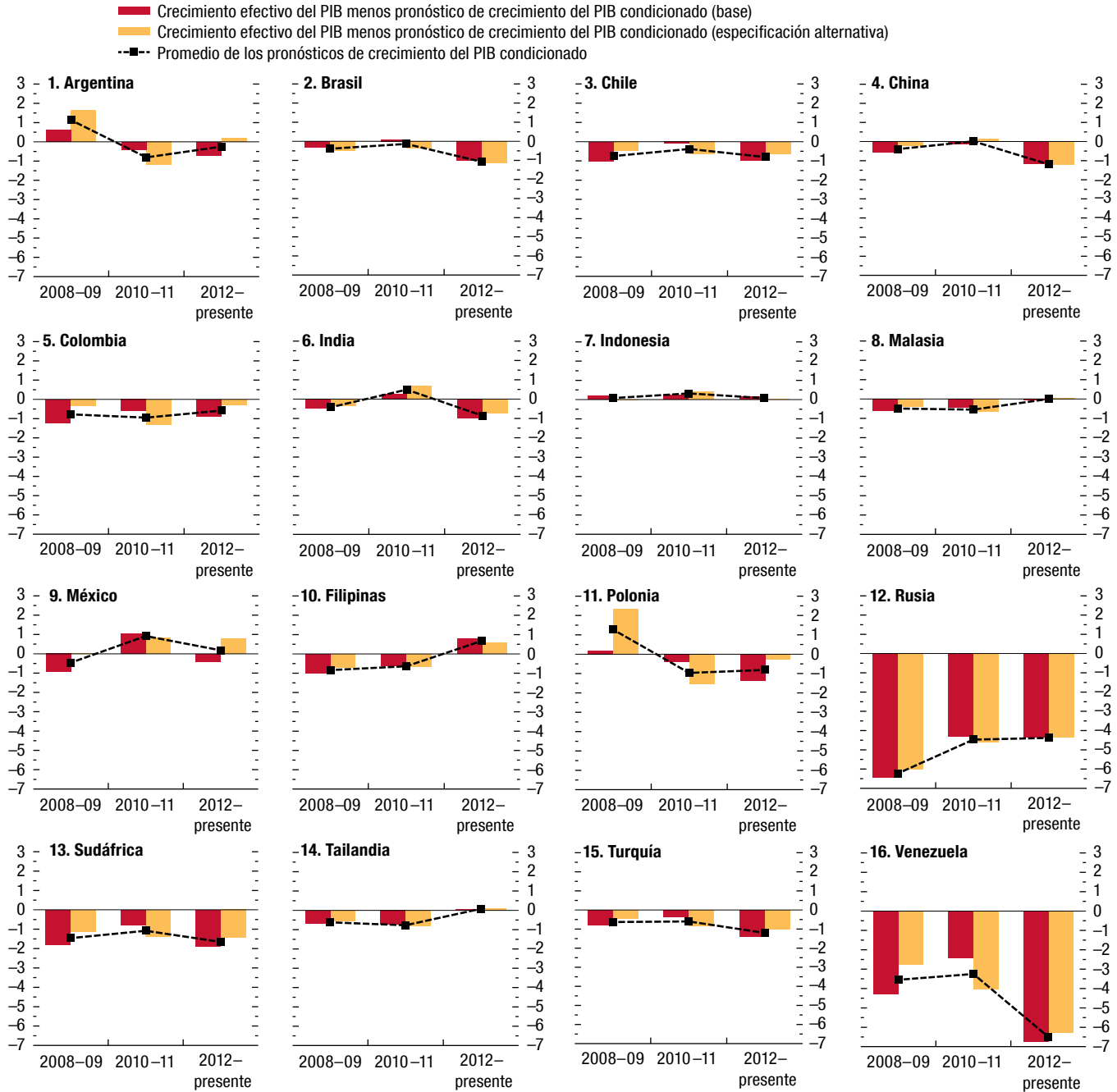


Fuentes: Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Para todas las economías excepto China, el modelo autorregresión vectorial de base incluye el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, la inflación de Estados Unidos, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el crecimiento del PIB real de China, el rendimiento del Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan (EMBI) y el crecimiento de los términos de intercambio en el bloque externo; la especificación alternativa incluye el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro, la inflación de Estados Unidos, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el crecimiento del PIB real de China, el rendimiento del EMBI y el crecimiento de los términos de intercambio en el bloque externo. En el caso de China, el modelo autorregresión vectorial de base incluye el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, la inflación de Estados Unidos, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el rendimiento del EMBI y el crecimiento de los términos de intercambio en el bloque externo; la especificación alternativa incluye el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro, la inflación de Estados Unidos, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el rendimiento del EMBI y el crecimiento de los términos de intercambio en el bloque externo.

Gráfico 4.13. Pronóstico condicionado y crecimiento efectivo desde la crisis financiera mundial, por país
(Puntos porcentuales)

Las diferencias entre el crecimiento efectivo y el crecimiento pronosticado supeditado a condiciones externas no son sumamente grandes en la mayoría de las economías de la muestra.



Fuentes: Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Para todas las economías excepto China, el modelo autorregresión vectorial de base incluye el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, la inflación de Estados Unidos, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el crecimiento del PIB real de China, el rendimiento del Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan (EMBI) y el crecimiento de los términos de intercambio en el bloque externo; la especificación alternativa incluye el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro, la inflación de Estados Unidos, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el crecimiento del PIB real de China, el rendimiento del EMBI y el crecimiento de los términos de intercambio en el bloque externo. En el caso de China, el modelo autorregresión vectorial de base incluye el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, la inflación de Estados Unidos, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el rendimiento del EMBI y el crecimiento de los términos de intercambio en el bloque externo; la especificación alternativa incluye el crecimiento del PIB real de Estados Unidos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro, la inflación de Estados Unidos, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el rendimiento del EMBI y el crecimiento de los términos de intercambio en el bloque externo. Todos los valores han sido normalizados usando la desviación estándar del crecimiento del PIB real específica del país entre el primer trimestre de 1998 y el cuarto trimestre de 2007.

mayor parte al de los pronósticos condicionados, lo cual apunta en cambio al papel de los factores internos como incentivos del crecimiento.

Cabe señalar que si bien aquí las deficiencias de los pronósticos se atribuyen al efecto moderador de los factores internos sobre el crecimiento, otras explicaciones posibles son otros factores no identificados, como shocks comunes o dentro de los mercados emergentes (ajenos a los relacionados con China), o factores exógenos no relacionados con shocks de políticas internas como catástrofes naturales (por ejemplo, véase en el panel 14 del gráfico 4.12 la marcada desviación negativa del crecimiento de Tailandia con respecto a su pronóstico condicionado en el último trimestre de 2011, cuando el país fue azotado por inundaciones sin precedentes). En economías en las que otros factores no identificados pueden haber tenido una mayor incidencia, el análisis podría asignar una importancia excesiva a los efectos de los factores internos. No obstante, los resultados se condicen con estudios recientes conexos que también resaltan el efecto cada vez más restrictivo de las limitaciones de los factores estructurales internos sobre el crecimiento en muchas de estas economías (véanse FMI, 2013b y 2014, en el caso de India; FMI, 2013c, en el caso de Sudáfrica; y FMI, 2013d, en el caso de Turquía).

China se destaca entre los mercados emergentes cuyos crecimientos observados se han situado sistemáticamente por debajo del nivel indicado por pronósticos condicionados en años recientes. De hecho, la creciente magnitud de los errores de pronóstico para China desde 2011 (véase el gráfico 4.13) indica que el lastre de los factores internos se ha mantenido persistente. En efecto, el pronóstico de crecimiento a mediano plazo de China, según la proyección del informe WEO (línea puntuada en el gráfico 4.12), es inferior al crecimiento efectivo y al pronóstico condicionado, debido a la transición de la economía hacia un ritmo más moderado de crecimiento a mediano plazo.

En resumen, la reciente divergencia sistemática entre el crecimiento efectivo y el pronosticado en unos pocos mercados emergentes importantes apunta a que los factores internos pueden haber cobrado más importancia como determinantes del crecimiento de estas economías. En muchos casos, estos factores han hecho descender el crecimiento por debajo del nivel previsto en función de las actuales condiciones económicas mundiales. Dada su persistencia, es probable que estos factores también se inclinen a incidir en el crecimiento tendencial. Aun en el caso de las economías de mercados emergentes en las

que el crecimiento sigue en general la trayectoria trazada por las condiciones económicas mundiales, lo que suceda con su crecimiento dependerá en gran medida de la evolución del crecimiento en las economías más grandes, en particular China.

Implicaciones para la política económica y conclusiones

La desaceleración del crecimiento de los mercados emergentes en los últimos dos años tras un período prolongado de rápido crecimiento ha generado muchos interrogantes acerca de las perspectivas futuras de estas economías: por ejemplo, ¿se verá perjudicado el crecimiento a medida que las economías avanzadas ganen ímpetu y empiecen a elevar sus tasas de interés?, ¿cuáles son los probables efectos de un ritmo más lento de expansión en China?, ¿serán los mercados emergentes las víctimas inevitables de estos shocks?, ¿ha alterado la crisis financiera mundial la relación entre el crecimiento y los factores que lo determinan, y ha descendido el crecimiento tendencial a un nivel más bajo?

Este capítulo arroja luz sobre algunas de estas inquietudes analizando los factores externos que determinan el crecimiento de las economías de mercados emergentes y evaluando cómo ha evolucionado esta relación antes y a partir de la crisis financiera mundial. Los resultados indican que los mercados emergentes están enfrentando condiciones de crecimiento más complejas que en el período previo a la crisis, y ofrecen las siguientes enseñanzas generales.

En primer lugar, si el crecimiento en las economías avanzadas se afianza conforme a lo previsto en los actuales pronósticos de base del informe WEO, eso de por sí solo debería implicar un beneficio neto para los mercados emergentes, pese al concomitante aumento de las tasas de interés mundiales. Un crecimiento más pujante en las economías avanzadas mejorará la demanda externa de las economías de mercados emergentes, tanto directamente como a través de un estímulo a sus términos de intercambio. En cambio, si los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento se materializaran en algunas economías avanzadas, las repercusiones negativas en el crecimiento de los mercados emergentes serían considerables. Los beneficios de un mayor crecimiento en las economías avanzadas serán relativamente mayores para aquellas con mayor apertura comercial frente a las economías avanzadas, y menores para las economías que son financieramente muy abiertas.

En segundo lugar, si las condiciones de financiamiento externo se endurecen más de lo que cabe atribuir a las economías avanzadas, como se ha visto en los recientes episodios de aumentos drásticos de los rendimientos de los bonos soberanos de algunas economías de mercados emergentes, el crecimiento de las economías de mercados emergentes disminuirá. La creciente presión financiera externa sin una mejora del crecimiento económico mundial será perjudicial para el crecimiento de los mercados emergentes cuando estos intenten frenar las salidas de capital elevando las tasas de interés internas, aunque la flexibilidad del tipo de cambio proporcionará un amortiguador. Las economías que son naturalmente propensas a una mayor volatilidad de los flujos de capitales y que tienen un margen de maniobra de política económica relativamente limitado probablemente serán las más afectadas.

En tercer lugar, la transición de China a un ritmo de crecimiento más lento, aunque más sostenible, también reducirá el crecimiento en muchas economías de mercados emergentes, al menos temporalmente. El análisis también apunta a que los shocks externos tienen efectos relativamente duraderos en las economías de mercados emergentes, lo que implica que su crecimiento tendencial también puede verse afectado por los acontecimientos externos en curso.

Por último, si bien los factores externos habitualmente han desempeñado un papel importante en el crecimiento de los mercados emergentes, el grado en que el crecimiento se ha visto afectado también ha dependido de las respuestas adoptadas en materia de políticas nacionales y factores internos. Más recientemente, la influencia de estos factores en las variaciones del crecimiento ha aumentado. Sin embargo, para varias economías estos factores en la actualidad representan más un problema que una ayuda. La persistencia de los efectos moderadores de estos factores internos hace pensar que el crecimiento tendencial también se ve afectado. Por lo tanto, las autoridades de estas economías tienen que comprender mejor la razón por la que estos factores están reprimiendo el crecimiento y si es posible afianzar dicho crecimiento sin provocar desequilibrios. Al mismo tiempo, la economía mundial tendrá que estar preparada para las repercusiones derivadas de las transiciones del crecimiento a mediano plazo en estos mercados emergentes.

Apéndice 4.1. Definiciones, fuentes y descripción de los datos

El capítulo utiliza principalmente la base de datos de la edición de octubre de 2013 del informe WEO. Las demás fuentes de datos se enumeran en el cuadro 4.4. Los datos de todas las variables son trimestrales y abarcan desde el primer trimestre de 1998 hasta el último trimestre con datos disponibles.

Características de las economías

El cuadro 4.5 enumera las 16 economías de mercados emergentes incluidas en el conjunto de datos. Estas economías generan 75% del PIB de 2013 (en términos de la paridad del poder adquisitivo) del grupo de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. A China corresponde un 31%, y a las 15 economías restantes, casi un 45%. Diez de ellas —es decir, todas menos China, Filipinas, India, Polonia, Tailandia y Turquía— fueron exportadoras netas de materias primas durante el período que abarca la muestra. Sin embargo, solo cuatro economías de la muestra (Argentina, Chile, Rusia, Venezuela) presentan una fuerte concentración en materias primas, con una exportación neta de materias primas como porcentaje del PIB —promedio de 2000–10— superior o igual a 10%. La proporción de Indonesia también es elevada (8,5%).

El crecimiento del PIB real ha variado significativamente a lo largo del período que abarca la muestra en las 16 economías. El gráfico 4.14 muestra que el crecimiento trimestral interanual del PIB real de China supera el registrado en nueve de las economías de la muestra desde 2000. Las únicas excepciones son Argentina, India, Tailandia, Turquía y Venezuela, en general debido a que la volatilidad del producto es muy fuerte, no porque su desempeño sea constantemente superior. Además, algunas economías de mercados emergentes no lograron un crecimiento superior al de Estados Unidos sino hasta mediados de la década de 2000: en su mayoría, se trata de economías de América Latina; las de Asia oriental por lo general crecieron a un ritmo superior al de Estados Unidos, pero inferior al de China.

El gráfico 4.15 presenta promedios regionales de crecimiento basados en las economías de la muestra y compara esos promedios con la evolución del crecimiento de las economías avanzadas y de China. Nuevamente, se observa claramente que la tasa de crecimiento de China es superior a la de casi todas las demás economías de la muestra. De hecho, si se excluye China, la escalada del

Cuadro 4.4. Fuentes de datos

Variable	Fuentes	Cálculos y transformaciones
Tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años	Haver Analytics	
Futuros sobre fondos federales a 30 días	CME Group, Thomson Reuters Datastream	
Volatilidad de los flujos de capital	FMI, base de datos sobre la balanza de pagos y la posición de inversión internacional (PII) y cálculos del personal técnico del FMI	Desviación estándar de las afluencias no oficiales netas como porcentaje del PIB, 2000–12. Véase la metodología en el apéndice 4.1 de la edición de abril de 2011 del informe WEO
Crecimiento de la inversión real de China	Cálculos del personal técnico del FMI	
Inflación según IPC	Base de datos del informe WEO	
Diferencial de los bonos de EMBI Global	Thomson Reuters Datastream	
Rendimiento de los bonos de EMBI Global	Thomson Reuters Datastream	
Apertura financiera	Cálculos del personal técnico del FMI	Suma de los activos de la posición de inversión internacional y los pasivos de la posición de inversión internacional como porcentaje del PIB (dólares de EE.UU.), 2000–12
Índice mundial de precios de las materias primas	Cálculos del personal técnico del FMI	
Activos y pasivos de la PII	FMI, base de datos sobre las estadísticas de la balanza de pagos y la PII	
Tipo de cambio nominal frente al dólar de EE.UU.	FMI, base de datos de <i>International Financial Statistics</i>	
Exportación nominal	Base de datos del informe WEO, base de datos de <i>Direction of Trade Statistics</i>	
PIB nominal	Base de datos del informe WEO	
PIB nominal en dólares de EE.UU.	Base de datos del informe WEO	
Importación nominal	Base de datos del informe WEO	
Tasa de interés a corto plazo nominal	Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Federal Reserve Economic Data (FRED, Banco de la Reserva Federal de St. Louis)	
Términos de intercambio de las materias primas no combustibles	Cálculos del personal técnico del FMI	
Volatilidad del producto per cápita	FMI, Base de datos del informe WEO	Desviación estándar del crecimiento del PIB real per cápita, 2000–12
Tipo de cambio real frente al dólar de EE.UU.	Cálculos del personal técnico del FMI	Tipo de cambio nominal frente al dólar de EE.UU. dividido por el coeficiente índice de precios al consumidor local (inflación según IPC) e inflación estadounidense según IPC
PIB real	FMI, Base de datos del informe WEO	
Proporción de la exportación neta de materias primas en el PIB	Cálculos del personal técnico del FMI	Véase la metodología en el apéndice 4.2 de la edición de abril de 2012 de informe WEO
Aumento de los términos de intercambio	Haver Analytics, FMI, base de datos de <i>International Financial Statistics</i> ; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Banco Mundial, base de datos de los indicadores del desarrollo mundial; y cálculos del personal técnico del FMI	Términos de intercambio de China: los términos de intercambio trimestrales de China se interpolan mediante un procedimiento de Chow-Lin aplicado a los datos anuales sobre los términos de intercambio (tomados de la base de datos de los indicadores del desarrollo mundial del Banco Mundial) y tres variables explicativas trimestrales: valor unitario de la importación de Hong Kong, valor unitario de la exportación de Hong Kong, e índice de precios al productor de China; términos de intercambio de Venezuela: los términos de intercambio trimestrales de Venezuela se estiman usando el precio del petróleo como materia prima (como variable representativa de los precios de exportación) y los valores unitarios de la importación (de la base de datos <i>International Financial Statistics</i> del FMI)

Cuadro 4.4. Fuentes de datos (continuación)

Variable	Fuentes	Cálculos y transformaciones
Apertura comercial a las economías avanzadas	FMI, base de datos de <i>Direction of Trade Statistics</i> y base de datos del informe WEO	Suma de la exportación de bienes a Estados Unidos y la zona del euro expresada como porcentaje del PIB, 2000–12
Apertura comercial	FMI, Base de datos de informe WEO	Exportación nominal más importación nominal como porcentaje del PIB, 2000–12
Tasa efectiva de los fondos federales estadounidenses	Haver Analytics	
Diferencial de los bonos de alta rentabilidad estadounidenses	Bank of America Merrill Lynch y Haver Analytics	Rendimiento de los bonos empresariales estadounidenses de grado de inversión menos rendimiento de los bonos estadounidenses de alta rentabilidad (bonos chatarra)
Expectativas de inflación en Estados Unidos	Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, <i>Survey of Professional Forecasters</i>	
Tasa de interés a corto plazo real estadounidense	Haver Analytics, Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, y cálculos del personal técnico del FMI	Tasa efectiva de los fondos federales estadounidenses menos expectativas de inflación en Estados Unidos
Diferencial por plazos estadounidense	Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI	Tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años menos tasa efectiva de los fondos federales estadounidenses

Fuente: Compilación del personal técnico del FMI.

Nota: EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan.

crecimiento promedio de las economías de la muestra antes de la crisis financiera internacional es mucho menos espectacular. Entre los tres grupos regionales (economías emergentes de Asia excepto China, economías emergentes de Europa y Sudáfrica, América Latina), el crecimiento de las economías emergentes de Asia fue el más vigoroso, tanto antes como durante la crisis financiera internacional. El crecimiento del grupo AL4 (Brasil, Chile, Colombia, México) tendió a quedar rezagado respecto de otras economías. El crecimiento de las economías emergentes de Europa y Sudáfrica estuvo próximo a los niveles de las economías emergentes de Asia antes de la crisis, pero fue el que más cayó durante la crisis financiera internacional. Desde entonces, la recuperación de las economías emergentes de Europa y Sudáfrica ha sido en general más débil que la de las economías emergentes de Asia.

El cuadro 4.6 muestra correlaciones por pares simples entre el crecimiento del PIB real de cada economía de la muestra y las principales variables utilizadas en el análisis estadístico a lo largo del período que abarca la muestra. Conviene resaltar lo siguiente:

- El crecimiento del producto interno exhibe una correlación positiva con el crecimiento del producto de China en todas economías de la muestra. En el caso de Argentina, Brasil, Colombia, India, Indonesia, Tailandia y Venezuela, la correlación del crecimiento con el de China es más fuerte que con el de la zona

del euro o Estados Unidos. Por el contrario, el crecimiento del producto de Chile, Malasia, México, Rusia y Turquía muestra una correlación mayor con el crecimiento de Estados Unidos que con el de China. Entre las economías analizadas, las emergentes de Europa y Sudáfrica (Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía) tienden a exhibir las correlaciones del crecimiento más altas con el crecimiento de las economías avanzadas y China. Además, el crecimiento de China, Colombia e Indonesia exhibe una correlación negativa con el crecimiento de la zona del euro, Estados Unidos, o ambos.

- Cabe señalar que el aumento de los términos de intercambio no siempre exhibe una correlación positiva con el crecimiento del PIB. De hecho, en seis economías (China, Filipinas, Indonesia, Polonia, Sudáfrica, Turquía), la correlación es negativa, y en dos, es numéricamente insignificante (India, Venezuela). Esto quizá refleje el hecho de que el aumento de los términos de intercambio no siempre es producto de mejoras de la demanda mundial, y en la medida en que está efectivamente asociado a shocks de la oferta, el efecto quizá no sea positivo para el crecimiento.
- Todas las economías demuestran una fuerte correlación negativa entre el crecimiento interno y las variables representativas de las condiciones financieras mundiales, como el diferencial y el rendimiento del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI). Se observa mucha más heterogeneidad entre las econo-

Cuadro 4.5. Muestra de economías de mercados emergentes y códigos de la Organización Internacional de Normalización para los países

África	Asia	Europa	América Latina
Sudáfrica (ZAF)	China (CHN)	Polonia (POL)	Argentina (ARG)
	Filipinas (PHL)	Rusia (RUS)	Brasil (BRA)
	India (IND)	Turquía (TUR)	Chile (CHL)
	Indonesia (IDN)		Colombia (COL)
	Malasia (MYS)		México (MEX)
	Tailandia (THA)		Venezuela (VEN)

Fuente: Compilación del personal técnico del FMI.

mías al analizar la correlación entre el crecimiento interno y la tasa de fondos federales estadounidense y la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años. En promedio, apenas la mitad de la muestra exhibe una correlación negativa entre el crecimiento interno y las tasas de interés estadounidenses.

Apéndice 4.2. Método de estimación y verificaciones de robustez

Este apéndice contiene más detalles sobre la identificación y la estimación bayesiana del modelo de autorregresión vectorial estructural (SVAR, por sus siglas en inglés) utilizado en el capítulo, y presenta otras especificaciones que permiten evaluar la robustez de los resultados principales.

Identificación del modelo

El análisis utiliza un modelo SVAR estándar para estimar el efecto de factores externos en el crecimiento. El modelo se estima para cada economía por separado usando datos trimestrales desde el primer trimestre de 1998 hasta el último trimestre de 2013 del que se dispone de datos.

El modelo de base adopta la siguiente forma

$$A(L)y_t = \varepsilon_t = A_0 u_t, \quad (4.1)$$

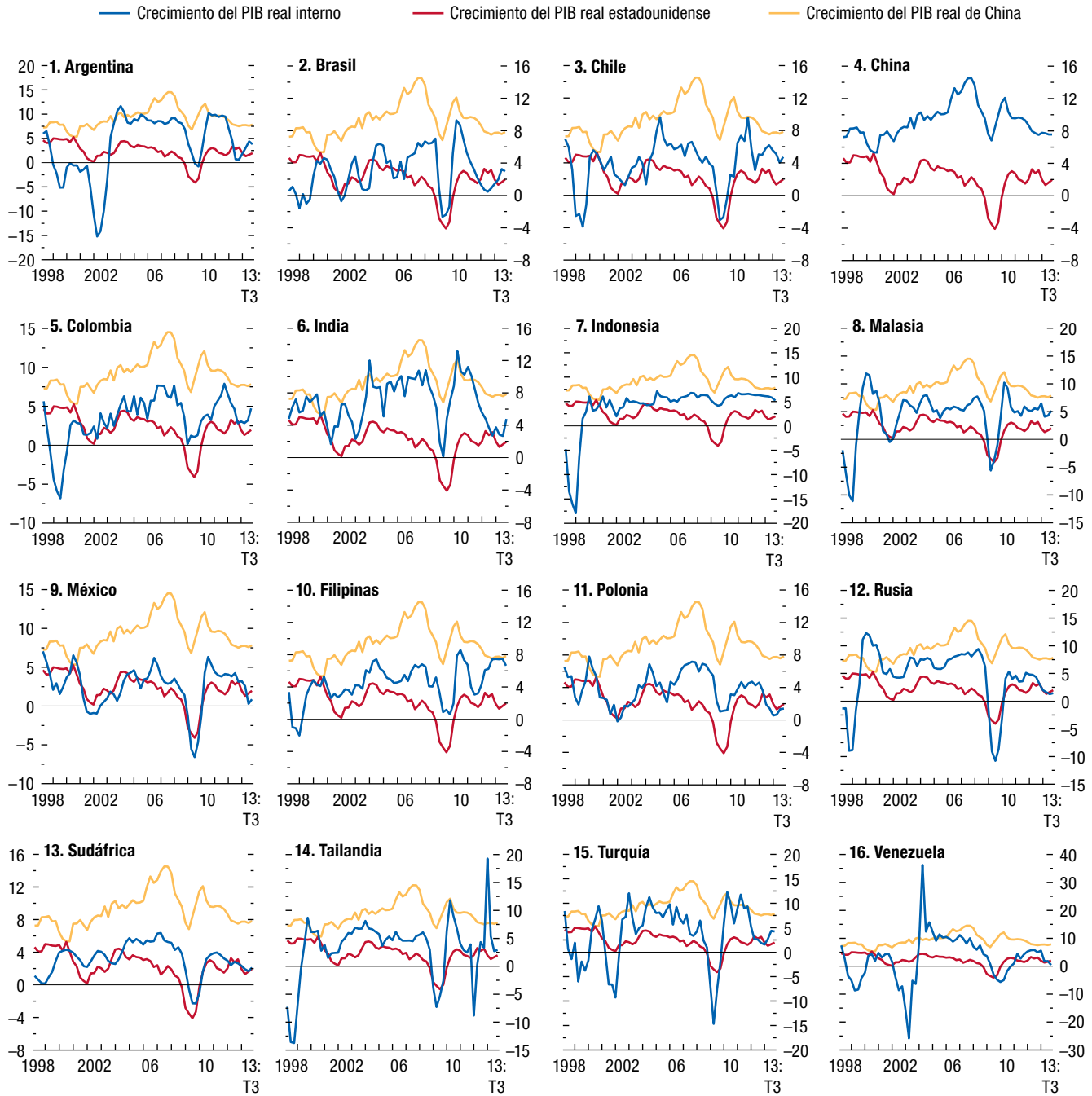
en el cual y_t es un vector $k \times 1$, k es el número total de variables endógenas, $A(L)$ es un polinomio matricial $k \times k$ del operador de rezago L con una longitud del rezago p , y ε_t es un vector $k \times 1$ de errores de forma reducida y media cero correlacionados contemporáneamente. Las relaciones contemporáneas entre las distintas variables se individualizan escribiendo a ε_t como la imagen de un vector $k \times 1$ de shocks estructurales de media cero ortogonales entre sí, u_t , a través de la matriz $k \times k$ A_0 .

La VAR de base de cada economía consiste en nueve variables del vector y_t ($k = 9$) ordenadas de la siguiente manera: crecimiento del PIB real estadounidense (Δy^*), inflación en Estados Unidos (π^*), tasa nominal del

bono del gobierno estadounidense a 10 años (r^*), rendimiento del Índice Global de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI) de J.P. Morgan (r^{EMBI^*}), aumento de los términos de intercambio específico de cada economía (Δtot), crecimiento del PIB real de cada economía (Δy), inflación nacional (π), tasa de apreciación del tipo de cambio real de la economía frente al dólar de EE.UU. (e), y tasa de política monetaria o tasa de interés a corto plazo interna (r). Obsérvese que todas las tasas de crecimiento se calculan como diferencias logarítmicas de la serie temporal del nivel que corresponda. Las cinco primeras variables constituyen el bloque “externo”, y las variables restantes, el “interno”.

La identificación (la relación con los shocks estructurales) usa restricciones contemporáneas a la estructura de la matriz A_0 . La principal restricción consiste en suponer que los shocks al bloque externo son exógenos a los shocks al bloque interno; en otras palabras, que las variables externas no responden a las variables internas contemporáneamente. Dentro del bloque externo, los shocks estructurales se identifican en mayor detalle usando un régimen recursivo (de Cholesky), definido por el ordenamiento de las variables en el vector y_t . Por ende, se supone que el crecimiento del PIB real estadounidense responde a otros shocks únicamente con rezago. La inflación de Estados Unidos se ve afectada por shocks del crecimiento estadounidense contemporáneamente, pero por otros shocks con rezago. La tasa de interés estadounidense responde contemporáneamente al crecimiento del PIB real estadounidense y a los shocks de la inflación, pero no al rendimiento del EMBI Global ni al aumento de los términos de intercambio de ninguna economía de mercado emergente. El rendimiento del EMBI Global se ubica por delante del aumento de los términos de intercambio específico de cada economía, pero por detrás de todas las variables estadounidenses. Por último, el aumento de los términos de intercambio se ubica en último lugar en el orden recursivo, lo cual implica que responde

Gráfico 4.14. Crecimiento del PIB real interno de los mercados emergentes frente a Estados Unidos y China
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

contemporáneamente a todas las demás variables externas, pero no a las internas. No se identifican los shocks estructurales dentro del bloque interno.

Todas las variables ingresan en el modelo con cuatro rezagos. Más allá de las restricciones contemporáneas a la matriz A_0 , no existen restricciones a los coeficientes de las variables rezagadas; es decir, los rezagos de las variables del bloque interno pueden afectar a las variables del bloque externo.

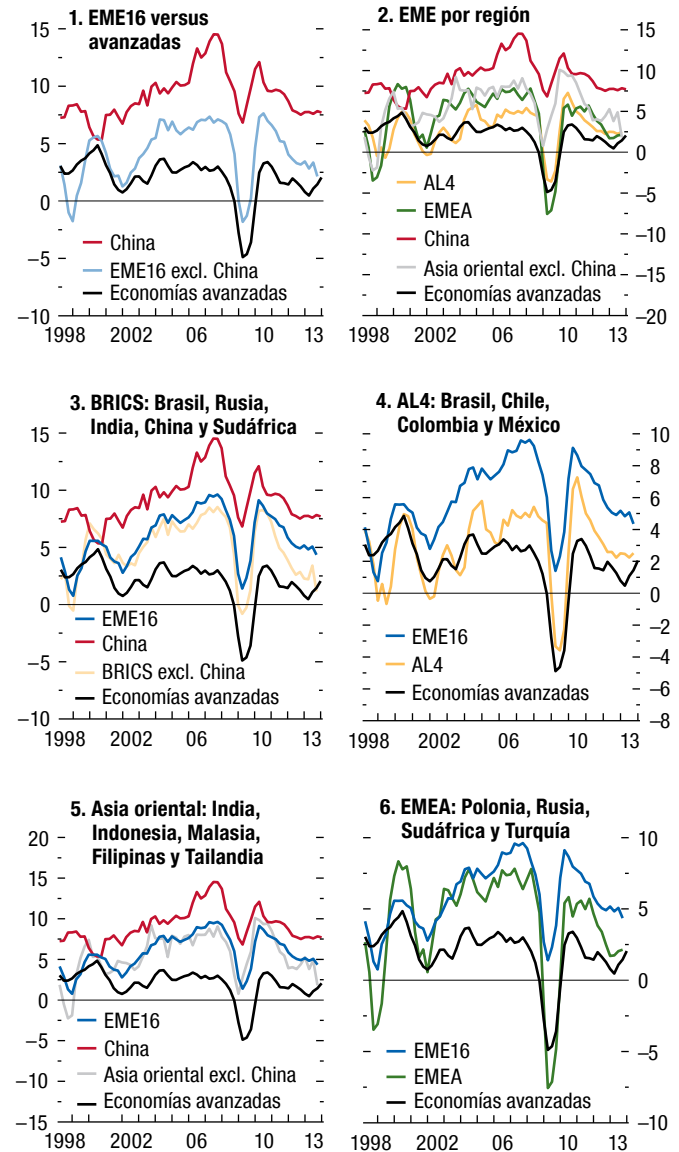
Estimación con métodos bayesianos

El número de observaciones de la muestra no es muy grande en comparación con el número de parámetros que debe estimarse en cada ecuación de la SVAR de cada economía. Esto significa que existe un riesgo de sobreajuste si la estimación del modelo no contiene restricciones. El sobreajuste conduce a un buen desempeño del modelo estimado dentro de la muestra (ya que tiende a seguir más de cerca el ruido de la muestra), pero a un desempeño deficiente fuera de la muestra.

Hay varias maneras de abordar el problema del sobreajuste. Una consiste en imponer restricciones rígidas a los parámetros, fijando algunos en valores específicos. Sin embargo, al imponer rigidez a priori, estas restricciones descartan dinámicas que podrían resultar interesantes. Una alternativa consiste en estimar el modelo usando métodos bayesianos, y ese es el método que aplicamos en este capítulo. Esto implica especificar restricciones más flexibles a los parámetros estimados; por ejemplo, obligarlos a ser más probables con algunos valores que con otros. Operacionalmente, se impone una distribución de probabilidad a priori a los parámetros estimados, tomando información adicional de fuera de las observaciones de la muestra, para evitar el sobreajuste. Esto se combina con la información de la muestra para generar estimaciones de los parámetros.

La probabilidad a priori utilizada en este capítulo es la denominada a priori de Minnesota, inspirada por Litterman (1986), en la que se supone que cada variable sigue un proceso autorregresivo de primer orden (AR(1)) con errores independientes de distribución normal. Como se han transformado las variables para inducir estacionariedad, un paseo aleatorio, con un coeficiente AR(1) unitario para la probabilidad a priori, no resulta adecuado. Sin embargo, las regresiones AR(1) simples sugieren coeficientes AR(1) estimados de alrededor de 0,8; es decir, el coeficiente AR(1) utilizado en la probabilidad para la estimación de base. Esta persistencia refleja en

Gráfico 4.15. Crecimiento promedio de grupos regionales de economías de mercados emergentes (Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EME = Economías de mercados emergentes. EME16 denota las 16 economías de mercados emergentes de la muestra. AL4 denota las economías latinoamericanas de la muestra, excluidos Argentina y Venezuela. EMEA denota las economías emergentes y en desarrollo de Europa, Oriente Medio y África de la muestra.

Cuadro 4.6. Correlaciones del crecimiento del PIB real interno con variables clave, 1998–2013

	Crecimiento del PIB real estadounidense	Tasa de fondos federales estadounidense	Tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años	Crecimiento del PIB real de la zona del euro	Crecimiento del PIB real de China	Diferencial EMBI	Rendimiento EMBI	Aumento de los términos de intercambio
Argentina	0,12	-0,13	-0,28	0,15	0,56	-0,68	-0,64	0,33
Brasil	0,15	0,03	0,03	0,42	0,51	-0,51	-0,37	0,63
Chile	0,31	-0,01	-0,11	0,44	0,25	-0,62	-0,52	0,33
China	-0,10	0,05	-0,05	0,16	1,00	-0,64	-0,50	-0,27
Colombia	-0,08	-0,18	-0,28	0,15	0,53	-0,82	-0,71	0,29
Filipinas	0,18	-0,27	-0,32	0,16	0,32	-0,61	-0,58	-0,40
India	0,27	0,10	0,19	0,42	0,66	-0,44	-0,29	0,03
Indonesia	-0,32	-0,38	-0,35	-0,15	0,27	-0,56	-0,52	-0,26
Malasia	0,26	-0,07	0,00	0,33	0,21	-0,37	-0,26	0,29
México	0,76	0,35	0,18	0,77	0,16	-0,26	-0,16	0,52
Polonia	0,40	0,44	0,36	0,61	0,49	-0,32	-0,13	-0,20
Rusia	0,45	0,30	0,31	0,66	0,21	-0,23	-0,04	0,77
Sudáfrica	0,39	0,32	0,23	0,67	0,42	-0,38	-0,18	-0,14
Tailandia	0,17	-0,15	-0,07	0,18	0,26	-0,31	-0,24	0,15
Turquía	0,44	-0,06	-0,04	0,45	0,38	-0,51	-0,41	-0,14
Venezuela	0,17	0,12	-0,02	0,24	0,26	-0,48	-0,38	0,09

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El período abarca 1998:T1–2013:T2. EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan.

parte el hecho de que todas las tasas de crecimiento se calculan como diferencias interanuales.

La ponderación de la probabilidad a priori frente a la muestra en la estimación se determina de acuerdo con el método bayesiano presentado en Sims y Zha (1998). Si el doble de los parámetros por estimar en una ecuación es superior al tamaño de la muestra de la estimación, el capítulo aplica una regla general que asigna a la probabilidad una ponderación relativa

de $\left[1 - \frac{(T-p)}{2(kp+1)}\right] \in [0,1]$, en la cual T es el número

de observaciones disponibles de la muestra k y p se definen como antes²⁵.

El gráfico 4.16 compara los resultados promedio de la SVAR de base usando las probabilidades a priori de AR(1) con una de ruido blanco. Como era de esperar, con la de ruido blanco las respuestas al impulso exhiben menos persistencia y amplitud. Las proyecciones condicionales fuera de la muestra elaboradas a partir de estas especificaciones son en gran medida parecidas a las presentadas en los gráficos 4.12 y 4.13, aunque su desempeño mejora con una probabilidad a priori menos persistente en algunas economías (por ejemplo, México, Malasia, Filipinas).

²⁵En el caso de China, hay 60 observaciones correspondientes a la autorregresión vectorial de forma reducida. Con 37 coeficientes por estimar, las probabilidades a priori reciben una ponderación (importancia) ligeramente inferior a 0,25 en la especificación de base (y una ponderación máxima de 0,50 en la especificación de la proyección fuera de la muestra descrita en el cuerpo del capítulo).

Robustez de los resultados de base

Se utiliza una variedad de especificaciones diferentes para evaluar la robustez de los resultados principales. En particular, se introduce una serie de variables adicionales como representativas de la demanda externa, la política monetaria de Estados Unidos, las condiciones de financiamiento externo y los términos de intercambio. Los resultados se describen a continuación.

Otros indicadores de la política monetaria de Estados Unidos

Como lo describe el capítulo, se utilizan otras variables representativas de las condiciones internacionales de financiamiento para evaluar la robustez de las determinaciones: la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, que forma parte de la especificación de base (véase el gráfico 4.16); y otras especificaciones en las cuales la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años está reemplazada por 1) la tasa efectiva de fondos federales estadounidense, 2) la tasa de interés real ex ante de los fondos federales estadounidenses; 3) la variación de la tasa de fondos federales estadounidense; 4) el diferencial de plazo de Estados Unidos (definido como la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años menos la tasa de fondos federales estadounidense); 5) shocks inesperados de la política monetaria al estilo Kuttner (2001), inferidos del comportamiento de los futuros

sobre fondos federales, y 6) una extensión de la serie de shocks exógenos de la política monetaria de Romer y Romer (2004) basada en Coibion (2012).

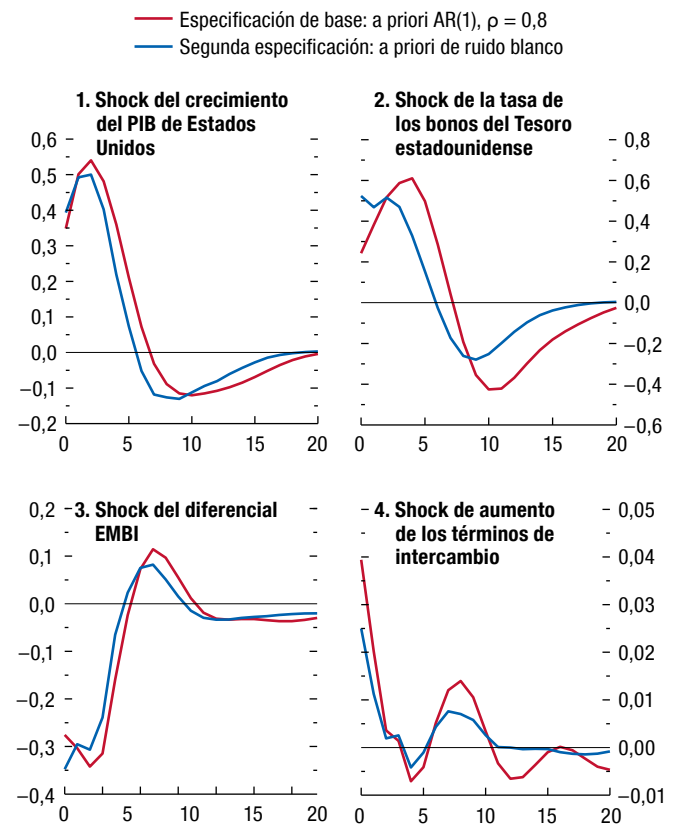
Obsérvese que un aumento de los fondos federales o de la tasa de política monetaria de Estados Unidos —nominal o real— afecta negativamente al crecimiento de las economías de mercados emergentes únicamente después de un rezago de seis trimestres, y que lo mismo sucede con la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años (gráficos 4.17 y 4.18). El impacto es negativo en muy pocas economías (Chile, Malasia, Tailandia y Venezuela). Estos resultados desconcertantes posiblemente indiquen que el aumento de la tasa estadounidense plasma las expectativas de una mejora del futuro crecimiento de Estados Unidos. De hecho, incluso el crecimiento de Estados Unidos se ve afectado desfavorablemente con un rezago (véase el cuadro 4.1). El crecimiento de las economías de mercados emergentes disminuye únicamente a medida que las tasas de interés nacionales aumentan gradualmente en respuesta al aumento de la tasa estadounidense.

La otra variable representativa que utiliza el diferencial de plazo produce un efecto negativo más inmediato (gráfico 4.17). Es posible que el uso intenso que la Reserva Federal ha hecho de políticas no convencionales para reducir las tasas a largo plazo en los últimos años signifique que las tasas a largo plazo son ahora un mejor indicador de la orientación de sus políticas que las tasas a corto plazo. Con la tasa a corto plazo en el límite inferior cero, los shocks positivos al diferencial de plazo indicarían una política monetaria más restrictiva en Estados Unidos (véase también Ahmed y Zlate, 2013). Con la excepción del diferencial de plazo estadounidense, las respuestas del crecimiento de los mercados emergentes a los shocks de los otros indicadores son parecidas a las respuestas a los shocks de la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años o la tasa de política monetaria de Estados Unidos²⁶.

Es importante observar que los shocks de la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años quizá no correspondan de cerca a variaciones imprevistas de la política monetaria de Estados Unidos que no estén relacionadas ni con el crecimiento del PIB ni con la inflación estadounidenses. Como se trata de una tasa a largo plazo, es mucho más probable que los shocks de la tasa a 10 años

²⁶Se probó también otra especificación en la que se añade la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años después de la tasa de política monetaria en el bloque externo. En esta especificación ampliada, los shocks de la tasa de política monetaria o de la tasa a 10 años también producen una respuesta negativa rezagada del crecimiento en la mayoría de los mercados emergentes.

Gráfico 4.16. Impacto de opciones tomadas a priori en las respuestas promedio al impulso
(Puntos porcentuales)



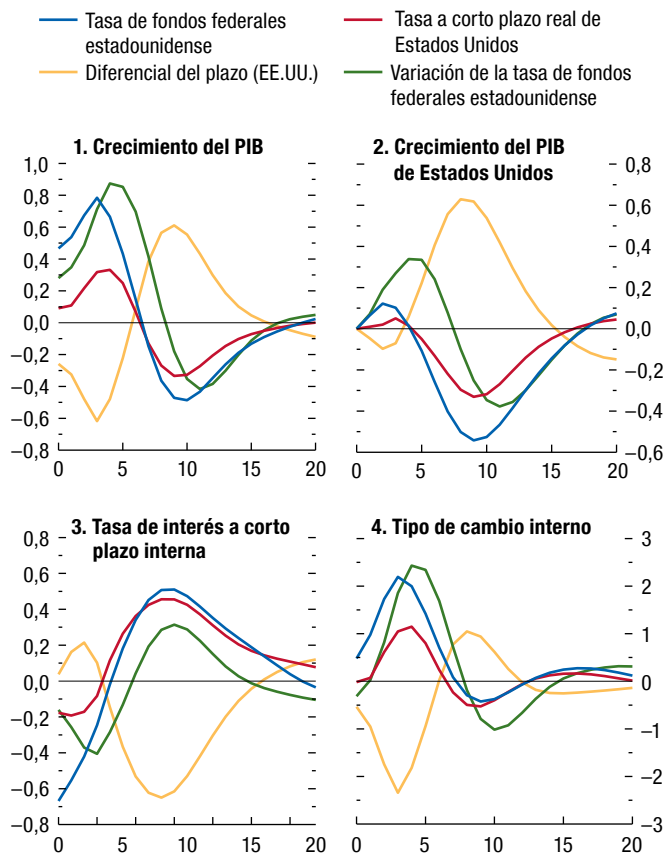
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: AR(1) = Autorregresión de primer orden; EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan. Las unidades del eje de la abscisa son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock.

reflejen expectativas en torno a la economía estadounidense. Además, desde la crisis financiera internacional, la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años se ha visto suprimida a causa de los flujos que, en busca de un refugio seguro, se volcaron a títulos del Tesoro estadounidense, lo que refleja no solo las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos sino también la incertidumbre que rodea a la recuperación mundial. Por lo tanto, los shocks de la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años podrían producirse en respuesta a una amplia variedad de factores externos (ajenos a Estados Unidos).

Las respuestas al impulso calculadas con las especificaciones 5) y 6) utilizan las medidas de política monetaria para representar con más exactitud los verdaderos shocks de la política monetaria de Estados Unidos. Como muestra el gráfico 4.19, el signo y la forma de las respuestas son aproximadamente iguales a los de las variables

Gráfico 4.17. Respuestas promedio al impulso que representan los shocks de las demás variables de la política monetaria estadounidense

(Puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las unidades del eje de la abscisa son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock.

representativas analizadas antes. El crecimiento de las economías de mercados emergentes responde a shocks de la política monetaria de Estados Unidos solo después de transcurrido un año, posiblemente porque esos shocks han sido más bien limitados y atenuados a lo largo del período que abarca la muestra. Como muestra el gráfico 4.20, los shocks más fuertes ocurrieron en la década de 1980 si se hace el cálculo con la técnica de Romer y Romer (2004), y con mucha menos frecuencia si el cálculo se basa en la información que proporcionan los contratos de futuros sobre fondos federales, tal como describe Kuttner (2001).

Condiciones de financiamiento externo

Se llevaron a cabo también verificaciones de robustez con diferentes tipos de shocks del financiamiento externo, además del rendimiento del índice EMBI Global utili-

zando en la especificación de base. Las variables empleadas con las distintas especificaciones son 1) el diferencial del índice EMBI Global, y 2) el diferencial de los bonos estadounidenses de alto rendimiento. Como muestra el gráfico 4.21, la respuesta promedio del crecimiento del PIB de las 16 economías de mercados emergentes a los tres shocks identificados es muy parecida.

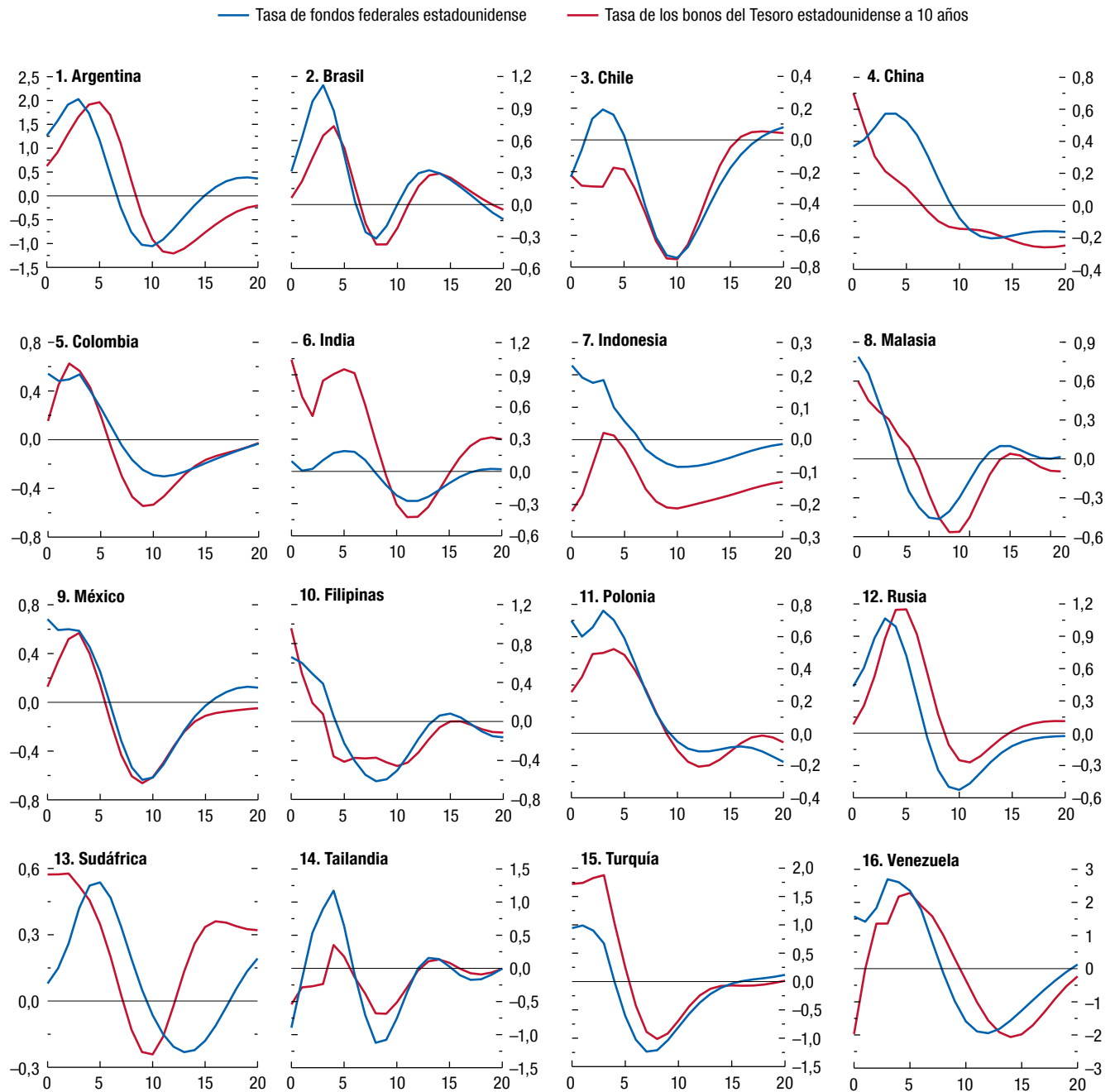
Condiciones de demanda externa

El análisis evalúa si los efectos del crecimiento del PIB real estadounidense en el crecimiento interno varían al neutralizar el crecimiento del PIB real de la zona del euro, y también cómo se produce esa variación. El indicador del crecimiento de la zona del euro ingresa en el bloque externo de la SVAR después del crecimiento del PIB real estadounidense en la identificación recursiva, pero antes de las demás variables estadounidenses. Sin embargo, ubicar el crecimiento de la zona del euro después de todas las variables estadounidenses no altera los resultados principales.

Como muestra el panel 1 del gráfico 4.22, la respuesta promedio del crecimiento interno al crecimiento del PIB real estadounidense no se ve mayormente afectada cuando se introduce esta variable adicional. Además, la respuesta del crecimiento del PIB real interno al crecimiento de la zona del euro también es tan fuerte como la respuesta al crecimiento del PIB real estadounidense, lo cual confirma que es razonable utilizar el crecimiento del PIB real estadounidense como variable representativa de los shocks generales del crecimiento de las economías avanzadas (gráfico 4.22, panel 2). Algunas diferencias específicas de las distintas economías aparecen en los resultados: por ejemplo, las economías con vínculos de comercio exterior más profundos con la zona del euro (como, Polonia y Sudáfrica) experimentan efectos más fuertes en el crecimiento con respecto a las variaciones del crecimiento del PIB real de la zona del euro que con respecto a las variaciones del crecimiento del PIB real estadounidense, en tanto que el crecimiento de México muestra lo contrario (es decir, efectos más profundos con respecto a variaciones del crecimiento del PIB real estadounidense).

El análisis también aborda el crecimiento de la inversión real de China como otra variable representativa de shocks de la demanda externa procedentes de China, en lugar del crecimiento del PIB real de China (gráfico 4.22, panel 3). Aunque el patrón de las respuestas del crecimiento interno a las variaciones del crecimiento de la inversión china es muy parecido a las respuestas al

Gráfico 4.18. Respuesta del crecimiento del PIB real a la tasa de fondos federales estadounidense y a la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años con otras especificaciones
(Puntos porcentuales)

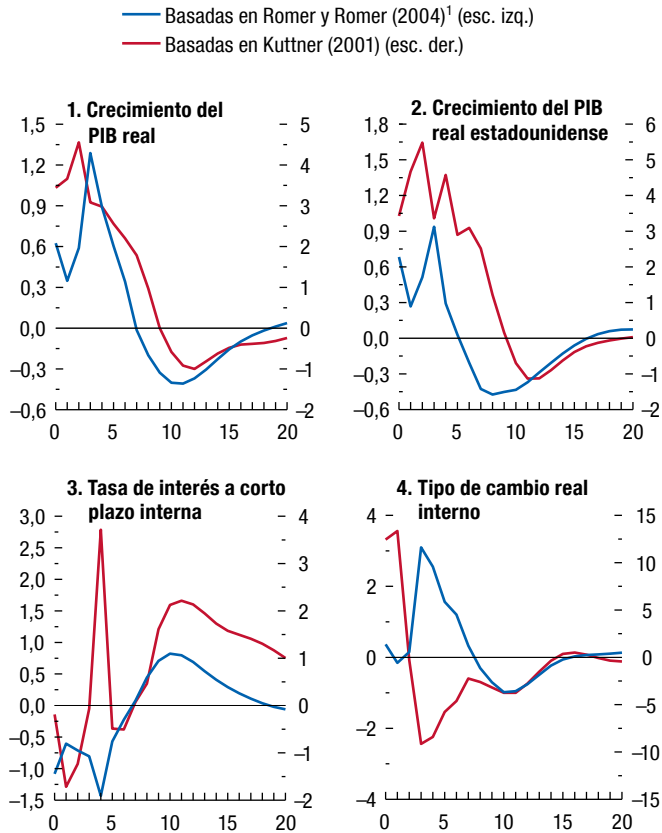


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los shocks están normalizados en base a un aumento de 1 punto porcentual. Las unidades del eje de la abscisa son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock.

Gráfico 4.19. Respuestas promedio al impulso de otros indicadores de shock de la política monetaria estadounidense

(Puntos porcentuales)



Fuentes: Datos económicos de la Reserva Federal; Haver Analytics; FMI, Base de datos de *International Financial Statistics*; Thomson Reuters Datastream, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los shocks están normalizados en base a un aumento de 1 punto porcentual. Las unidades del eje de la abscisa son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock.

¹Véase Coibion (2012).

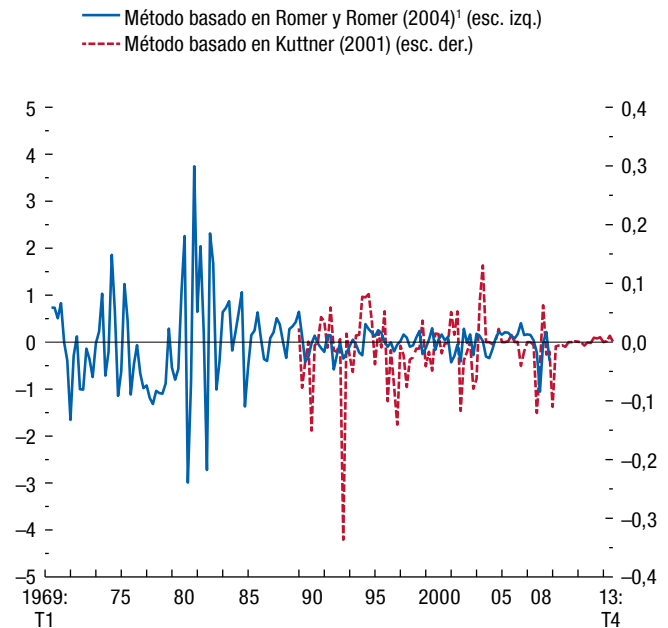
crecimiento del PIB real de China, la elasticidad es insignificante de inmediato y va acumulándose ligeramente con el correr del tiempo.

Alternativas al aumento de los términos de intercambio

Como variable representativa potencialmente más exógena de los términos de intercambio de las economías de mercados emergentes, el análisis incluye el índice mundial de precios de las materias primas en el bloque externo, ubicándolo en segundo lugar en el orden recursivo para la identificación de shocks estructurales externos. El panel 4 del gráfico 4.22 muestra un patrón de respuesta similar al resultante

Gráfico 4.20. Otros shocks de política monetaria

(Puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las unidades del eje de la abscisa son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock.

¹Véase Coibion (2012).

de un shock positivo de aumento de los términos de intercambio.

Período más prolongado

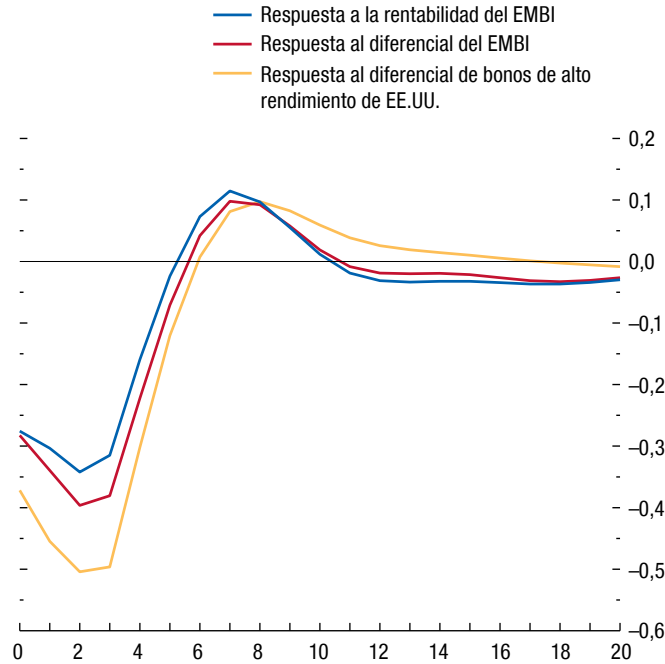
También se estimaron SVAR específicas de cada economía usando los datos trimestrales más antiguos disponibles. Solo tres economías tienen todas las variables de base desde el primer trimestre de 1995: Brasil, México y Sudáfrica. Los resultados de esas economías con los datos adicionales no varían al calcular la SVAR con una muestra más larga. El gráfico 4.23 presenta, en el caso de Brasil, una comparación de las respuestas al impulso del crecimiento del PIB a shocks de cuatro de los principales factores externos. Los resultados de México y Sudáfrica son parecidos.

Verificaciones de robustez con autorregresiones vectoriales con datos en panel

La última sección de este apéndice evalúa cómo se ve afectada la relación estimada entre el crecimiento de las economías de mercados emergentes y las condiciones externas al aplicar una técnica de estimación con datos

Gráfico 4.21. Respuesta del crecimiento del PIB real interno al impulso que representan los shocks del financiamiento externo

(Puntos porcentuales)



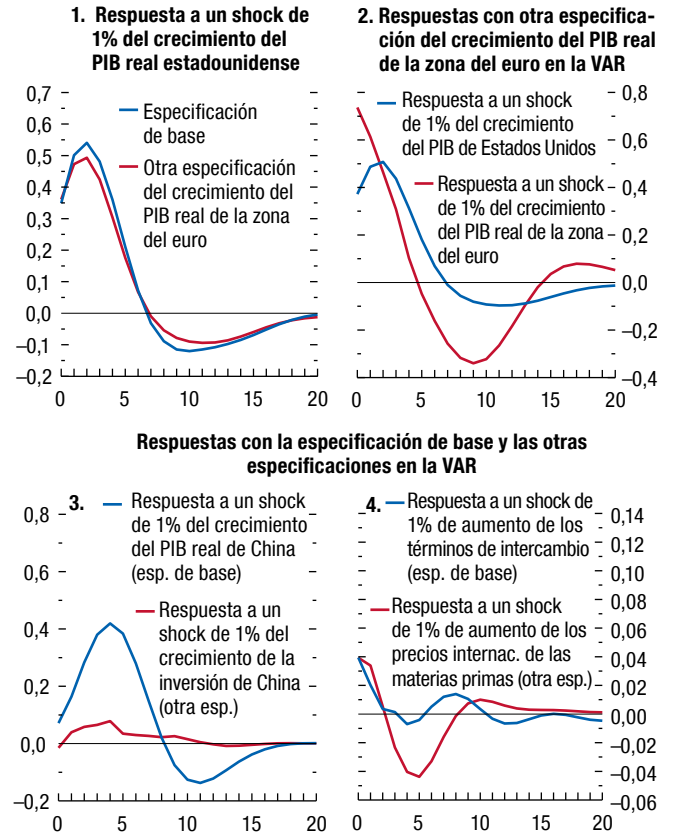
Fuentes: Bank of America Merrill Lynch, Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Los shocks están normalizados en base a un aumento de 1 punto porcentual. Las unidades del eje de la abscisa son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock. EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan.

en panel. Una autorregresión vectorial (VAR) con datos en panel ofrece muchos más grados de libertad que la SVAR porque se reúnen todas las observaciones específicas de cada economía. De esa manera, es posible hacerse una idea del comportamiento promedio de la muestra de economías a otros shocks externos.

Como lo ilustra el gráfico 4.24, las respuestas del crecimiento de las economías de mercados emergentes a las variaciones de las condiciones externas en la VAR con datos en panel son en general parecidas a las respuestas promedio de las SVAR específicas de los países utilizadas

Gráfico 4.22. Respuestas promedio del crecimiento del PIB real al impulso que representan los shocks con otras especificaciones de la autorregresión vectorial

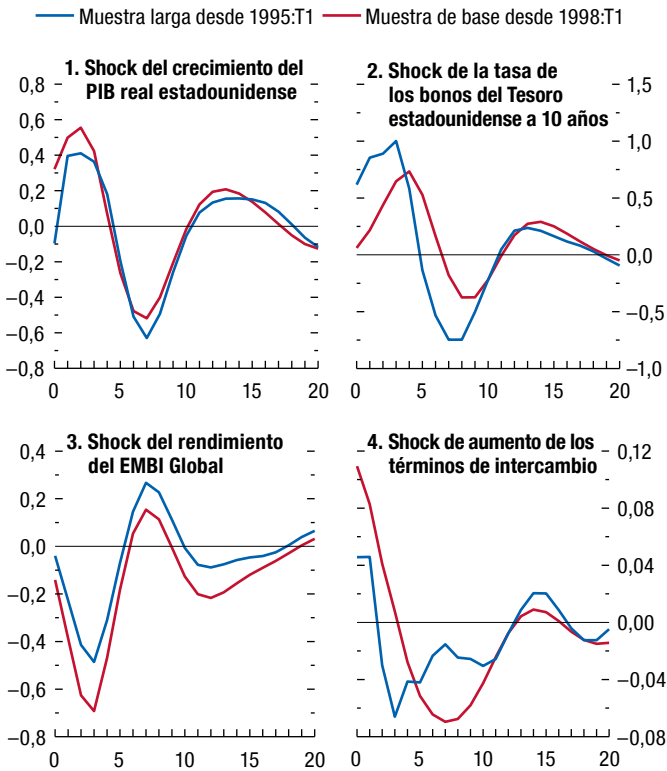
(Puntos porcentuales)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Promedio de todas las economías de la muestra. Los shocks están normalizados a un aumento de 1 punto porcentual. Las unidades del eje de la abscisa son trimestres; $t = 0$ denota el trimestre del shock. VAR = Autorregresión vectorial.

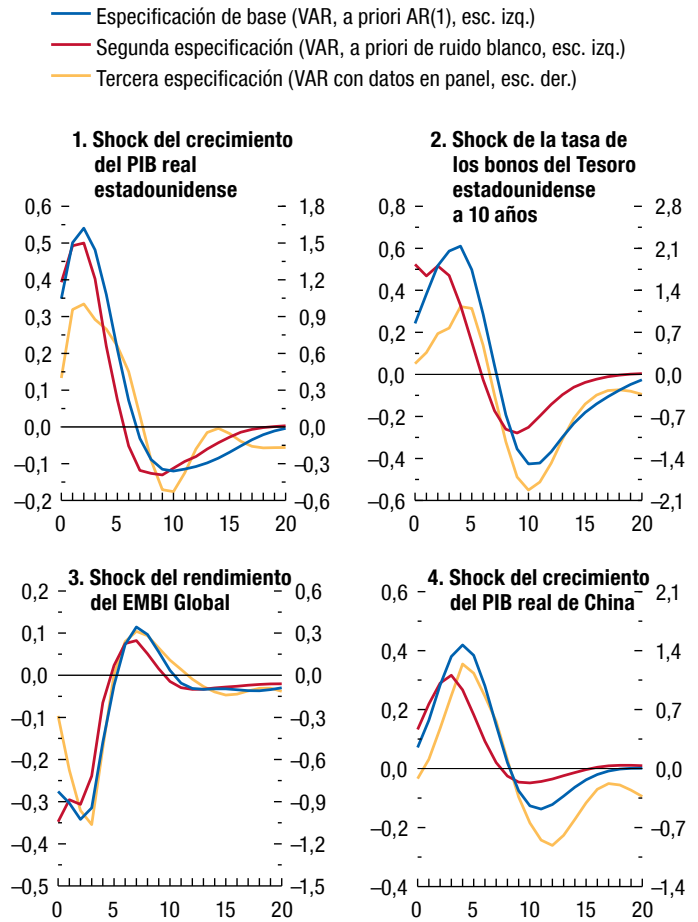
en el cuerpo del capítulo. Sin embargo, como la VAR con datos en panel por lo general produce amplitudes un poco mayores, los efectos acumulados son mayores. Un aumento de 1% de la tasa de crecimiento de Estados Unidos se traduce en un aumento de 0,4% del crecimiento de las economías de mercados emergentes, en tanto que un aumento de 100 puntos básicos de la rentabilidad del índice EMBI reduce el crecimiento en 0,3 puntos porcentuales. Sin embargo, el aumento del crecimiento de China tiene un efecto negativo pequeño de inmediato, que se va acumulando con el correr del tiempo.

Gráfico 4.23. Brasil: Comparación de las respuestas del modelo de base con las respuestas de un modelo con una muestra que comienza el primer trimestre de 1995
(Puntos porcentuales)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Thomson Reuters Datastream, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Los shocks están normalizados en base a un aumento de 1 punto porcentual. Las unidades del eje de la abscisa son trimestres; $t=0$ denota el trimestre del shock.

Gráfico 4.24. Comparación de las respuestas al impulso de la autorregresión vectorial con datos en panel con las respuestas del modelo de base
(Puntos porcentuales)



Fuentes: Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Los shocks están normalizados en base a un aumento de 1 punto porcentual. Las unidades del eje de la abscisa son trimestres; $t=0$ denota el trimestre del shock. AR(1) = Autorregresión de primer orden; EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; VAR = Autorregresión vectorial.

Recuadro 4.1. Impacto de las condiciones externas en el crecimiento a mediano plazo de las economías de mercados emergentes

Este recuadro utiliza regresiones del crecimiento con datos de panel para estimar el impacto de la demanda externa y las condiciones financieras mundiales en el crecimiento a mediano plazo de las economías de mercados emergentes. Así, complementa el análisis presentado en el cuerpo del capítulo, que se centra en las implicaciones que acarrearán las variaciones de las condiciones externas para el crecimiento a más corto plazo. Las regresiones del crecimiento, que hacen abstracción del ciclo económico consolidando datos quinquenales, se prestan naturalmente al estudio del impacto que ejerce a mediano plazo en el crecimiento un período prolongado de condiciones externas desfavorables. Además, como la disponibilidad de datos de frecuencia anual es mayor, las determinaciones del recuadro pueden aplicarse a un grupo más amplio de mercados emergentes.

La teoría económica propone varios canales a través de los cuales las condiciones externas influyen en el crecimiento a largo plazo. El modelo del crecimiento estándar es el punto de partida natural. Los shocks externos reales, tales como un aumento de la demanda externa o una variación de los términos de intercambio, afectan directamente a la productividad del capital y, por ende, a la acumulación del capital.

Vínculos financieros

En cuanto a los vínculos financieros, el arbitraje asegura que una economía abierta pequeña con una cuenta de capital abierta se mantendrá en estado estable cuando la productividad del capital interno sea igual a la tasa de interés mundial. Aunque existen muchas razones por las cuales quizá nunca se logre esa igualación (por ejemplo, riesgo país, costos de inversión), un aumento de las tasas de interés reales mundiales reducirá necesariamente el financiamiento de proyectos de inversión marginales y afectarán negativamente al crecimiento. Este proceso puede tener manifestaciones dramáticas, ya que un aumento de las tasas internacionales puede precipitar crisis bancarias, con la consecuente disminución del producto (Eichengreen y Rose, 2004).

Este recuadro analiza el impacto de los vínculos tanto comerciales como financieros en una sola regresión. Los dos canales funcionan en dirección contraria: mientras que una recesión en las economías avanzadas puede afectar desfavorablemente al crecimiento de las economías de mercados emergentes

(mediante una contracción de la demanda externa combinada con un debilitamiento de los términos de intercambio), el nivel relativamente más bajo de las tasas de interés de las economías avanzadas durante las desaceleraciones puede estimular el aumento de la demanda interna de los mercados emergentes. Al analizar todos los factores externos simultáneamente se reduce el sesgo por variables omitidas, aun si no es posible identificar el impacto exógeno de cada uno.

Especificación y metodología

El método empírico estima regresiones del crecimiento —promediado en quinquenios consecutivos— con efectos fijos y datos de panel, siguiendo la siguiente forma general:

$$\Delta \ln GDPPC_{i,t} = \beta_1' (External\ Conditions)_{i,t} + \beta_2' X_{i,t} + \gamma_i + \eta_t + \varepsilon_{i,t}, \quad (4.1.1)$$

en la cual

$\Delta \ln GDPPC_{i,t}$ = primera diferencia del logaritmo del PIB per cápita real;

External Conditions = variables que miden las condiciones externas e incluyen:

Crecimiento de los socios comerciales, computado según Arora y Vamvakidis (2005)¹,

Variación del logaritmo de los términos de intercambio, y

Condiciones internacionales de financiamiento (por ejemplo, la tasa de interés real de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años) en interacción con el grado de apertura financiera.

$X_{i,t}$ = regresores normales del crecimiento, como nivel de ingreso inicial, aumento demográfico, coeficiente de inversión;

γ_i = efecto fijo por país; y

η_t = efecto fijo de tiempo para neutralizar las variaciones de las condiciones mundiales que no capta el modelo.

El modelo se estima usando el período 1997–2011² con la mayoría de las especificaciones, e incluye 62 economías de mercados emergentes con una población de más

¹Drummond y Ramirez (2009) y Dabla-Norris, Espinoza y Jahan (2012) usan un método parecido.

²Se seleccionó este período para que coincidiera aproximadamente con el que abarca el capítulo. Los resultados, especialmente los concernientes a los vínculos comerciales, se mantienen más o menos invariables si el período se retrotrae a mediados de la década de 1980 e incluso a la de 1970.

El autor de este recuadro es Alexander Culiuc.

Recuadro 4.1 (continuación)

Cuadro 4.1.1. Regresiones del crecimiento de los mercados emergentes, 1997–2011

	Todas las economías de mercados emergentes		Economías de mercados emergentes no exportadoras de materias primas	
	(1)	(2)	(3)	(4)
PIB per cápita rezagado (log.)	-0,053** (0,025)	-0,051** (0,025)	-0,083*** (0,020)	-0,082*** (0,020)
Aumento demográfico	1,473** (0,571)	1,432** (0,542)	0,128 (0,311)	0,235 (0,305)
Formación bruta de capital/PIB	0,052 (0,054)	0,062 (0,058)	0,183*** (0,032)	0,178*** (0,032)
Guerra	-0,006 (0,005)	-0,001 (0,003)	0,000 (0,003)	0,000 (0,003)
Aumento de los términos de intercambio	0,121* (0,068)	0,114* (0,060)	0,066 (0,070)	0,060 (0,068)
Crecimiento del PIB de los socios comerciales	0,910*** (0,255)	0,692 (0,466)	0,847*** (0,177)	0,541** (0,262)
Exportaciones/PIB		-0,054 (0,043)		-0,025 (0,037)
Crecimiento del PIB de los socios comerciales × Exportación/PIB		0,685 (1,085)		1,072 (1,078)
Efectos fijos temporales	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos por país	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de observaciones	164	164	121	121
Número de países	57	57	42	42
R ²	0,505	0,486	0,685	0,668

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores estándar (entre paréntesis) están agrupados a nivel de país. *, **, *** indican que los coeficientes son significativos a los niveles de 10, 5 y 1%, respectivamente.

de 2 millones, 14 de las cuales están clasificadas como exportadoras de materias primas minerales. El grupo de las economías de mercados emergentes es más grande que el analizado en el capítulo, y abarca una serie de países (en su mayoría de Europa oriental) que no se reclasificaron como economías avanzadas sino hasta hace poco³.

Vínculos comerciales

Se estiman por separado las regresiones del crecimiento para todas las economías de mercados emergentes de la muestra y los exportadores de materias primas no minerales. Las regresiones confirman que el crecimiento del PIB per cápita de los mercados emergentes está sujeto a una convergencia condicional (coeficiente negativo en relación con el PIB per cápita rezagado), y que tanto la inversión como los términos de intercambio tienen efectos positivos en el crecimiento (cuadro 4.1.1, columnas 1 y 2 para la totalidad de la muestra,

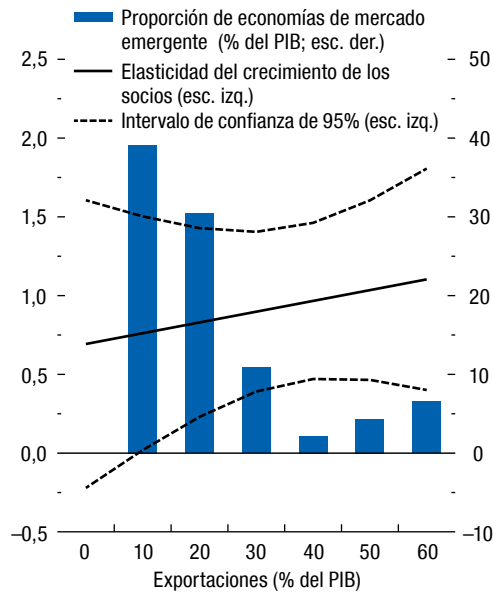
y columnas 3 y 4 para los mercados emergentes no exportadores de materias primas). El crecimiento a mediano plazo exhibe una correlación cercana a uno respecto del crecimiento de las economías socias exportadoras. Esta elasticidad tiende a aumentar con la apertura comercial (columna 2 del gráfico 4.1.1), particularmente en las economías no exportadoras de materias primas (columna 4 del cuadro 4.1.1 y gráfico 4.1.1). Los resultados también sugieren que los términos de intercambio juegan un papel limitado en la determinación del crecimiento a mediano plazo, especialmente en el caso de los exportadores que no trabajan con materias primas.

El análisis también se ocupa de la relación entre la elasticidad del crecimiento de los socios y la apertura comercial a lo largo del tiempo, introduciendo efectos de interacción con variables ficticias de tiempo (gráfico 4.1.2). Como muestra el panel 1 del gráfico 4.1.2, la elasticidad del crecimiento de los socios está en aumento desde mediados de la década de 1980, en consonancia con el coeficiente exportación/PIB mediano. Sin embargo, aunque la elasticidad del crecimiento de las economías avanzadas socias ha estado aumentando con el correr del tiempo, la elasticidad del crecimiento de las economías de

³El panel se construye con datos de fuentes del FMI (informe WEO, *International Financial Statistics*, *Direction of Trade Statistics*, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*), así como de *World Development Indicators* (Banco Mundial), Lane y Milesi-Ferretti (2007), Klein y Shambaugh (2008) y Armed Conflict Dataset (Peace Research Institute, Oslo).

Recuadro 4.1 (continuación)

Gráfico 4.1.1. Elasticidad del crecimiento de los socios exportadores



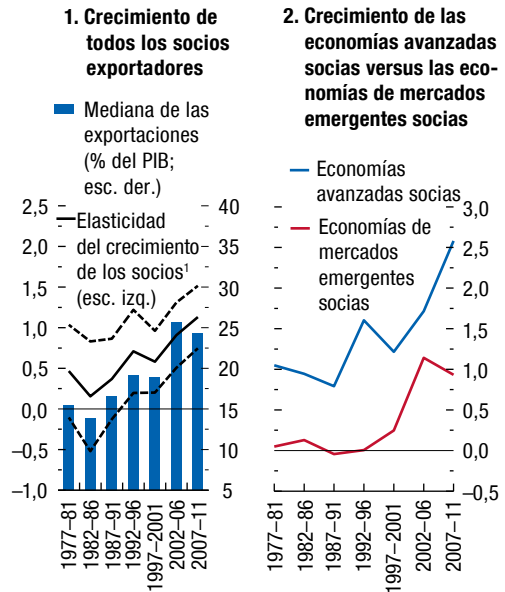
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: En el eje de la abscisa, 0 denota 0–10% del PIB; 10 denota 10–20% del PIB, y así sucesivamente.

mercados emergentes socios comenzó a incrementarse con rapidez (a partir de cero) recién a comienzos de la década de 1990 (panel 2 del gráfico 4.1.2).

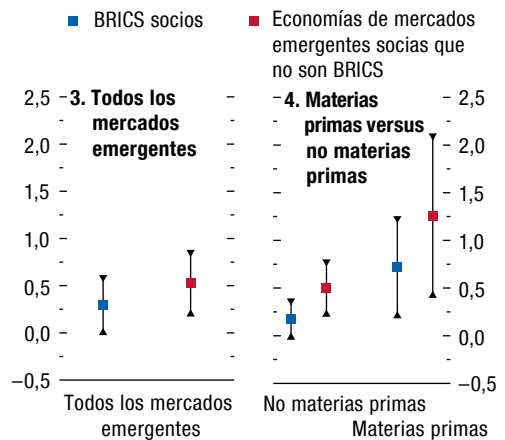
El aumento de la elasticidad del crecimiento de los mercados emergentes con respecto al crecimiento de sus mercados emergentes socios coincide con —y probablemente esté impulsado por— la creciente importancia de Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica (BRICS) y, en particular, la proliferación de las cadenas de suministro con China. Para evaluar esta suposición, se volvieron a estimar regresiones del crecimiento de todos los mercados emergentes no pertenecientes al grupo BRICS (cuadro 4.1.2 y paneles 3 y 4 del gráfico 4.1.2)⁴. El panel 3 del gráfico parece

⁴Las elasticidades del crecimiento de todos los socios se ponderan según la proporción de países socios que forman parte de la cesta de exportaciones de cada mercado emergente. Eso significa, entre otras cosas, que la elasticidad del crecimiento de las economías socios del grupo BRICS está sumamente ponderada a favor de China, que, para la economía de mercado emergente promedio, absorbe más de un tercio de las exportaciones al grupo BRICS.

Gráfico 4.1.2. Crecimiento de los socios exportadores



BRICS socios comerciales versus otros mercados emergentes socios comerciales



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: BRICS = Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica. En los paneles 3 y 4, el punto superior e inferior de cada línea muestra el intervalo de confianza de 95% superior e inferior. El período de estimación es 1997–2011. “No materias primas” y “Materias primas” se refiere a los exportadores que no trabajan con materias primas y los exportadores de materias primas, respectivamente, entre las economías de mercados emergentes de la muestra. ¹Las líneas punteadas denotan el intervalo de confianza de 95% de la elasticidad del crecimiento de los socios.

Recuadro 4.1 (continuación)
Cuadro 4.1.2. Regresiones del crecimiento de mercados emergentes: Brasil, China, India, Rusia y Sudáfrica frente al crecimiento de otros mercados emergentes socios, 1997–2011

	Todas las EME		Economía no exportadora de materias primas		Economía exportadora de materias primas	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PIB per cápita rezagado (log.)	-0,056*	-0,054*	-0,102***	-0,098***	0,130**	0,114**
	(-0,030)	(-0,030)	(-0,021)	(-0,021)	(-0,053)	(-0,048)
Aumento demográfico	1,645***	1,732***	0,465	0,459	-0,911	-0,363
	(-0,515)	(-0,562)	(-0,359)	(-0,383)	(-1,066)	(-1,433)
Formación bruta de capital/PIB	0,055	0,060	0,163***	0,166***	0,178**	0,164*
	(-0,049)	(-0,049)	(-0,037)	(-0,037)	(-0,071)	(-0,078)
Guerra	0,001	0,000	0,005	0,006	0,010	0,008
	(-0,006)	(-0,006)	(-0,004)	(-0,004)	(-0,013)	(-0,013)
Aumento de los términos de intercambio	0,145*	0,152**	0,104	0,126*	0,192*	0,127
	(-0,074)	(-0,075)	(-0,073)	(-0,074)	(-0,099)	(-0,132)
EA socias: Crecimiento del PIB	-1,210	-1,395	0,859	0,738	-5,666***	-6,116***
	(-0,931)	(-0,956)	(-0,715)	(-0,729)	(-1,257)	(-1,653)
EME socias: Crecimiento del PIB	0,666**		0,545***		1,718***	
	(-0,184)		(-0,126)		(-0,382)	
BRICS socios: Crecimiento del PIB		0,295*		0,175*		0,718**
		(-0,149)		(-0,098)		(-0,260)
EME socios, no BRICS: Crecimiento del PIB		0,527***		0,500***		1,259**
		(-0,167)		(-0,141)		(-0,427)
Efectos fijos temporales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos por país	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de observaciones	164	164	121	121	43	43
Número de países	57	57	42	42	15	15
R ²	0,505	0,486	0,685	0,668	0,818	0,790

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EA = Economías avanzadas; BRICS = Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica; EME = Economías de mercados emergentes. Los errores estándar (entre paréntesis) están agrupados a nivel de país. *, **, *** indican que los coeficientes son significativos a los niveles de 10, 5 y 1%, respectivamente.

corroborar la hipótesis: para la economía de mercado emergente promedio, la correlación con el crecimiento del grupo BRICS es bastante elevada (0,3) y estadísticamente significativa. Sin embargo, este resultado oculta la heterogeneidad que existe entre los distintos grupos de países. El panel 4 presenta resultados estimados por separado de los exportadores de materias primas y los exportadores que no trabajan con materias primas. En el caso de los exportadores que no trabajan con materias primas, la elasticidad del crecimiento de los socios del grupo BRICS casi es estadísticamente significativa. El crecimiento de los exportadores de materias primas, por otra parte, exhibe una correlación muy fuerte tanto con el grupo BRICS como con otras economías de mercados emergentes socios, lo cual confirma la creciente importancia del grupo BRICS, y de China en particular, para la demanda mundial de materias primas minerales.

Vínculos financieros

A continuación se analiza el papel de las condiciones financieras externas en el crecimiento de los mercados emergentes. Aunque se prevé que, en el caso de una

economía abierta pequeña, un aumento de la tasa de interés mundial hará subir el costo de oportunidad del capital y, por ende, deprimirá el crecimiento a corto plazo, el efecto a mediano plazo sigue siendo desconocido.

Las regresiones presentadas en el cuadro 4.1.3 complementan el modelo con condiciones internacionales de financiamiento representadas por la tasa de interés real de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años en interacción con el grado de integración financiera⁵. Los resultados confirman el efecto negativo del elevado nivel de las tasas de interés mundiales en el crecimiento a mediano plazo: un aumento de 100 puntos básicos del primero está vinculado a una disminución de 0,5 puntos porcentuales del último en el caso de la economía de mercado emergente mediana, con un grado de integración financiera de 115% del PIB (columnas 1 y 2 del cuadro). Sin embargo, la relación no es estadísticamente

⁵El grado de integración financiera se calcula a partir de la versión actualizada y ampliada del conjunto de datos construido por Lane y Milesi-Ferretti (2007) como la suma de los activos y los pasivos externos brutos, netos de reservas internacionales como porcentaje del PIB.

Recuadro 4.1 (continuación)

Cuadro 4.1.3. Regresiones del crecimiento de los mercados emergentes

	1987–2011	1997–2011	1997–2011 (datos anuales)
	(1)	(2)	(3)
PIB per cápita rezagado (log.)	-0,040** (0,017)	-0,043* (0,025)	-0,061** (0,025)
Aumento demográfico	0,270 (0,443)	1,498** (0,629)	-0,356 (0,349)
Formación bruta de capital/PIB	0,087** (0,039)	0,054 (0,045)	0,193*** (0,050)
Guerra	-0,010*** (0,003)	0,000 (0,004)	0,002 (0,008)
Aumento de los términos de intercambio	-0,008 (0,053)	0,092 (0,085)	0,061** (0,026)
Aumento de los términos de intercambio × economía exportadora de materias primas	0,105 (0,075)	0,051 (0,125)	-0,038 (0,038)
Crecimiento del PIB de los socios comerciales	0,970*** (0,239)	0,891*** (0,263)	0,693*** (0,206)
Integración financiera	-0,016*** (0,006)	-0,016*** (0,005)	-0,023*** (0,005)
integración financiera × tasa real de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años	-0,494** (0,226)	-0,409 (0,377)	-0,237** (0,109)
Efectos fijos por país	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos por año	Sí	Sí	Sí
Número de observaciones	248	178	874
Número de países	62	62	62
R ²	0,510	0,508	0,428

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores estándar (entre paréntesis) están agrupados a nivel de país. *, **, *** indican que los coeficientes son significativos a los niveles de 10, 5 y 1%, respectivamente.

significativa a nivel de la muestra desde mediados de los años noventa. Para poder comparar los resultados con los de otros estudios (Frankel y Roubini, 2001; Reinhart *et al.*, 2001; Reinhart y Reinhart, 2001), se vuelve a estimar el modelo usando datos anuales del período 1997–2011 (columna 3). El efecto negativo de la tasa de interés externa es estadísticamente significativo. Esto sugiere que el efecto de las condiciones internacionales de endeudamiento en el crecimiento de las economías de mercados emergentes quizá se produzca más a corto plazo y no se puede captar con certeza utilizando promedios quinquenales. Análogamente, los términos de intercambio también adquieren significancia estadística en la regresión usando datos anuales.

Conclusión

Los principales mensajes del análisis presentado en este recuadro son los siguientes. Primero, la importancia del crecimiento de los países socios ha aumentado drásticamente a medida que las economías de mercados emergentes se han integrado a la economía mundial. Segundo, a medida que algunos mercados emergentes fueron adquiriendo un papel más destacado en la

economía mundial, su impacto en sus homólogos más pequeños también se ha incrementado. El crecimiento del grupo BRICS, en particular, se ha transformado en un factor importante para el crecimiento de otras economías de mercados emergentes, especialmente las que dependen de la exportación de materias primas minerales. Tercero, las condiciones internacionales de financiamiento, que tienden a influir en el componente cíclico del crecimiento de las economías de mercados emergentes (como lo muestra además el análisis principal), también ejercen un efecto más duradero, especialmente en los países financieramente integrados. Aunque el análisis ha mostrado que los factores externos son importantes para el crecimiento a largo plazo, cabe señalar que esta determinación no disminuye el papel crítico de políticas económicas y estructurales nacionales adecuadas en este ámbito. De hecho, estudios recientes (véase el capítulo 4 de la edición de octubre de 2012 del informe WEO) muestran de qué manera han contribuido las mejoras de los marcos nacionales de política económica al afianzamiento de la capacidad de resistencia de las economías de mercados emergentes desde la década de 1990.

Referencias

- Abiad, Abdul, Ravi Balakrishnan, Petya Koeva Brooks, Daniel Leigh e Irina Tytell, 2014, “What’s the Damage? Medium-Term Output Dynamics after Financial Crises”, capítulo 9 de *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, editado por Stijn Claessens, M. Ayhan Kose, Luc Laeven y Fabián Valencia (Washington: Fondo Monetario Internacional), págs. 277–308.
- Abiad, Abdul, John Bluedorn, Jaime Guajardo y Petia Topalova, 2012, “The Rising Resilience of Emerging Market and Developing Economies”, IMF Working Paper No. 12/300 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Adler, Gustavo, y Camilo E. 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).
- Ahmed, Shaghil, y Andrei Zlate, 2013, “Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?”, International Finance Discussion Papers No. 1081 (Washington: Junta de la Reserva Federal).
- Ahuja, Ashvin, y Malhar Nabar, 2012, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers”, IMF Working Paper No. 12/167 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Arora, Vivek, y Athanasios Vamvakidis, 2010, “China’s Economic Growth: International Spillovers”, IMF Working Paper No. 10/165 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Aslund, Anders, 2013, “Why Growth in Emerging Economies Is Likely to Fall”, Working Paper No. 13-10 (Washington: Peterson Institute for International Economics).
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, 1993, “Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *IMF Staff Papers*, vol. 40, No. 1, págs. 108–51.
- Canova, Fabio, 2005, “The Transmission of U.S. Shocks to Latin America”, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 20, No. 2, págs. 229–51.
- Cerra, Valerie, y Sweta Saxena, 2008, “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery”, *American Economic Review*, vol. 98, No. 1, págs. 439–57.
- Cesa-Bianchi, Ambrogio, M. Hashem Pesaran, Alessandro Rebucci y TengTeng Xu, 2011, “China’s Emergence in the World Economy and Business Cycles in Latin America”, Working Paper No. 266 (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Coibion, Olivier, 2012, “Are the Effects of Monetary Policy Shocks Big or Small?”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, No. 2, págs. 1–32.
- Dabla-Norris, Era, Raphael Espinoza y Sarwat Jahan, 2012, “Spillovers to Low-Income Countries: Importance of Systemic Emerging Markets”, IMF Working Paper No. 12/49 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- de la Torre, Augusto, Eduardo Levy Yeyati y Samuel Pienknagura, 2014, “Latin America’s Fashionable Scepticism: Setting the Record Straight”. VoxEU, 12 de enero. www.voxeu.org/article/overstated-pessimism-over-latin-america.
- Dreger, Christian, y Yanqun Zhang, 2011, “The Chinese Impact on GDP Growth and Inflation in the Industrial Countries”, Discussion Paper No. 1151 (Berlín: German Institute for Economic Research).
- Drummond, Paulo, y Gustavo Ramírez, 2009, “Spillovers from the Rest of the World into Sub-Saharan African Countries”, IMF Working Paper No. 09/155 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Eichengreen, Barry, Donghyun Park y Kwanho Shin, 2011, “When Fast Growing Economies Slow Down: International Evidence and Implications for China”, NBER Working Paper No. 16919 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research). www.nber.org/papers/w16919.
- Eichengreen, Barry, y Andrew Rose, 2004, “Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises”, en *Money, Capital Mobility, and Trade: Essays in Honor of Robert A. Mundell*, editado por Guillermo Calvo, Rudiger Dornbusch y Maurice Obstfeld (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Erten, Bilge, 2012, “Macroeconomic Transmission of Eurozone Shocks to Emerging Economies”, Working Paper No. 2012–12 (París: CEPII).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2008a, *India: 2007 Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report No. 08/51 (Washington).
- , 2008b, *Russian Federation: 2008 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, IMF Country Report No. 08/309 (Washington).
- , 2008c, *South Africa: 2008 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussions; and Statement by the Executive Director for South Africa*, IMF Country Report No. 08/348 (Washington).
- , 2012, *2012 Spillover Report* (Washington).
- , 2013a, *2013 Spillover Report*, IMF Multilateral Policy Issues Report (Washington).
- , 2013b, *India: 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/37 (Washington).
- , 2013c, *South Africa: 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/303 (Washington).
- , 2013d, *Turkey: 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/363 (Washington).
- , 2014, *India: 2014 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 14/57 (Washington).
- Frankel, Jeffrey, y Nouriel Roubini, 2001, “The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises”, NBER Working Paper No. 8634 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ilzetzki, Ethan, y Keyu Jin, 2013, “The Puzzling Change in the International Transmission of U.S. Macroeconomic Policy Shocks” (inédito; Londres: London School of Economics).

- Klein, Michael W., y Jay C. Shambaugh, 2008, “The Dynamics of Exchange Rate Regimes: Fixes, Floats, and Flips”, *Journal of International Economics*, vol. 75, No. 1, págs. 70–92.
- Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani y Marco E. Terrones, 2013, “Why Is This Global Recovery Different?”, VoxEU, 18 de abril. www.voxeu.org/article/why-global-recovery-different.
- Kuttner, Kenneth, 2001, “Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 47, No. 3, págs. 523–44.
- Laeven, Luc, y Fabián Valencia, 2013, “Systemic Banking Crises Database”, *IMF Economic Review*, vol. 61, No. 2, págs. 225–70.
- Lane, Philip, 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.
- Litterman, Robert B., 1986, “Forecasting with Bayesian Vector Autoregressions: Five Years of Experience”, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 4, No. 1, págs. 25–38.
- Mackowiak, Bartosz, 2007, “External Shocks, U.S. Monetary Policy and Macroeconomic Fluctuations in Emerging Markets”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, No. 8, págs. 2512–20.
- Österholm, Pär, y Jeromin Zettelmeyer, 2007, “The Effect of External Conditions on Growth in Latin America”, IMF Working Paper No. 07/176 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Reinhart, Carmen, Guillermo Calvo, Eduardo Fernández-Arias y Ernesto Talvi, 2001, “The Growth–Interest Rate Cycle in the United States and Its Consequences for Emerging Markets”, Research Department Publication No. 4279 (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Reinhart, Carmen, y Vincent Reinhart, 2001, “What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility”, NBER Working Paper No. 8535 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Reinhart, Carmen, y Kenneth Rogoff, 2009, “The Aftermath of Financial Crises”, *American Economic Review*, vol. 99, No. 2, págs. 466–72.
- Romer, Christina D., y David H. Romer, 2004, “A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications”, *American Economic Review*, vol. 94, No. 4, págs. 1055–84.
- Sims, Christopher A., y Tao Zha, 1998, “Bayesian Methods for Dynamic Multivariate Models”, *International Economic Review*, vol. 39, No. 4, págs. 949–68.
- Subramanian, Arvind, 2013, “Too Soon to Mourn Emerging Markets”, *Financial Times*, 7 de octubre. www.ft.com/cms/s/0/8604dd58-2f35-11e3-ae87-00144feab7de.html#axzz2v1gYigdT.
- Swiston, Andrew, y Tamim Bayoumi, 2008, “Spillovers across NAFTA”, IMF Working Paper No. 08/3 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Utlaut, Johannes, y Björn van Roye, 2010, “The Effects of External Shocks on Business Cycles in Emerging Asia: A Bayesian VAR Model”, Working Paper No. 1668 (Kiel, Alemania: Kiel Institute for the World Economy).

DELIBERACIONES DEL DIRECTORIO EJECUTIVO DEL FMI SOBRE LAS PERSPECTIVAS, MARZO DE 2014

El Presidente interino formuló las siguientes observaciones 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 21 de marzo de 2014.

Los directores ejecutivos celebraron el fortalecimiento de la actividad mundial durante el segundo semestre de 2013. Señalaron que gran parte del ímpetu provino de las economías avanzadas, pero que la inflación en estas economías continúa por debajo de las proyecciones, lo cual es reflejo de brechas del producto aún grandes. Aunque más bien ha conservado la fortaleza, la actividad en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se enfrió en 2013, en un contexto de agudización de la volatilidad de los flujos de capital y deterioro de las condiciones de financiamiento externo. Los directores resaltaron que, a pesar de la mejora de las perspectivas de crecimiento, la recuperación mundial aún es frágil y persisten riesgos a la baja significativos, entre otros, riesgos geopolíticos.

Los directores convinieron en que el crecimiento mundial continuará mejorando este año y el próximo, ya que el endurecimiento de la política fiscal avanza con mayor lentitud y las condiciones monetarias aún son sumamente acomodaticias en las economías avanzadas. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento repuntará poco a poco, y el deterioro de la demanda externa estará compensado en parte por el impacto atenuante del empeoramiento de las condiciones financieras.

Los directores reconocieron que para concretar la transición de mercados impulsados por liquidez a mercados impulsados por crecimiento habrá que superar retos fundamentales, como por ejemplo el fortalecimiento de la coordinación de las políticas. En las economías avanzadas serán necesarios un aumento sostenido de la inversión empresarial y un empeño constante por reforzar los balances bancarios, especialmente en la zona del euro. Los riesgos para las economías de mercados emergentes se han agudizado debido al creciente apalancamiento del sector público y empresarial, y el aumento del endeudamiento externo. Los directores tomaron nota de que el reciente recrud-

cimiento de la volatilidad financiera probablemente sea consecuencia de que hay una mayor inquietud en los mercados en torno a los fundamentos económicos, contra el trasfondo de los primeros pasos hacia la normalización de la política monetaria en algunas economías avanzadas. Ante la posibilidad de los flujos de capitales comiencen a retirarse de los mercados emergentes, los directores analizaron los riesgos relacionados con necesidades sustanciales de financiamiento externo y depreciaciones monetarias desordenadas, y celebraron el reciente endurecimiento de las políticas macroeconómicas, que parece haber apuntalado la confianza. En lo que respecta al sector financiero, los directores tomaron nota de que, a pesar del avance logrado hacia la mitigación de las vulnerabilidades financieras internacionales, la cuestión de las instituciones que son demasiado grandes como para quebrar sigue mayormente sin resolver.

La mayoría de los directores recomendaron vigilar más de cerca los riesgos para la actividad relacionados con el bajo nivel de inflación de las economías avanzadas, especialmente en la zona del euro. Las expectativas inflacionarias a más largo plazo podrían desplazarse poco a poco a la baja y conducir a un alza de las tasas de interés reales, un aumento de la carga de la deuda privada y pública, y una mayor contracción de la demanda y del producto. Sin embargo, los directores tomaron nota de que un nivel persistentemente bajo de tasas de interés nominales en las economías avanzadas también podría acarrear riesgos para la estabilidad financiera y ya ha creado focos de intensificación del apalancamiento, acompañados en algunos casos de un debilitamiento de las normas de evaluación de créditos.

Contra este telón de fondo, los directores llamaron a redoblar los esfuerzos por restablecer plenamente la confianza, despejar los riesgos a la baja y dejar asegurado un crecimiento mundial vigoroso y sostenible. En un contexto de consolidación fiscal ininterrumpida, brechas del producto aún grandes y un nivel muy bajo de inflación, la política monetaria debería conservar la

orientación acomodaticia. Muchos directores argumentaron que en la zona del euro una mayor distensión de la política monetaria —que considere entre otras cosas medidas no convencionales— contribuiría a sustentar la actividad y limitar el riesgo que encierran un nivel muy bajo de inflación o la deflación. Varios directores opinaron que las actuales condiciones monetarias en la zona del euro ya son acomodaticias y que no se justifica la adopción de una política más expansiva. Algunos directores llamaron también a realizar un análisis más exhaustivo de los tipos de cambio y los desequilibrios mundiales en *Perspectivas de la economía mundial*.

Los directores recomendaron concebir y ejecutar planes de consolidación fiscal a mediano plazo claros y creíbles para ayudar a mitigar los riesgos fiscales y solucionar el sobreendeudamiento de las economías avanzadas, entre ellas, Estados Unidos y Japón. Celebraron el hecho de que las medidas de consolidación presuntamente vayan a reorientarse del ámbito de la tributación hacia el del gasto, sobre todo en las economías avanzadas en las cuales un aumento de la carga tributaria podría obstaculizar el crecimiento. Además, convinieron en la necesidad de brindar un nuevo impulso a las reformas estructurales para mejorar las perspectivas de inversión y crecimiento de las economías avanzadas.

Los directores aplaudieron el avance realizado hacia el fortalecimiento del sector bancario en la zona del euro, pero dejaron constancia de que aún queda mucho por hacer para solucionar la fragmentación financiera, sanear los balances bancarios y empresariales tras una evaluación exhaustiva creíble, y recapitalizar los bancos débiles para afianzar la confianza y reavivar el crédito. Sin dejar de reconocer el reciente acuerdo del Consejo de la UE sobre un Mecanismo Único de Resolución, los directores subrayaron la importancia de llevar a término la unión bancaria, entre otras cosas mediante la independencia funcional de dicho Mecanismo, sumada a la capacidad para proceder cuando corresponda a la resolución de instituciones bancarias y mecanismos de respaldo comunes que permitan romper el vínculo entre los bancos y los entes soberanos.

Los directores tomaron nota de que las medidas de política adecuadas no serán iguales en todas las economías de mercados emergentes, pero observaron que existen algunas prioridades en común. Los tipos de cambio deberían poder responder a la evolución de los fundamentos económicos y facilitar el ajuste externo. En los casos en que las reservas internacionales son adecuadas, se puede recurrir a intervenciones en el mercado de cambio para suavizar la volatilidad y

evitar trastornos financieros. En las economías sometidas a presiones inflacionarias aún elevadas, quizá sea necesario endurecer aún más la política monetaria. Si las circunstancias lo justifican, las medidas macroprudenciales pueden contribuir a contener el crecimiento del apalancamiento empresarial, particularmente en moneda extranjera. El afianzamiento de la transparencia y la coherencia de los marcos de política contribuiría a solidificar la credibilidad de las políticas.

Los directores subrayaron la necesidad de que las economías de mercados emergentes y de bajo ingreso repongan los márgenes de maniobra fiscales y pongan límite a los déficits fiscales (entre otras medidas, conteniendo los pasivos contingentes del sector público), sobre todo teniendo en cuenta el elevado nivel de deuda pública y las vulnerabilidades de financiamiento. Los planes de consolidación fiscal deberían ser específicos de cada país y estar debidamente calibrados entre las medidas de tributación y las medidas de gasto para respaldar un crecimiento equitativo y sostenido. Se debería proteger el gasto social prioritario y, también, realzar la eficiencia del gasto público mediante una mejor focalización del gasto social, la racionalización del costo salarial del sector público, y el perfeccionamiento de los procesos de evaluación, selección y auditoría de proyectos de inversión pública.

Los directores convinieron en que las economías de mercados emergentes podrían reforzar la capacidad de resistencia a los shocks financieros mundiales profundizando los mercados financieros nacionales y formando una base de inversionistas local. Respaldaron la aplicación de una supervisión prudencial y regulatoria más estricta, incluida la de las instituciones no bancarias de China, la eliminación de garantías implícitas y el afianzamiento de la función que desempeñan las fuerzas del mercado en el sector no bancario para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera y los efectos de contagio negativos transfronterizos.

Los directores estuvieron de acuerdo en que muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo deberían implementar otras reformas estructurales críticas encaminadas a promover el empleo y realzar las perspectivas de crecimiento diversificado y sostenido, promoviendo a la vez el restablecimiento del equilibrio mundial. Entre otras cosas, las reformas deberían apuntar a suprimir los obstáculos al ingreso en los mercados de productos y servicios, mejorar el clima de negocios y eliminar los principales estrangulamientos del lado de la oferta, y, en el caso de China, respaldar un crecimiento sostenible y equilibrado, que incluya la transición de la inversión al consumo.

APÉNDICE ESTADÍSTICO

En el apéndice estadístico se presentan datos históricos y proyecciones. Se divide en seis secciones: supuestos, novedades, datos y convenciones, clasificación de los países, características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación del informe WEO, y cuadros estadísticos.

En la primera sección se resumen los supuestos en los que se basan las estimaciones y proyecciones para 2014–15, así como el escenario a mediano plazo para 2016–19. 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 octubre de 2013. 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 quinta sección brinda información sobre la metodología y normas de declaración de datos usados para los indicadores financieros del gobierno y de las cuentas nacionales de los países, que se incluyen en este informe.

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 el 24 de marzo de 2014. Para facilitar la comparación, las cifras correspondientes a 2014 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 31 de enero y el 28 de febrero de 2014. Para 2014 y 2015, dados estos supuestos, el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./DEG es 1,542 y 1,557; el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./euro es 1,369 y 1,393, y el de yen/dólar de EE.UU. es 101,6 y 100,0, respectivamente.

El *precio del petróleo* por barril será, en promedio, US\$104,17 en 2014 y US\$97,92 en 2015.

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., 0,4% en 2014 y 0,8% en 2015; para los depósitos a tres meses en euros, 0,3% en 2014 y 0,4% en 2015, y para los depósitos a seis meses en yenes, 0,2% en 2014 y 2015.

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	chelinos 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
	= 0,702804	lati letones ⁴
	= 0,585274	libras chipriotas ⁵
	= 0,787564	libras irlandesas
	= 0,42930	libras maltesas ⁶
	= 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 2014.

⁵Establecido el 1 de enero de 2008.

⁶Establecido 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

- El 1 de enero de 2014, Letonia se convirtió en el 18° país en ingresar en la zona del euro. Los datos sobre Letonia no se incluyen en los agregados de la zona del euro, porque la base de datos aún no se ha convertido en euros, pero se incluyen en los datos agregados de las economías avanzadas.
- A partir de la edición de abril de 2014 del informe WEO, las regiones de Europa central y oriental y de Economías emergentes de Europa han pasado a denominarse Economías emergentes y en desarrollo de Europa. La región de Economías en desarrollo de Asia ha pasado a denominarse de Economías emergentes y en desarrollo de Asia.
- Las proyecciones para Ucrania no se han incluido en esta edición debido a la crisis en curso.
- Las proyecciones de los precios al consumidor para Argentina no se han incluido en esta edición debido a la interrupción estructural en los datos. Véanse más detalles en la nota 6 del cuadro A7.
- Las series sobre el PIB real de Corea se basan en el año de referencia 2005. Esto no refleja las cuentas nacionales revisadas publicadas el 26 de marzo de 2014, después de que el informe WEO estuviera preparado para su publicación. Estas amplias revisiones incluyen la implementación del *Sistema de Cuentas Nacionales 2008* y la actualización del año de referencia a 2010. Como resultado de estas revisiones, el crecimiento del PIB real en 2013 se revisó del 2,8% al 3% (que es la cifra incluida en los cuadros 2.3 y A2).
- Al igual que en la edición de octubre de 2013 del informe WEO no se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

Datos y convenciones

La base de datos del informe WEO está constituida por *datos y proyecciones* sobre 189 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 (MEMF 2000)* y el *Manual de estadísticas de finanzas públicas 2001 (MEFP 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 sesgos a la baja en las series de volumen que caracteriza a los números índice

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.

que promedian los componentes del volumen usando ponderaciones provenientes de un año de un período no demasiado lejano. El cuadro F indica los países que usan el método de encadenamiento ponderado.

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 (18 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 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

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.

³Véase 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* (Washington: Fondo Monetario Internacional, diciembre de 1993), págs. 106–23.

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. Los datos se basan en años calendario, con la excepción de unos pocos países cuyos datos se basan en el ejercicio fiscal. Véase una lista de los períodos de declaración para cada país en el cuadro F.

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 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

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.

evolución de sus economías, o Somalia, país que no se incluye 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 (36 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* también forman un subgrupo. 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 (153) 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 emergentes y en desarrollo de Asia, Economías emergentes y en desarrollo de Europa* (a veces mencionada como Europa central y oriental), y *Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP)*.

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 2008 y 2012.

Los criterios financieros se centran en las *economías acreedoras netas, economías deudoras netas, países pobres muy endeudados (PPME) y países en desarrollo de bajo ingreso*. 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 2012. 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 2008 y 2012, 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.

Los países en desarrollo de bajo ingreso son aquellos que fueron habilitados para acceder al Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (FFCLP) en el marco del examen de 2013 de las condiciones de habilitación para acceder al FFCLP y que tenían un nivel de ingreso nacional bruto per cápita inferior al umbral de ingreso para ser excluido de la lista de países habilitados correspondiente a los Estados no pequeños (es decir, el doble del umbral operativo de la AIF, o US\$2.390 en 2011, medido por el método Atlas del Banco Mundial), y Zimbabue.

⁵En 2008–12, 34 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 2008–12*.

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, 2013¹
(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	36	100,0	49,6	100,0	61,1	100,0	14,7
Estados Unidos		38,9	19,3	16,1	9,8	30,5	4,5
Zona del euro ²	17	26,4	13,1	41,5	25,3	31,8	4,7
Alemania		7,5	3,7	13,1	8,0	7,8	1,1
Francia		5,3	2,6	5,7	3,5	6,1	0,9
Italia		4,2	2,1	4,4	2,7	5,8	0,8
España		3,2	1,6	3,3	2,0	4,5	0,7
Japón		10,9	5,4	5,9	3,6	12,3	1,8
Reino Unido		5,5	2,7	5,6	3,4	6,2	0,9
Canadá		3,5	1,8	3,9	2,4	3,4	0,5
Otras economías avanzadas	15	14,7	7,3	27,1	16,6	15,7	2,3
<i>Partida informativa</i>							
Principales economías avanzadas	7	75,9	37,6	54,7	33,4	72,1	10,6
		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	153	100,0	50,4	100,0	38,9	100,0	85,3
Por regiones							
África subsahariana	45	5,1	2,6	5,2	2,0	14,6	12,5
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	43	2,7	1,3	2,9	1,1	10,9	9,3
América Latina y el Caribe	32	17,1	8,6	14,0	5,4	9,9	8,4
Brasil		5,5	2,8	3,1	1,2	3,3	2,8
México		4,2	2,1	4,4	1,7	2,0	1,7
Comunidad de Estados Independientes ³	12	8,3	4,2	10,0	3,9	4,8	4,0
Rusia		5,8	2,9	6,6	2,6	2,4	2,0
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	29	51,4	25,9	44,1	17,2	57,4	49,0
China		30,5	15,4	26,9	10,5	22,7	19,3
India		11,6	5,8	5,3	2,0	20,7	17,7
Excluidos China e India	27	9,3	4,7	11,9	4,6	14,0	11,9
Economías emergentes y en desarrollo de Europa y Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	13	6,6	3,3	8,6	3,4	3,0	2,5
Oriente Medio y Norte de África	20	11,4	5,7	18,1	7,1	10,4	8,9
Oriente Medio y Norte de África	20	10,0	5,0	17,7	6,9	6,8	5,8
Por criterios analíticos⁴							
Por fuentes de ingresos de exportación							
Combustibles	28	17,6	8,9	28,4	11,0	11,4	9,7
Otros productos	125	82,4	41,6	71,6	27,9	88,6	75,5
Productos primarios	28	3,6	1,8	3,5	1,4	7,1	6,1
Por fuentes de financiamiento externo							
Economías deudoras netas	123	49,9	25,1	41,4	16,1	63,7	54,3
Financiamiento oficial	27	4,0	2,0	3,0	1,2	9,7	8,3
Economías deudoras netas según el cumplimiento de la deuda							
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2008–12	34	6,4	3,2	4,1	1,6	10,3	8,8
Otras economías deudoras netas	89	43,4	21,9	37,4	14,5	53,3	45,5
Otros grupos							
Países pobres muy endeudados	38	2,5	1,2	1,9	0,7	11,0	9,4
Países en desarrollo de bajo ingreso	59	6,5	3,3	5,9	2,3	22,4	19,1

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.

²Los datos sobre Letonia no se incluyen en los agregados de la zona del euro, porque la base de datos aún no se ha convertido en euros.

³Georgia, 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.

⁴En los datos compuestos de la clasificación de países por posición externa neta 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 euro¹		
Alemania	Estonia	Luxemburgo
Austria	Finlandia	Malta
Bélgica	Francia	Países Bajos
Chipre	Grecia	Portugal
Eslovenia	Irlanda	República Eslovaca
España	Italia	
Principales economías avanzadas		
Alemania	Francia	Reino Unido
Canadá	Italia	
Estados Unidos	Japón	
Otras economías avanzadas		
Australia	Israel	San Marino
Corea	Letonia	Singapur
Dinamarca	Noruega	Suecia
Hong Kong, RAE de ²	Nueva Zelandia	Suiza
Islandia	República Checa	Taiwan, provincia china de

¹Los datos sobre Letonia no se incluyen en los agregados de la zona del euro, porque la base de datos aún no se ha convertido en euros.

²El 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	Países Bajos
Austria	Francia	Polonia
Bélgica	Grecia	Portugal
Bulgaria	Hungría	Reino Unido
Chipre	Irlanda	República Checa
Croacia	Italia	República Eslovaca
Dinamarca	Letonia	Rumania
Eslovenia	Lituania	Suecia
España	Luxemburgo	
Estonia	Malta	

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 del
	Gabón	Eritrea
	Guinea Ecuatorial	Guinea
	Nigeria	Guinea-Bissau
	Sudán del Sur	Malawi
		Malí
		Mozambique
		Níger
		República Centroafricana
		Sierra Leona
		Sudáfrica
		Zambia
		Zimbabwe
América Latina y el Caribe		
	Bolivia	Chile
	Ecuador	Guyana
	Trinidad y Tabago	Paraguay
	Venezuela	Suriname
		Uruguay
Comunidad de Estados Independientes		
	Azerbaiyán	Uzbekistán
	Kazajstán	
	Rusia	
	Turkmenistán	
Economías emergentes y en desarrollo de Asia		
	Brunei Darussalam	Islas Salomón
	Timor-Leste	Mongolia
		Papua Nueva Guinea
		Tuvalu
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán		
	Arabia Saudita	Afganistán
	Argelia	Mauritania
	Bahrein	Sudán
	Emiratos Árabes Unidos	
	Irán	
	Iraq	
	Kuwait	
	Libia	
	Omán	
	Qatar	
	Yemen	

Cuadro E. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados y países en desarrollo de bajo ingreso

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²	Países en desarrollo de bajo ingreso		Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²	Países en desarrollo de bajo ingreso
	Acreedor neto	Deudor neto ¹				Acreedor neto	Deudor neto ¹		
África subsahariana					Zambia		*	•	*
Angola	*				Zimbabwe		*		*
Benin		*	•	*	América Latina y el Caribe				
Botswana	*				Antigua y Barbuda		*		
Burkina Faso		•	•	*	Argentina		*		
Burundi		•	•	*	Bahamas, Las		*		
Camerún		*	•	*	Barbados		*		
Cabo Verde		*			Belice		*		
Chad		*	*	*	Bolivia	*		•	*
Comoras		•	•	*	Brasil		*		
Congo, República del		•	•	*	Chile		*		
Congo, República Democrática del		*	•	*	Colombia		*		
Côte d'Ivoire		*	•	*	Costa Rica		*		
Eritrea		•	*	*	Dominica		*		
Etiopía		•	•	*	Ecuador		•		
Gabón	*				El Salvador		*		
Gambia		*	•	*	Granada		*		
Ghana		*	•	*	Guatemala		*		
Guinea		*	•	*	Guyana		*	•	
Guinea-Bissau		•	•	*	Haití		•	•	*
Guinea Ecuatorial		*			Honduras		*	•	*
Kenya		*		*	Jamaica		*		
Lesotho		•		*	México		*		
Liberia		*	•	*	Nicaragua		•	•	*
Madagascar		*	•	*	Panamá		*		
Malawi		*	•	*	Paraguay		*		
Malí		*	•	*	Perú		*		
Mauricio		*			República Dominicana		*		
Mozambique		*	•	*	Saint Kitts y Nevis		*		
Namibia	*				San Vicente y las Granadinas		*		
Níger		*	•	*	Santa Lucía		*		
Nigeria	*			*	Suriname		•		
República Centroafricana		•	•	*	Trinidad y Tabago	*			
Rwanda		*	•	*	Uruguay		*		
Santo Tomé y Príncipe		•	•	*	Venezuela	*			
Senegal		*	•	*	Comunidad de Estados Independientes³				
Seychelles		*			Armenia		*		
Sierra Leona		*	•	*	Azerbaiyán	*			
Sudáfrica		*			Belarús		*		
Sudán del Sur ⁴		...		*	Georgia		*		
Swazilandia		*			Kazajstán	*			
Tanzanía		*	•	*	Moldova		*		*
Togo		•	•	*					
Uganda		*	•	*					

Cuadro E (conclusión)

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²	Países en desarrollo de bajo ingreso		Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²	Países en desarrollo de bajo ingreso
	Acreedor neto	Deudor neto ¹				Acreedor neto	Deudor neto ¹		
República Kirguisa		●		*	Bulgaria		*		
Rusia	*				Croacia		*		
Tayikistán		*		*	Hungría		●		
Turkmenistán	*				Kosovo		*		
Ucrania		*			Lituania		*		
Uzbekistán	*			*	Macedonia, ex República Yugoslava de		*		
Economías emergentes y en desarrollo de Asia					Montenegro		*		
Bangladesh		●		*	Polonia		*		
Bhután		●		*	Rumania		*		
Brunei Darussalam	*				Serbia		*		
Camboya		*		*	Turquía		*		
China	*				Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán				
Fiji		*			Arabia Saudita	*			
Filipinas	*				Afganistán	*		●	*
India		*			Argelia	*			
Indonesia		*			Bahrein	*			
Islas Marshall		●			Djibouti		*		*
Islas Salomón		*		*	Egipto		*		
Kiribati		*		*	Emiratos Árabes Unidos	*			
Malasia	*				Irán	*			
Maldivas		*			Iraq	*			
Micronesia		●			Jordania		*		
Mongolia		*		*	Kuwait	*			
Myanmar		*		*	Líbano		*		
Nepal		*		*	Libia	*			
Palau		*			Marruecos		*		
Papua Nueva Guinea		*		*	Mauritania		*	●	*
República Democrática Popular Lao		*		*	Omán	*			
Samoa		*			Pakistán		●		
Sri Lanka		●			Qatar	*			
Tailandia		*			Siria		●		
Timor-Leste	*				Sudán		●	*	*
Tonga		●			Túnez		*		
Tuvalu		●			Yemen		*		*
Economías emergentes y en desarrollo de Europa									
Albania		*							
Bosnia y Herzegovina		*							

¹Un punto grueso en lugar de una estrella indica que la principal fuente de financiamiento externo del deudor neto es el financiamiento oficial.

²Un punto grueso en lugar de una estrella indica que el país ha alcanzado el punto de culminación.

³Georgia, 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.

⁴En los datos compuestos de la clasificación de países por posición externa neta no se incluye a Sudán del Sur debido a la falta de una base de datos completa.

Cuadro F. Documentación sobre los datos fundamentales

País	Moneda	Cuentas nacionales				
		Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Año base ²	Período de declaración de datos ³	Uso de la metodología de ponderación en cadena ⁴
Afganistán	Afgani	ONE	2011/12	2002/03		
Albania	Lek albanés	FMI	2012	1996		Desde 1996
Alemania	Euro	ONE	2013	2005		Desde 1991
Angola	Kwanza angoleño	ONE	2011	2002		
Antigua y Barbuda	Dólar del Caribe Oriental	BC	2013	2006 ⁵		
Arabia Saudita	Riyal saudita	ONE	2013			
Argelia	Dinar argelino	ONE	2011	2001		Desde 2005
Argentina	Peso argentino	MEP	2012	1993		
Armenia	Dram armenio	ONE	2012	2005		
Australia	Dólar australiano	ONE	2013	2011/12		Desde 1980
Austria	Euro	ONE	2013	2005		Desde 1988
Azerbaiyán	Manat de Azerbaiyán	ONE	2013	2003		Desde 1994
Bahamas, Las	Dólar de Bahamas	ONE	2012	2006		
Bahrein	Dinar de Bahrein	MF	2012	2010		
Bangladesh	Taka de Bangladesh	ONE	2012	2005		
Barbados	Dólar de Barbados	ONE y BC	2012	1974 ⁵		
Belarús	Rublo belarruso	ONE	2012	2009		Desde 2005
Bélgica	Euro	BC	2013	2011		Desde 1995
Belize	Dólar de Belice	ONE	2012	2000		
Benín	Franco CFA	ONE	2011	2000		
Bhután	Ngultrum de Bhután	ONE	2006/07	2000 ⁵	julio/junio	
Bolivia	Boliviano	ONE	2012	1990		
Bosnia y Herzegovina	Marco convertible	ONE	2012	2010		Desde 2000
Botswana	Pula de Botswana	ONE	2010	2006		
Brasil	Real brasileño	ONE	2013	1995		
Brunei Darussalam	Dólar de Brunei	ONE	2012	2000		
Bulgaria	Lev búlgaro	ONE	2013	2005		Desde 2005
Burkina Faso	Franco CFA	ONE y MEP	2011	1999		
Burundi	Franco de Burundi	ONE	2010	2005		
Cabo Verde	Escudo de Cabo Verde	ONE	2011	2007		Desde 2011
Camboya	Riel de Camboya	ONE	2012	2000		
Camerún	Franco CFA	ONE	2010	2000		
Canadá	Dólar canadiense	ONE	2013	2007		Desde 1980
Chad	Franco CFA	BC	2010	2005		
Chile	Peso chileno	BC	2013	2008		Desde 2003
China	Yuan chino	ONE	2012	1990 ⁵		
Chipre	Euro	Eurostat	2012	2005		Desde 1995
Colombia	Peso colombiano	ONE	2012	2005		Desde 2000
Comoras	Franco comorano	ONE	2012	2000		
Corea	Won coreano	BC	2012	2005		Desde 1980
Costa Rica	Colón costarricense	BC	2012	1991		
Côte d'Ivoire	Franco CFA	MEP	2011	2000		
Croacia	Kuna croata	ONE	2012	2005		
Dinamarca	Corona danesa	ONE	2013	2005		Desde 1980
Djibouti	Franco de Djibouti	ONE	1999	1990		

País	Finanzas públicas			Precios (IPC)		Balanza de pagos	
	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Período de declaración de datos ³	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos
Afganistán	MF	2012/13	Año solar ⁶	ONE	2013	ONE	2012
Albania	FMI	2012		ONE	2013	BC	2012
Alemania	ONE y Eurostat	2013		ONE	2013	BC	2013
Angola	MF	2012		BC	2013	BC	2012
Antigua y Barbuda	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Arabia Saudita							
Argelia	BC	2012		ONE	2012	BC	2012
Argentina	MEP	2012		ONE	2012	MEP	2012
Armenia	MF	2012		ONE	2013	BC	2012
Australia	MF	2012/13		ONE	2013	ONE	2013
Austria	ONE	2013		ONE	2013	ONE	2013
Azerbaiyán	MF	2012		ONE	2013	BC	2012
Bahamas, Las	MF	2012/13	julio/junio	ONE	2012	BC	2012
Bahrein	MF	2012		ONE	2012	BC	2012
Bangladesh	MF	2011/12	julio/junio	ONE	2013	BC	2011
Barbados	MF	2012/13	abril/marzo	BC	2012	BC	2012
Belarús	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Bélgica	BC	2012		BC	2013	BC	2012
Belize	MF	2012/13	abril/marzo	ONE	2012	BC	2012
Benín	MF	2011		ONE	2011	BC	2010
Bhután	MF	2010/11	julio/junio	BC	2008	BC	2007/08
Bolivia	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Bosnia y Herzegovina	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Botswana	MF	2008/09	abril/marzo	ONE	2010	BC	2009
Brasil	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Brunei Darussalam	MF	2013		ONE	2013	MEP	2011
Bulgaria	MF	2012		ONE	2013	BC	2013
Burkina Faso	MF	2013		ONE	2013	BC	2011
Burundi	MF	2012		ONE	2012	BC	2011
Cabo Verde	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Camboya	MF	2012		ONE	2013	BC	2012
Camerún	MF	2012		ONE	2012	MF	2010
Canadá	ONE y OECD	2013		ONE	2013	ONE	2013
Chad	MF	2012		ONE	2013	BC	2010
Chile	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
China	MF	2013		ONE	2013	Oficina Estatal de Cambio	2012
Chipre	Eurostat	2013		Eurostat	2013	Eurostat	2012
Colombia	MF	2012		ONE	2012	BC y ONE	2012
Comoras	MF	2012		ONE	2012	BC y FMI	2012
Corea	MF	2012		BC	2013	BC	2013
Costa Rica	MF y BC	2012		BC	2013	BC	2012
Côte d'Ivoire	MF	2011		MF	2011	BC	2009
Croacia	MF	2013		ONE	2012	BC	2013
Dinamarca	ONE	2013		ONE	2013	ONE	2013
Djibouti	MF	2012		ONE	2012	BC	2012

Cuadro F. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)

País	Moneda	Cuentas nacionales				
		Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Año base ²	Período de declaración de datos ³	Uso de la metodología de ponderación en cadena ⁴
Dominica	Dólar del Caribe Oriental	ONE	2013	2006		
Ecuador	Dólar de EE.UU.	BC	2012	2007		
Egipto	Libra egipcia	Otro	2012/13	2001/02	julio/junio	
El Salvador	Dólar de EE.UU.	BC	2012	1990		
Emiratos Árabes Unidos	Dirham de los E.A.U.	ONE	2012	2007		
Eritrea	Nafka de Eritrea	FMI	2006	2000		
Eslovenia	Euro	ONE	2013	2000		Desde 2000
España	Euro	ONE	2013	2008		Desde 1995
Estados Unidos	Dólar de EE.UU.	ONE	2013	2009		Desde 1980
Estonia	Euro	ONE	2013	2005		Desde 1995
Etiopía	Birr etíope	ONE	2012/13	2010/11	julio/junio	
Fiji	Dólar de Fiji	ONE	2012	2008 ⁵		
Filipinas	Peso filipino	ONE	2013	2000		
Finlandia	Euro	ONE	2013	2000		Desde 1980
Francia	Euro	ONE	2013	2005		Desde 1980
Gabón	Franco CFA	MF	2010	2001		
Gambia	Dalasi gambiano	ONE	2012	2004		
Georgia	Lari georgiano	ONE	2012	2000		Desde 1996
Ghana	Cedi ghanés	ONE	2011	2006		
Granada	Dólar del Caribe Oriental	ONE	2013	2006		
Grecia	Euro	ONE	2013	2005		Desde 2000
Guatemala	Quetzal guatemalteco	BC	2012	2001		Desde 2001
Guinea Ecuatorial	Franco CFA	MEP y BC	2006	2006		
Guinea	Franco guineo	ONE	2009	2003		
Guinea-Bissau	Franco CFA	ONE	2011	2005		
Guyana	Dólar de Guyana	ONE	2012	2006 ⁵		
Haití	Gourde haitiano	ONE	2012/13	1986/87	oct./sep.	
Honduras	Lempira hondureño	BC	2012	2000		
Hong Kong, RAE de	Dólar de Hong Kong	ONE	2013	2011		Desde 1980
Hungría	Forint húngaro	ONE	2012	2005		Desde 2005
India	Rupia india	ONE	2012/13	2004/05	abril/marzo	
Indonesia	Rupia indonesia	ONE	2013	2000		
Irán	Rial iraní	BC	2011/12	1997/98	abril/marzo	
Iraq	Dinar iraquí	ONE	2013	1988		
Irlanda	Euro	ONE	2012	2011		Desde 2011
Islandia	Corona islandesa	ONE	2013	2000		Desde 1990
Islas Marshall	Dólar de EE.UU.	ONE	2011/12	2003/04	oct./sep.	
Islas Salomón	Dólar de las Islas Salomón	BC	2011	2004		
Israel	Shequel israelí	ONE	2012	2010		Desde 1995
Italia	Euro	ONE	2012	2005		Desde 1980
Jamaica	Dólar de Jamaica	ONE	2012	2007		
Japón	Yen japonés	ONE y Nomura	2013	2005		Desde 1980
Jordania	Dinar jordano	ONE	2013	1994		
Kazajstán	Tenge kasako	ONE	2012	2007		Desde 1994

País	Finanzas públicas			Precios (IPC)		Balanza de pagos	
	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Período de declaración de datos ³	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos
Dominica	MF	2012/13	julio/junio	ONE	2013	BC	2013
Ecuador	BC y MF	2012		ONE y BC	2012	BC	2012
Egipto	MF	2012/13	julio/junio	ONE	2012/13	BC	2012/13
El Salvador	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Emiratos Árabes Unidos	MF	2012		ONE	2012	BC	2012
Eritrea	MF	2008		ONE	2009	BC	2008
Eslovenia	MF	2013		ONE	2013	ONE	2013
España	MF y Eurostat	2012		ONE	2013	BC	2013
Estados Unidos	BEA	2013		ONE	2013	ONE	2013
Estonia	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Etiopía	MF	2012/13	julio/junio	ONE	2012	BC	2012/13
Fiji	MF	2011		ONE	2013	BC	2012
Filipinas	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Finlandia	MF	2012		ONE y Eurostat	2013	BC	2012
Francia	ONE	2012		ONE	2013	BC	2013
Gabón	FMI	2013		MF	2013	BC	2006
Gambia	MF	2013		ONE	2013	BC y FMI	2012
Georgia	MF	2013		ONE	2013	ONE y BC	2012
Ghana	MF	2011		ONE	2011	BC	2011
Granada	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Grecia	MF	2012		ONE	2013	BC	2013
Guatemala	MF	2012		ONE	2013	BC	2012
Guinea Ecuatorial	MF	2012		MEP	2012	BC	2006
Guinea	MF	2012		ONE	2013	BC y MEP	Estimaciones del FMI
Guinea-Bissau	MF	2011		ONE	2011	BC	2011
Guyana	MF	2012		ONE	2012	BC	2012
Haití	MF	2012/13	oct./sep.	ONE	2013	BC	2013
Honduras	MF	2012		BC	2013	BC	2012
Hong Kong, RAE de	ONE	2012/13	abril/marzo	ONE	2013	ONE	2011
Hungría	MEP y Eurostat	2012		ONE	2013	BC	2012
India	MF	2012/13	abril/marzo	ONE	2012/13	BC	2012/13
Indonesia	MF	2013		CEIC	2013	CEIC	2013
Irán	MF	2011/12	abril/marzo	BC	2013	BC	2012
Iraq	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Irlanda	MF	2012		ONE	2012	ONE	2012
Islandia	ONE	2013		ONE	2013	BC	2013
Islas Marshall	MF	2011/12	oct./sep.	ONE	2013	ONE	2012
Islas Salomón	MF	2012		ONE	2012	BC	2012
Israel	MF	2012		Haver Analytics	2013	Haver Analytics	2012
Italia	ONE	2012		ONE	2012	ONE	2012
Jamaica	MF	2012/13	abril/marzo	ONE	2013	BC	2012
Japón	Oficina del Gabinete de Japón	2012		ONE y Nomura	2013	ONE y Nomura	2013
Jordania	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Kazajstán	FMI	2012		BC	2012	BC	2012

Cuadro F. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)

País	Moneda	Cuentas nacionales				
		Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Año base ²	Período de declaración de datos ³	Uso de la metodología de ponderación en cadena ⁴
Kenya	Chelín keniano	ONE	2013	2000		
Kiribati	Dólar australiano	ONE	2009	2006		
Kosovo	Euro	ONE	2012	2012		
Kuwait	Kuwaiti dinar	MEP y ONE	2012	2000		
Lesotho	Loti de Lesotho	ONE	2012	2004		
Letonia	Lats letón	ONE	2013	2010		Desde 1995
Líbano	Libra libanesa	ONE	2011	2000		Desde 2010
Liberia	Dólar de EE.UU.	BC	2011	1992		
Libia	Dinar libio	MEP	2009	2003		
Lituania	Litas lituano	ONE	2013	2005		Desde 2005
Luxemburgo	Euro	ONE	2012	2005		Desde 1995
Macedonia, ex República Yugoslava de	Denar macedonio	ONE	2013	2005		
Madagascar	Ariari de Madagascar	ONE	2012	2000		
Malasia	Ringgit malasio	ONE	2013	2005		
Malawi	Kwacha malawiano	ONE	2009	2007		
Maldivas	Rufiya maldiva	MEP	2012	2003		
Malí	Franco CFA	MF	2011	1987		
Malta	Euro	Eurostat	2012	2005		Desde 2000
Marruecos	Dirham marroquí	ONE	2013	1998		Desde 1998
Mauricio	Rupia mauriciana	ONE	2013	2000		Desde 1999
Mauritania	Ouguiya mauritano	ONE	2009	1998		
México	Peso mexicano	ONE	2013	2008		
Micronesia	Dólar de EE.UU.	ONE	2012	2004	oct./sep.	
Moldova	Leu moldavo	ONE	2013	1995		
Mongolia	Togrog mongol	ONE	2012	2005		
Montenegro	Euro	ONE	2011	2006		
Mozambique	Metical de Mozambique	ONE	2012	2000		
Myanmar	Kyat de Myanmar	MEP	2010/11	2010/11	abril/marzo	
Namibia	Dólar de Namibia	ONE	2009	2000		
Nepal	Rupia nepalesa	ONE	2011/12	2000/01	ago./jul.	
Nicaragua	Córdoba nicaragüense	FMI	2012	2006		Desde 1994
Níger	Franco CFA	ONE	2010	2000		
Nigeria	Naira nigeriana	ONE	2012	2000		
Noruega	Corona noruega	ONE	2013	2011		Desde 1980
Nueva Zelandia	Dólar de Nueva Zelandia	ONE	2011/12	1995/96		Desde 1987
Omán	Rial omani	ONE	2012	2000		
Países Bajos	Euro	ONE	2013	2005		Desde 1980
Pakistán	Rupia pakistaní	MF	2012/13	2005/06	julio/junio	
Palau	Dólar de EE.UU.	MF	2012	2005	oct./sep.	
Panamá	Dólar de EE.UU.	ONE	2012	1996		
Papua Nueva Guinea	Kina de Papua Nueva Guinea	ONE y MF	2012	1998		
Paraguay	Guaraní paraguayo	BC	2012	1994		
Perú	Nuevo sol peruano	BC	2013	1994		
Polonia	Zloty polaco	ONE	2013	2005		Desde 1995
Portugal	Euro	ONE	2012	2006		Desde 1980

País	Finanzas públicas			Precios (IPC)		Balanza de pagos	
	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Período de declaración de datos ³	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos
Kenya	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Kiribati	MF	2010		ONE	2010	ONE	2009
Kosovo	MF	2012		ONE	2012	BC	2011
Kuwait	MF	2012		MEP y ONE	2012	BC	2012
Lesotho	MF	2012/13	abril/marzo	ONE	2013	BC	2012
Letonia	MF	2013		Eurostat	2013	BC	2013
Líbano	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Liberia	MF	2012		BC	2013	BC	2012
Libia	MF	2011		ONE	2009	BC	2010
Lituania	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Luxemburgo	MF	2012		ONE	2013	ONE	2012
Macedonia, ex República Yugoslava de	MF	2012		ONE	2013	BC	2013
Madagascar	MF	2012		ONE	2012	BC	2011
Malasia	MF	2012		ONE	2013	ONE	2013
Malawi	MF	2012/13	julio/junio	ONE	2013	ONE	2012
Maldivas	MF and Treasury	2011		BC	2010	BC	2009
Malí	MF	2012		MF	2012	BC	2011
Malta	Eurostat	2012		Eurostat	2012	ONE	2012
Marruecos	MEP	2013		ONE	2013	Oficina de Cambio	2013
Mauricio	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Mauritania	MF	2012		ONE	2012	BC	2009
México	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Micronesia	MF	2011/12	oct./sep.	ONE	2012	ONE	2012
Moldova	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Mongolia	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Montenegro	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Mozambique	MF	2012		ONE	2012	BC	2011
Myanmar	MF	2011/12	abril/marzo	ONE	2012	FMI	2012
Namibia	MF	2008/09	abril/marzo	ONE	2009	BC	2009
Nepal	MF	2011/12	ago./jul.	BC	2011/12	BC	2010/11
Nicaragua	MF	2012		BC	2012	FMI	2012
Níger	MF	2011		ONE	2011	BC	2010
Nigeria	MF	2012		ONE	2013	BC	2012
Noruega	ONE y MF	2012		ONE	2013	ONE	2012
Nueva Zelanda	MF	2012/13		ONE	2013	ONE	2012
Omán	MF	2011		ONE	2012	BC	2011
Países Bajos	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Pakistán	MF	2012/13	julio/junio	MF	2012/13	BC	2012/13
Palau	MF	2012	oct./sep.	MF	2011/12	MF	2012
Panamá	MEP	2012		ONE	2012	ONE	2012
Papua Nueva Guinea	MF	2012		ONE	2012	BC	2012
Paraguay	MF	2012		BC	2012	BC	2012
Perú	MF	2012		BC	2013	BC	2013
Polonia	Eurostat	2013		ONE	2013	BC	2013
Portugal	ONE	2012		ONE	2012	BC	2012

Cuadro F. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)

País	Moneda	Cuentas nacionales				Uso de la metodología de ponderación en cadena ⁴
		Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Año base ²	Período de declaración de datos ³	
Provincia china de Taiwan	Nuevo dólar taiwanés	ONE	2013	2006		
Qatar	Riyal qatari	ONE y MEP	2012	2004		
Reino Unido	Libra esterlina	ONE	2013	2010		Desde 1980
Rep. Dem. Pop. Lao	Kip lao	ONE	2011	2002		
República Centroafricana	Franco CFA	ONE	2012	2005		
República Checa	Corona checa	ONE	2013	2005		Desde 1995
República del Congo	Franco CFA	ONE	2009	1990		
República Democrática del Congo	Franco congoleño	ONE	2006	2005		
República Dominicana	Peso dominicano	BC	2013	1991		
República Eslovaca	Euro	Haver Analytics	2013	2005		Desde 1993
República Kirguisa	Som kirguís	ONE	2013	1995		
Rumania	Leu rumano	ONE y Eurostat	2013	2005		Desde 2000
Rusia	Rublo ruso	ONE	2013	2008		Desde 1995
Rwanda	Franco de Rwanda	MF	2012	2006		
Samoa	Tala de Samoa	ONE	2012/13	2002	julio/junio	
Saint Kitts y Nevis	Dólar del Caribe Oriental	ONE	2013	2006 ⁵		
San Marino	Euro	ONE	2011	2007		
San Vicente y las Granadinas	Dólar del Caribe Oriental	ONE	2013	2006 ⁵		
Santa Lucía	Dólar del Caribe Oriental	ONE	2013	2006		
Santo Tomé y Príncipe	Dobra de Santo Tomé y Príncipe	ONE	2010	2000		
Senegal	Franco CFA	ONE	2011	2000		
Serbia	Dinar serbio	ONE	2012	2010		Desde 2010
Seychelles	Rupia de Seychelles	ONE	2011	2006		
Sierra Leona	Leone de Sierra Leona	ONE	2012	2006		Desde 2010
Singapur	Dólar de Singapur	ONE	2013	2005		Desde 2005
Siria	Libra siria	ONE	2010	2000		
Sri Lanka	Rupia de Sri Lanka	BC	2012	2002		
Sudáfrica	Rand sudafricano	BC	2012	2005		
Sudán	Libra sudanesa	ONE	2010	2008		
Sudán del Sur	Libra de Sudán del Sur	ONE	2011	2010		
Suecia	Corona sueca	ONE	2012	2012		Desde 1993
Suiza	Franco suizo	ONE	2013	2005		Desde 1980
Suriname	Dólar surinamés	ONE	2011	2007		
Swazilandia	Lilangeni de Swazilandia	ONE	2009	2000		
Tailandia	Baht tailandés	ONE	2013	1988		
Tanzanía	Chalín tanzaniano	ONE	2012	2001		
Tayikistán	Somoni de Tayikistán	ONE	2012	1995		
Timor-Leste	Dólar de EE.UU.	MF	2011	2010 ⁵		
Togo	Franco CFA	ONE	2012	2000		
Tonga	Pa'anga de Tonga	BC	2012	2010/11	julio/junio	
Trinidad y Tabago	Dólar de Trinidad y Tabago	ONE	2011	2000		
Túnez	Dinar tunecino	ONE	2012	2005		Desde 2009
Turkmenistán	Nuevo manat turcomano	ONE y FMI	2012	2005		Desde 2000

País	Finanzas públicas			Precios (IPC)		Balanza de pagos	
	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Período de declaración de datos ³	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos
Provincia china de Taiwan	MF	2012		ONE	2013	BC	2013
Qatar	MF	2012/13	abril/marzo	ONE	2013	BC y FMI	2012
Reino Unido	ONE	2012		ONE	2013	ONE	2013
Rep. Dem. Pop. Lao	MF	2012/13	oct./sep.	ONE	2013	BC	2011
República Centroatricana	MF	2012		ONE	2012	BC	2012
República Checa	MF	2013		ONE	2013	ONE	2013
República del Congo	MF	2012		ONE	2013	BC	2008
República Democrática del Congo	MF	2013		BC	2013	BC	2013
República Dominicana	MF	2013		BC	2013	BC	2013
República Eslovaca	Haver Analytics	2013		Haver Analytics	2013	IFS	2013
República Kirguisa	MF	2013		ONE	2013	MF	2012
Rumania	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Rusia	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Rwanda	MF	2012		MF	2012	BC	2012
Samoa	MF	2010/11	julio/junio	ONE	2013	BC	2011/12
Saint Kitts y Nevis	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
San Marino	MF	2012		ONE	2012	...	...
San Vicente y las Granadinas	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Santa Lucía	MF	2012/13	abril/marzo	ONE	2013	BC	2013
Santo Tomé y Príncipe	MF y Aduana	2012		ONE	2013	BC	2012
Senegal	MF	2011		ONE	2011	BC y FMI	2011
Serbia	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Seychelles	MF	2012		ONE	2012	BC	2012
Sierra Leona	MF	2012		ONE	2012	BC	2012
Singapur	MF	2011/12	abril/marzo	ONE	2013	ONE	2013
Siria	MF	2009		ONE	2011	BC	2009
Sri Lanka	MF	2011		ONE	2012	BC	2011
Sudáfrica	MF	2012/13		ONE	2013	BC	2012
Sudán	MF	2011		ONE	2010	BC	2011
Sudán del Sur	MF	2012		ONE	2013	Otro	2011
Suecia	MF	2012		ONE	2013	ONE	2012
Suiza	MF	2011		ONE	2013	BC	2012
Suriname	MF	2012		ONE	2013	BC	2012
Swazilandia	MF	2011/12	abril/marzo	ONE	2012	BC	2010
Tailandia	MF	2012/13	oct./sep.	ONE	2013	BC	2013
Tanzanía	MF	2012/13	julio/junio	ONE	2013	BC	2011
Tayikistán	MF	2012		ONE	2012	BC	2011
Timor-Leste	MF	2012		ONE	2012	BC	2012
Togo	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Tonga	BC y MF	2012	julio/junio	BC	2012	BC y ONE	2012
Trinidad y Tabago	MF	2012/13	oct./sep.	ONE	2013	BC y ONE	2011
Túnez	MF	2012		ONE	2012	BC	2012
Turkmenistán	MF	2012		ONE	2012	ONE y FMI	2012

Cuadro F. Documentación sobre los datos fundamentales (conclusión)

País	Moneda	Cuentas nacionales			
		Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Año base ²	Período de declaración de datos ³	Uso de la metodología de ponderación en cadena^{4}
Turquía	Lira turca	ONE	2012	1998	
Tuvalu	Dólar australiano	Expertos CATFP	2012	2005	
Ucrania	Grivna ucraniana	Comité Estatal de Estadística	2013	2007	Desde 2005
Uganda	Chelín ugandés	ONE	2013	2002	
Uruguay	Peso uruguayo	BC	2012	2005	
Uzbekistán	Sum uzbeko	ONE	2012	1995	
Vanuatu	Vatu de Vanuatu	ONE	2012	2006	
Venezuela	Bolívar fuerte venezolano	BC	2010	1997	
Viet Nam	Dong vietnamita	ONE	2013	2010	
Yemen	Rial yemení	FMI	2008	1990	
Zambia	Kwacha zambiano	ONE	2013	2000	
Zimbabwe	Dólar de EE.UU	ONE	2012	2009	

Fuente: Personal técnico del FMI.

¹BC = Banco Central; CATFP = Centro de Asistencia Técnica Financiera del Pacífico; MC = Ministerio de Comercio; MEP = Ministerio de Economía y o Planificación; MF = Ministerio de Finanzas y ONE = Oficina nacional de estadística.

²El año base de las cuentas nacionales es el período con el que se comparan los otros períodos y para el cual los precios aparecen en el denominador de las relaciones de precios utilizadas para calcular el índice.

³El período de declaración de datos es el año calendario salvo que se indique un ejercicio fiscal.

⁴El uso de la metodología de ponderación en cadena permite a los países medir el crecimiento del PIB con más exactitud al reducir o eliminar el sesgo a la baja en las series de volumen construidas sobre números índice que promedian los componentes del volumen utilizando ponderaciones tomadas de un año anterior moderadamente distante.

⁵El PIB nominal no se mide de la misma forma que el PIB real.

⁶Los datos previos a 2012 se basan en el período que va del 21 de marzo al 20 de marzo; posteriormente, del 21 de diciembre al 20 de diciembre.

País	Finanzas públicas			Precios (IPC)		Balanza de pagos	
	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Período de declaración de datos ³	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos	Fuente de datos históricos ¹	Últimos datos efectivos
Turquía	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Tuvalu	FMI	2012		ONE	2012	PFTAC advisors	2012
Ucrania	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Uganda	MF	2013		BC	2013/14	BC	2013
Uruguay	MF	2012		ONE	2013	BC	2012
Uzbekistán	MF	2012		ONE	2012	MEP	2012
Vanuatu	MF	2012		ONE	2012	BC	2012
Venezuela	MF	2010		BC	2010	BC	2012
Viet Nam	MF	2013		ONE	2013	BC	2012
Yemen	MF	2009		ONE y BC	2009	FMI	2009
Zambia	MF	2013		ONE	2013	BC	2013
Zimbabwe	MF	2012		ONE	2013	BC y MF	2012

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. Las estimaciones para 2012 se basan en los datos reales sobre los resultados presupuestarios y las estimaciones del personal técnico del FMI. Para los años siguientes, se proyecta que el saldo fiscal se mantendrá aproximadamente en el nivel actual.

Alemania. Las estimaciones para 2013 son preliminares y fueron elaboradas por la Oficina Federal

de Estadísticas de Alemania. Las proyecciones del personal técnico del FMI para 2014 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. 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 *Perspectivas de la economía mundial*. Por el lado del gasto, las estimaciones de los gastos salariales incluyen 13 meses de salario cada tres años según el calendario lunar. Las estimaciones del gasto de capital a mediano plazo se ajustan a las prioridades establecidas en los Planes Nacionales de Desarrollo de las autoridades.

Australia. Las proyecciones fiscales se basan en las perspectivas económicas y fiscales de mitad de ejercicio (2013–14) elaboradas por la Oficina Australiana de Estadística y en las proyecciones del personal técnico del FMI.

Austria. Las proyecciones tienen en cuenta el marco fiscal a mediano plazo de las autoridades, así como otras necesidades y otros riesgos relacionados con la implementación. Para 2014, se supone que con la creación de una estructura de remoción para el grupo Hypo Alpe Adria aumente la relación deuda del gobierno general/PIB en 5½ puntos porcentuales y el déficit en 1,2 puntos porcentuales.

Bélgica. Las proyecciones para 2014 y los años siguientes están basadas en el supuesto de que no habrá un cambio de política.

Brasil. Para 2013 las estimaciones sobre los resultados preliminares se basan en la información disponible en enero de 2014. Las proyecciones para 2014 tienen en cuenta los últimos ajustes al presupuesto original, de acuerdo al Decreto Presidencial de febrero de 2014. Para los años siguientes, el personal técnico del FMI

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.

Recuadro A1 (continuación)

supone que se cumplirá con la meta de superávit primario anunciado.

Canadá. Las proyecciones se basan en los pronósticos de base del Plan de Acción Económica 2014 (presupuesto del ejercicio 2014/15) y los presupuestos provinciales de 2014. 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 incluidos en el Sistema Canadiense de Cuentas Económicas Nacionales dados a conocer por la Oficina de Estadística de Canadá, incluidos los resultados presupuestarios federales, de las provincias y de los territorios hasta el final del segundo trimestre de 2013.

Chile. Las proyecciones se basan en las proyecciones presupuestarias de las autoridades, y se ajustaron para reflejar las proyecciones del PIB y de los precios del cobre elaboradas por el personal técnico del FMI.

China. Es probable que el ritmo de la consolidación fiscal sea más gradual, lo que refleja las reformas orientadas a reforzar las redes de protección social y el sistema de seguridad social anunciadas en el marco del plan de reforma presentado en la Tercera Sesión Plenaria.

Corea. Las proyecciones a mediano plazo incorporan la trayectoria de consolidación a mediano plazo anunciada por el gobierno.

Dinamarca. Las proyecciones para 2013–15 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 2016–19, las proyecciones llevan incorporados elementos críticos del plan fiscal a mediano plazo, que forma parte del programa de convergencia de 2013 presentado a la Unión Europea (UE).

España. Para 2013 y años siguientes, las proyecciones fiscales se basan en las medidas especificadas en la actualización del Programa de Estabilidad de 2013–16, las recomendaciones de política fiscal revisadas del Consejo Europeo de junio de 2013; el proyecto de presupuesto para 2014 presentado en octubre de 2013, y el presupuesto para 2014 aprobado en diciembre de 2013.

Estados Unidos. Las proyecciones fiscales se basan en el escenario base de la Oficina de Presupuesto del Congreso de febrero de 2014, y tienen en cuenta los supuestos macroeconómicos y de política del personal técnico del FMI. Este escenario base incluye las disposiciones clave de la Ley Bipartidaria de Presupuesto

(“Bipartisan Budget Act”) de 2013, que comprende un alivio parcial de los recortes automáticos del gasto (“secuestro”) en los ejercicios 2014 y 2015. El alivio se compensa plenamente mediante ahorros en otras partidas del presupuesto. En los ejercicios 2016 a 2021 inclusive, el personal técnico del FMI supone que estos recortes seguirán sustituyéndose en parte, en porciones similares al caso de los ejercicios 2015 y 2014, por medidas concentradas en un período posterior que generarán ahorros en programas obligatorios e ingresos adicionales. A mediano plazo, el personal del FMI supone que el Congreso seguirá efectuando ajustes regulares en los pagos de Medicare (“DocFix”), y que prolongará ciertos programas tradicionales (como el crédito tributario para actividades de investigación y desarrollo). 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. Los datos históricos comienzan a partir de 2001 para la mayoría de las series porque tal vez no se disponga de datos compilados de acuerdo con la edición de 2001 del *Manual de estadísticas de las finanzas públicas (MEFP 2001)* para años anteriores.

Francia. Las proyecciones para 2014 reflejan la ley presupuestaria. Para 2015–17, se basan en el presupuesto plurianual (2013–17), el plan de estabilidad de abril de 2013 de las autoridades y la proyección a mediano plazo adjunta al presupuesto para 2014, y se ajustaron para tener en cuenta diferencias en torno a los supuestos aplicados a las variables macroeconómicas y financieras y las proyecciones de ingreso. Los datos fiscales para 2011 se modificaron tras la revisión de las cuentas nacionales y fiscales realizada por el Instituto de Estadística el 15 de mayo de 2013. Los datos fiscales para 2012 reflejan los resultados preliminares publicados por el Instituto de Estadística en mayo de 2013. Las proyecciones para 2013 reflejan las deliberaciones mantenidas con las autoridades sobre la evolución mensual del gasto y el ingreso.

Grecia. Las proyecciones fiscales para 2013 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

Recuadro A1 (continuación)

legislativas recientes, así como de los planes de política fiscal anunciados en el presupuesto de 2014.

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. Las proyecciones fiscales del FMI para 2013–18 se basan en un aumento gradual de los precios administrativos del combustible, la introducción a principios de 2014 de nuevas protecciones sociales y reformas moderadas de la política tributaria y la administración.

Irlanda. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2014 y 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 la política fiscal anunciada por el gobierno en el proyecto de presupuesto para 2014, y se ajustan para tener en cuenta las distintas perspectivas de crecimiento y el impacto estimado de las medidas. Las estimaciones del saldo ajustado en función del ciclo incluyen el gasto destinado a cubrir los atrasos de capital en 2013, que se excluye del saldo estructural. A partir de 2014, el personal técnico del FMI proyecta un saldo estructural constante conforme a la regla fiscal de Italia, que implica pequeñas medidas correctivas en algunos años, que aún no se han identificado. Las propuestas del nuevo gobierno en materia fiscal se anunciaron posteriormente a la finalización del informe WEO, por lo tanto no están incluidas en las cifras.

Japón. Las proyecciones incluyen las medidas fiscales ya anunciadas por el gobierno, incluidos los aumentos del impuesto al consumo, el gasto en reconstrucción relacionado con el terremoto y las medidas de estímulo.

México. Las proyecciones fiscales para 2014 coinciden en términos generales con el presupuesto apro-

bado; las proyecciones de 2014 en adelante suponen el cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Nueva Zelandia. Las proyecciones fiscales se basan en la actualización fiscal y económica de las autoridades de mitad de año de 2013 y en estimaciones del personal técnico del FMI.

Países Bajos. Las proyecciones para el período 2012–18 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 para 2013–14 reflejan los compromisos asumidos por las autoridades en el marco del programa respaldado por la UE y el FMI, y de ahí en adelante se basan en estimaciones 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. El saldo del ejercicio fiscal 2015/16 se ajusta para incluir HK\$50.000 millones por concepto del gasto en la reforma de la salud.

Reino Unido. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2014 del Tesoro del Reino Unido, publicado en marzo de 2014. Las proyecciones de las autoridades se ajustan para tener en cuenta las diferencias con respecto a los pronósticos del personal técnico del FMI sobre las variables macroeconómicas (como el crecimiento del PIB). Además, 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. El consumo e inversión reales del gobierno forman parte de la trayectoria del PIB real, que, según el personal técnico del FMI, pueden o no ser los mismos que los proyectados por la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria. Las transferencias de ingresos derivados del programa de compra de activos (Asset Purchases Facility) establecido por el Banco de Inglaterra afectan a los pagos de intereses netos. El momento en que se efectúan estos pagos puede crear diferencias entre los saldos primarios del ejercicio fiscal publicados por las autoridades y los saldos del año calendario publicados en *Perspectivas de la economía mundial*.

Rusia. Las proyecciones para 2013–19 toman en cuenta la regla fiscal sobre precios basada en el precio

Recuadro A1 (continuación)

del petróleo establecida en diciembre de 2012, con ajustes realizados por el personal técnico del FMI.

Singapur. Para el ejercicio 2013/14, 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 la declaración de política presupuestaria a mediano plazo, publicada por las autoridades el 23 de octubre de 2013.

Suecia. Las proyecciones fiscales coinciden en términos generales con las de las autoridades basadas en el Proyecto de Presupuesto para 2014. 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 2012–18 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 y de capital se ajustarán al Programa a Mediano Plazo de 2013–15 de las autoridades, según las tendencias y políticas actuales.

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 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 es inferior a la tasa de crecimiento potencial y el margen de capacidad ociosa de la economía es considerable. A partir de esta base, se supone que la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para los depósitos en dólares de EE.UU. a seis meses alcanzará un promedio de 0,4% en 2014 y 0,8% en 2015 (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 0,3% en 2014 y 0,4% en 2015. Para la tasa de interés de los depósitos en yenes a seis meses se supone un promedio de 0,2% en 2014 y 2015.

Arabia Saudita. Las proyecciones sobre la política monetaria se basan en el supuesto de 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 son coherentes con la convergencia paulatina de la inflación hacia la mitad de la banda fijada como meta para el horizonte pertinente.

Canadá. Los supuestos sobre la política monetaria coinciden con las expectativas del mercado.

China. Se supone que la política monetaria no variará en términos generales con respecto a su situación actual. Este supuesto es coherente con el anuncio por parte de las autoridades de mantener un crecimiento económico estable.

Corea. Se supone que la normalización comenzará en el segundo semestre de 2014 y que las tasas de política monetaria aumentarán hasta 2015 inclusive.

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 del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal tras su reunión de enero de 2013 (y que reafirmó en reuniones posteriores) de que las condiciones económicas probablemente justifiquen niveles excepcionalmente bajos de dicha tasa 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. Los supuestos de política monetaria coinciden con las expectativas del mercado y con una reducción de la inflación que para 2014 se ubicará dentro de la banda fijada como meta por el banco central.

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.

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.

Recuadro A1 (conclusión)

Rusia. Las proyecciones monetarias suponen una mayor flexibilidad cambiaria en el marco de la transición hacia un nuevo régimen formal de metas de inflación, 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, y que gradualmente se reducirá el número de intervenciones 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	195
A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total	196
A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real	197
A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real	199

Inflación

A5. Resumen de la inflación	203
A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor	204
A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor	205

Políticas financieras

A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general	209
---	-----

Comercio exterior

A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial	210
---	-----

Transacciones en cuenta corriente

A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente	212
A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente	214
A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente	215

Balanza de pagos y financiamiento externo

A13. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos	219
A14. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados	220

Flujo de fondos

A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial	221
--	-----

Escenario de referencia a mediano plazo

A16. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo	225
--	-----

Cuadro A1. Resumen del producto mundial¹*(Variación porcentual anual)*

	Promedio									Proyecciones		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019
Mundo	3,7	5,2	5,3	2,7	-0,4	5,2	3,9	3,2	3,0	3,6	3,9	3,9
Economías avanzadas	2,8	3,0	2,7	0,1	-3,4	3,0	1,7	1,4	1,3	2,2	2,3	2,1
Estados Unidos	3,4	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,8	2,8	1,9	2,8	3,0	2,2
Zona del euro ²	2,1	3,3	3,0	0,4	-4,4	2,0	1,6	-0,7	-0,5	1,2	1,5	1,5
Japón	1,0	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,4	1,5	1,4	1,0	1,1
Otras economías avanzadas ³	3,6	4,0	4,2	1,0	-2,4	4,5	2,7	1,5	2,1	2,9	2,9	3,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,2	8,2	8,7	5,9	3,1	7,5	6,3	5,0	4,7	4,9	5,3	5,3
Por regiones												
África subsahariana	4,7	6,3	7,1	5,7	2,6	5,6	5,5	4,9	4,9	5,4	5,5	5,4
América Latina y el Caribe	2,9	5,6	5,8	4,3	-1,3	6,0	4,6	3,1	2,7	2,5	3,0	3,6
Comunidad de Estados Independientes ⁴	4,2	8,8	8,9	5,3	-6,4	4,9	4,8	3,4	2,1	2,3	3,1	3,2
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	7,1	10,3	11,5	7,3	7,7	9,7	7,9	6,7	6,5	6,7	6,8	6,5
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	4,0	6,4	5,3	3,3	-3,4	4,7	5,4	1,4	2,8	2,4	2,9	3,4
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	4,9	6,7	6,0	5,1	2,8	5,2	3,9	4,2	2,4	3,2	4,4	4,5
Oriente Medio, Norte de África	4,9	6,8	6,0	5,1	3,0	5,5	3,9	4,1	2,2	3,2	4,5	4,4
<i>Partida informativa</i>												
Unión Europea	2,5	3,6	3,4	0,6	-4,4	2,0	1,7	-0,3	0,2	1,6	1,8	1,9
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Combustibles	4,6	7,9	7,5	5,3	-1,2	5,1	4,8	4,4	2,4	3,0	3,9	3,9
Otros productos	5,3	8,3	9,0	6,0	4,1	8,1	6,6	5,2	5,2	5,3	5,6	5,6
Productos primarios	4,0	5,8	6,0	4,3	1,0	5,2	4,8	4,2	4,1	4,0	4,5	4,5
Por fuentes de financiamiento externo												
Economías deudoras netas	4,1	6,5	6,6	4,3	1,6	6,8	5,1	3,7	3,6	3,8	4,5	5,0
Financiamiento oficial	4,7	5,9	5,0	4,9	1,9	4,1	5,0	4,1	4,6	4,4	4,7	5,2
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda												
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2008–12	4,2	6,9	6,7	6,1	1,9	5,7	5,0	3,0	3,8	2,7	3,4	4,1
<i>Partidas informativas</i>												
Mediana de la tasa de crecimiento												
Economías avanzadas	3,4	4,0	4,0	0,8	-3,7	2,3	1,9	0,9	0,9	1,9	2,2	2,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,3	5,7	6,3	5,1	1,8	4,5	4,4	4,0	3,8	4,1	4,5	4,3
Producto per cápita												
Economías avanzadas	2,1	2,3	2,0	-0,6	-4,1	2,5	1,2	0,9	0,8	1,7	1,8	1,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	3,9	6,9	7,4	4,5	2,0	6,4	5,2	4,0	3,6	3,8	4,3	4,3
Crecimiento mundial con base en los tipos de cambio del mercado	3,0	4,0	3,9	1,5	-2,1	4,1	3,0	2,5	2,4	3,1	3,3	3,3
Valor del producto mundial (miles de millones de dólares de EE.UU.)												
A tipos de cambio del mercado	35.002	50.059	56.440	61.848	58.623	64.020	70.896	72.106	73.982	76.776	81.009	100.847
En paridades del poder adquisitivo	44.472	62.474	67.466	70.558	70.627	75.099	79.381	83.258	86.995	91.093	96.256	121.265

¹PIB real.²Excluido Letonia.³En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón, pero se incluye Letonia.⁴Georgia, 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 A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total¹
(Variación porcentual anual)

	Promedio									Proyecciones			Cuarto trimestre ²		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019	Proyecciones		
										2013:T4	2014:T4	2015:T4			
PIB real															
Economías avanzadas	2,8	3,0	2,7	0,1	-3,4	3,0	1,7	1,4	1,3	2,2	2,3	2,1	2,1	2,1	2,4
Estados Unidos	3,4	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,8	2,8	1,9	2,8	3,0	2,2	2,6	2,7	3,0
Zona del euro ³	2,1	3,3	3,0	0,4	-4,4	2,0	1,6	-0,7	-0,5	1,2	1,5	1,5	0,5	1,3	1,5
Alemania	1,2	3,9	3,4	0,8	-5,1	3,9	3,4	0,9	0,5	1,7	1,6	1,3	1,4	1,6	1,7
Francia	2,2	2,5	2,3	-0,1	-3,1	1,7	2,0	0,0	0,3	1,0	1,5	1,9	0,8	1,2	1,6
Italia	1,4	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,7	0,4	-2,4	-1,9	0,6	1,1	0,9	-0,9	0,7	1,4
España	3,7	4,1	3,5	0,9	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,2	0,9	1,0	1,3	-0,2	1,1	0,9
Países Bajos	2,7	3,4	3,9	1,8	-3,7	1,5	0,9	-1,2	-0,8	0,8	1,6	2,1	0,8	0,6	1,7
Bélgica	2,2	2,7	2,9	1,0	-2,8	2,3	1,8	-0,1	0,2	1,2	1,2	1,5	1,0	1,1	1,3
Austria	2,4	3,7	3,7	1,4	-3,8	1,8	2,8	0,9	0,4	1,7	1,7	1,4	0,5	2,3	1,3
Grecia	3,7	5,5	3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-7,0	-3,9	0,6	2,9	2,8	-2,5	2,3	3,2
Portugal	2,5	1,4	2,4	0,0	-2,9	1,9	-1,3	-3,2	-1,4	1,2	1,5	1,8	1,6	0,7	2,0
Finlandia	3,7	4,4	5,3	0,3	-8,5	3,4	2,8	-1,0	-1,4	0,3	1,1	1,8	-0,5	2,1	0,0
Irlanda	7,6	5,5	5,0	-2,2	-6,4	-1,1	2,2	0,2	-0,3	1,7	2,5	2,5	-0,6	-1,3	0,5
República Eslovaca	4,2	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,4	3,0	1,8	0,9	2,3	3,0	3,6	1,4	2,9	3,0
Eslovenia	4,0	5,8	7,0	3,4	-7,9	1,3	0,7	-2,5	-1,1	0,3	0,9	1,9	1,9	-0,9	1,5
Luxemburgo	4,8	4,9	6,6	-0,7	-5,6	3,1	1,9	-0,2	2,0	2,1	1,9	2,2	1,8	2,1	1,7
Letonia	6,9	11,0	10,0	-2,8	-17,7	-1,3	5,3	5,2	4,1	3,8	4,4	4,0	3,9	4,2	4,0
Estonia	6,9	10,1	7,5	-4,2	-14,1	2,6	9,6	3,9	0,8	2,4	3,2	3,7	0,9	6,1	3,3
Chipre ⁴	3,5	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,3	0,4	-2,4	-6,0	-4,8	0,9	1,9	...	...	...
Malta	...	2,6	4,1	3,9	-2,8	3,3	1,7	0,9	2,4	1,8	1,8	1,7	2,9	2,0	1,1
Japón	1,0	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,4	1,5	1,4	1,0	1,1	2,5	1,2	0,5
Reino Unido	3,4	2,8	3,4	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,3	1,8	2,9	2,5	2,4	2,7	3,0	1,9
Canadá	3,3	2,6	2,0	1,2	-2,7	3,4	2,5	1,7	2,0	2,3	2,4	2,0	2,7	2,1	2,4
Corea ⁵	4,8	5,2	5,1	2,3	0,3	6,3	3,7	2,0	2,8	3,7	3,8	3,8	4,0	3,3	4,1
Australia	3,7	2,7	4,5	2,7	1,5	2,2	2,6	3,6	2,4	2,6	2,7	3,0	2,8	2,4	3,1
Taiwan, provincia china de	4,4	5,4	6,0	0,7	-1,8	10,8	4,2	1,5	2,1	3,1	3,9	4,5	2,3	2,2	5,9
Suecia	3,1	4,3	3,3	-0,6	-5,0	6,6	2,9	0,9	1,5	2,8	2,6	2,4	3,1	2,1	2,6
Hong Kong, RAE de	3,4	7,0	6,5	2,1	-2,5	6,8	4,8	1,5	2,9	3,7	3,8	4,0	2,9	3,9	3,8
Suiza	1,7	3,8	3,8	2,2	-1,9	3,0	1,8	1,0	2,0	2,1	2,2	1,7	1,9	2,6	2,0
Singapur	5,3	8,9	9,0	1,9	-0,6	15,1	6,0	1,9	4,1	3,6	3,6	3,8	5,5	2,6	4,2
República Checa	3,0	7,0	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,0	-0,9	1,9	2,0	2,4	1,3	1,1	2,0
Noruega	2,9	2,3	2,7	0,0	-1,4	0,6	1,1	2,8	0,8	1,8	1,9	2,1	1,3	2,0	1,7
Israel	3,6	5,8	6,9	4,5	1,2	5,7	4,6	3,4	3,3	3,2	3,4	3,5	3,2	3,3	3,3
Dinamarca	2,1	3,4	1,6	-0,8	-5,7	1,4	1,1	-0,4	0,4	1,5	1,7	1,8	0,6	2,0	1,8
Nueva Zelandia	3,5	2,8	3,4	-0,8	-1,4	2,1	1,9	2,6	2,4	3,3	3,0	2,5	1,6	4,7	1,9
Islandia	4,6	4,7	6,0	1,2	-6,6	-4,1	2,7	1,4	2,9	2,7	3,1	2,3	2,3	3,2	1,9
San Marino	...	3,8	7,1	3,4	-9,5	-5,0	-8,5	-5,1	-3,2	0,0	2,2	2,9	...	...	...
<i>Partida informativa</i>															
Principales economías avanzadas	2,6	2,6	2,2	-0,3	-3,8	2,8	1,6	1,7	1,4	2,2	2,3	1,9	2,2	2,1	2,2
Demanda interna real total															
Economías avanzadas	2,9	2,8	2,3	-0,4	-3,8	2,9	1,4	1,1	1,0	2,0	2,2	2,0	1,9	1,8	2,3
Estados Unidos	3,9	2,6	1,1	-1,3	-3,8	2,9	1,7	2,6	1,7	2,6	3,1	2,2	2,3	2,8	3,2
Zona del euro	2,0	3,1	2,8	0,3	-3,7	1,2	0,7	-2,2	-1,0	0,9	1,0	1,4	0,1	1,0	1,1
Alemania	0,6	2,8	2,0	1,0	-2,3	2,3	2,8	-0,2	0,5	1,4	1,3	1,3	0,5	2,1	1,3
Francia	2,3	2,4	3,2	0,3	-2,6	1,8	2,0	-0,9	0,4	1,0	1,0	1,7	1,2	0,8	1,1
Italia	1,8	2,1	1,4	-1,2	-4,4	2,1	-0,9	-5,1	-3,0	0,5	0,7	0,9	-1,0	0,2	1,1
España	4,4	5,2	4,1	-0,5	-6,3	-0,6	-2,0	-4,1	-2,7	0,5	0,3	0,7	-0,6	0,6	0,4
Japón	0,7	0,9	1,1	-1,3	-4,0	2,9	0,4	2,3	1,8	1,5	0,6	1,1	3,0	0,5	0,2
Reino Unido	3,8	2,4	3,4	-1,6	-6,3	2,4	-0,1	1,2	1,9	2,8	2,3	2,3	2,7	2,5	2,0
Canadá	3,4	3,9	3,4	2,8	-2,7	5,2	2,9	2,2	1,8	2,0	2,0	1,9	2,3	1,6	2,1
Otras economías avanzadas ⁶	3,3	4,2	5,0	1,5	-2,9	5,7	2,9	2,0	1,9	2,5	2,7	3,2	2,6	1,4	3,6
<i>Partida informativa</i>															
Principales economías avanzadas	2,8	2,4	1,7	-0,8	-3,8	2,8	1,4	1,5	1,3	2,1	2,2	1,9	2,0	2,0	2,2

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.

³Excluido Letonia.

⁴Debido a la incertidumbre macroeconómica excepcionalmente pronunciada, no se dispone de proyecciones para esta variable. Los datos sobre las cuentas nacionales para 2013 corresponden a estimaciones del personal técnico realizadas en el momento del tercer examen del programa y están sujetos a revisión.

⁵Las series sobre el PIB real de Corea se basan en el año de referencia 2005. Esto no refleja las cuentas nacionales revisadas publicadas el 26 de marzo de 2014, después de que el informe WEO estuviera preparado para su publicación. Estas amplias revisiones incluyen la implementación del *Sistema de Cuentas Nacionales 2008* y la actualización del año de referencia a 2010. Como resultado de estas revisiones, el crecimiento del PIB real en 2013 se revisó del 2,8% al 3%.

⁶En 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, pero se incluye Letonia.

Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real
(Variación porcentual anual)

	Promedios										Proyecciones	
	1996–2005	2006–15	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Gasto de consumo privado												
Economías avanzadas	3,0	1,4	2,6	2,4	0,1	-1,1	2,0	1,5	1,2	1,3	1,9	2,1
Estados Unidos	3,9	1,8	3,0	2,2	-0,4	-1,6	2,0	2,5	2,2	2,0	2,7	2,9
Zona del euro ¹	2,0	0,4	2,1	1,7	0,4	-1,0	1,0	0,3	-1,4	-0,7	0,6	1,0
Alemania	0,9	0,9	1,6	-0,2	0,7	0,3	1,0	2,3	0,7	1,0	1,0	1,1
Francia	2,3	0,9	2,2	2,4	0,2	0,3	1,6	0,6	-0,3	0,4	0,9	1,0
Italia	1,6	-0,5	1,4	1,1	-0,8	-1,6	1,5	-0,3	-4,0	-2,6	-0,2	0,5
España	3,8	-0,1	4,0	3,5	-0,6	-3,7	0,2	-1,2	-2,8	-2,1	1,2	0,9
Japón	1,0	0,9	1,1	0,9	-0,9	-0,7	2,8	0,3	2,0	1,9	0,7	0,6
Reino Unido	4,1	0,9	1,8	2,7	-1,0	-3,6	1,0	-0,4	1,5	2,3	2,4	2,6
Canadá	3,4	2,5	4,1	4,2	2,9	0,3	3,4	2,3	1,9	2,2	2,2	2,1
Otras economías avanzadas ²	3,6	2,6	3,9	4,8	1,1	0,1	3,8	2,8	2,1	2,1	2,6	2,8
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	2,8	1,3	2,4	1,9	-0,2	-1,2	1,9	1,7	1,4	1,6	1,9	2,1
Consumo público												
Economías avanzadas	2,2	1,0	1,7	1,8	2,3	3,1	0,9	-0,7	0,3	-0,1	0,4	0,4
Estados Unidos	2,0	0,4	1,1	1,4	2,5	3,7	0,1	-2,7	-0,2	-2,0	-0,6	0,1
Zona del euro ¹	1,8	0,9	2,1	2,2	2,3	2,6	0,6	-0,1	-0,5	0,2	0,3	-0,2
Alemania	0,9	1,4	0,9	1,4	3,2	3,0	1,3	1,0	1,0	0,7	0,9	0,9
Francia	1,4	1,2	1,4	1,5	1,3	2,5	1,8	0,4	1,4	1,7	0,4	-0,1
Italia	1,8	-0,3	0,5	1,0	0,6	0,8	-0,4	-1,3	-2,6	-0,8	-0,1	-0,4
España	4,2	0,9	4,6	5,6	5,9	3,7	1,5	-0,5	-4,8	-2,3	-1,7	-2,2
Japón	2,4	1,3	0,0	1,1	-0,1	2,3	1,9	1,2	1,7	2,2	1,7	1,0
Reino Unido	2,8	0,9	2,2	0,7	2,1	0,7	0,5	0,0	1,6	0,9	1,2	-0,5
Canadá	1,7	2,1	3,1	2,8	4,6	3,3	2,7	0,8	1,1	0,8	1,0	1,0
Otras economías avanzadas ²	2,8	2,5	3,0	3,0	2,8	3,5	2,5	1,7	2,0	2,4	2,0	1,7
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	2,0	0,7	1,1	1,3	2,1	2,9	0,7	-1,1	0,4	-0,5	0,2	0,4
Formación bruta de capital fijo												
Economías avanzadas	3,5	0,5	3,9	2,5	-3,0	-11,9	1,8	2,5	1,9	0,9	3,4	4,0
Estados Unidos	5,1	0,5	2,2	-1,2	-4,8	-13,1	1,1	3,4	5,5	2,9	4,0	6,3
Zona del euro ¹	2,7	-0,6	5,6	5,2	-1,4	-12,8	-0,4	1,6	-4,1	-3,0	2,2	2,6
Alemania	0,0	1,7	8,9	5,1	0,7	-12,2	5,4	7,0	-1,4	-0,6	3,2	2,5
Francia	3,3	0,5	4,0	6,3	0,4	-10,6	1,5	3,0	-1,2	-2,1	1,9	2,7
Italia	2,6	-2,1	3,4	1,8	-3,7	-11,7	0,6	-2,2	-8,0	-4,7	1,9	2,6
España	6,2	-3,5	7,1	4,5	-4,7	-18,0	-5,5	-5,4	-7,0	-5,1	0,6	1,2
Japón	-0,8	-0,4	1,5	0,3	-4,1	-10,6	-0,2	1,4	3,4	2,6	2,6	-0,2
Reino Unido	4,5	0,0	5,6	7,5	-6,9	-16,7	2,8	-2,4	0,7	-0,5	7,7	5,2
Canadá	5,9	2,2	6,2	3,2	1,6	-12,0	11,3	4,2	4,3	0,0	1,6	3,0
Otras economías avanzadas ²	3,4	2,6	5,6	6,3	0,1	-6,3	6,6	3,7	1,9	2,2	2,8	3,2
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	3,4	0,4	3,4	1,2	-3,6	-12,6	1,9	2,7	2,9	1,4	3,6	4,3

Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real (conclusión)
 (Variación porcentual anual)

	Promedios										Proyecciones	
	1996–2005	2006–15	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Demanda interna final												
Economías avanzadas	2,9	1,2	2,7	2,3	-0,2	-2,7	1,8	1,4	1,2	1,0	1,9	2,2
Estados Unidos	3,9	1,3	2,6	1,4	-0,9	-3,0	1,5	1,8	2,4	1,6	2,5	3,2
Zona del euro ¹	2,1	0,3	2,8	2,5	0,4	-2,8	0,6	0,4	-1,7	-0,9	0,8	1,0
Alemania	0,7	1,2	2,8	1,2	1,1	-1,6	1,8	2,9	0,4	0,6	1,4	1,3
Francia	2,2	0,9	2,4	3,0	0,5	-1,4	1,6	1,0	-0,1	0,3	0,9	1,0
Italia	1,9	-0,8	1,6	1,2	-1,2	-3,2	0,9	-0,9	-4,5	-2,6	0,2	0,7
España	4,5	-0,7	5,0	4,1	-0,7	-6,2	-0,9	-2,0	-4,1	-2,7	0,5	0,3
Japón	0,8	0,7	1,0	0,8	-1,6	-2,3	2,0	0,7	2,2	2,1	1,3	0,5
Reino Unido	3,9	0,8	2,5	3,1	-1,4	-4,8	1,2	-0,6	1,4	1,6	2,9	2,3
Canadá	3,6	2,4	4,4	3,7	2,9	-1,9	5,0	2,4	2,3	1,4	1,8	2,1
Otras economías avanzadas ²	3,3	2,5	4,0	4,9	1,1	-0,9	4,2	2,8	2,0	2,1	2,6	2,7
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	2,8	1,1	2,3	1,6	-0,6	-2,8	1,7	1,4	1,5	1,2	2,0	2,2
Acumulación de inventarios³												
Economías avanzadas	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-1,1	1,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0
Estados Unidos	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,8	1,5	-0,2	0,2	0,2	0,1	0,0
Zona del euro ¹	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	-1,0	0,6	0,3	-0,5	-0,1	0,1	0,0
Alemania	-0,1	0,0	0,1	0,8	-0,1	-0,6	0,5	0,0	-0,5	-0,1	0,0	0,0
Francia	0,1	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-1,2	0,2	1,1	-0,9	0,1	0,0	0,0
Italia	-0,1	0,0	0,5	0,2	0,0	-1,2	1,1	-0,1	-0,7	-0,4	0,3	0,0
España	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Japón	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,2	-1,5	0,9	-0,2	0,1	-0,3	0,1	0,1
Reino Unido	0,0	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-1,5	1,2	0,4	-0,2	0,3	0,0	0,0
Canadá	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,8	0,2	0,5	0,0	0,4	0,0	-0,1
Otras economías avanzadas ²	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	-1,9	1,4	0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	-1,0	1,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0
Saldo de la balanza de pagos³												
Economías avanzadas	-0,1	0,3	0,2	0,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
Estados Unidos	-0,6	0,2	-0,1	0,6	1,1	1,1	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,3
Zona del euro ¹	0,1	0,4	0,2	0,2	0,1	-0,7	0,7	0,9	1,5	0,5	0,4	0,4
Alemania	0,5	0,4	1,2	1,5	-0,1	-3,0	1,7	0,7	1,1	0,0	0,4	0,3
Francia	-0,1	0,0	0,0	-0,9	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	1,0	-0,1	0,0	0,5
Italia	-0,3	0,5	0,1	0,3	0,0	-1,2	-0,4	1,5	2,6	0,8	0,6	0,4
España	-0,7	1,0	-1,4	-0,8	1,5	2,9	0,4	2,1	2,5	1,5	0,4	0,6
Japón	0,2	0,0	0,8	1,0	0,2	-2,0	2,0	-0,8	-0,7	-0,2	-0,2	0,3
Reino Unido	-0,6	0,2	0,2	-0,1	0,9	0,9	-0,5	1,2	-0,7	0,1	0,0	0,1
Canadá	-0,2	-0,7	-1,4	-1,5	-1,9	0,0	-2,0	-0,4	-0,6	0,3	0,4	0,4
Otras economías avanzadas ²	0,6	0,7	0,9	0,7	0,4	1,6	0,6	0,6	0,2	0,6	0,9	0,8
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	-0,3	0,2	0,2	0,5	0,5	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0

¹Excluido Letonia.

²En 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, pero se incluye Letonia.

³Variaciones expresadas como porcentaje del PIB del período anterior.

Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real
(Variación porcentual anual)

	Promedio									Proyecciones		
	1996-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019
África subsahariana	4,7	6,3	7,1	5,7	2,6	5,6	5,5	4,9	4,9	5,4	5,5	5,4
Angola	8,2	20,7	22,6	13,8	2,4	3,4	3,9	5,2	4,1	5,3	5,5	6,7
Benin	4,5	3,8	4,6	5,0	2,7	2,6	3,3	5,4	5,6	5,5	5,2	4,8
Botswana	5,8	8,0	8,7	3,9	-7,8	8,6	6,1	4,2	3,9	4,1	4,4	3,8
Burkina Faso	6,6	6,3	4,1	5,8	3,0	8,4	5,0	9,0	6,8	6,0	7,0	7,0
Burundi	0,9	5,4	3,4	4,9	3,8	5,1	4,2	4,0	4,5	4,7	4,8	5,4
Cabo Verde	7,1	9,1	9,2	6,7	-1,3	1,5	4,0	1,0	0,5	3,0	3,5	4,0
Camerún	4,2	3,2	2,8	3,6	1,9	3,3	4,1	4,6	4,6	4,8	5,1	5,4
Chad	8,6	0,6	3,3	3,1	4,2	13,6	0,1	8,9	3,6	10,8	7,3	3,5
Comoras	2,1	1,2	0,5	1,0	1,8	2,1	2,2	3,0	3,5	4,0	4,0	4,0
Congo, República del	3,2	6,2	-1,6	5,6	7,5	8,7	3,4	3,8	4,5	8,1	5,8	2,6
Congo, República Democrática del	-0,1	5,3	6,3	6,2	2,9	7,1	6,9	7,2	8,5	8,7	8,5	5,6
Côte d'Ivoire	1,5	0,7	1,6	2,3	3,7	2,4	-4,7	9,8	8,1	8,2	7,7	5,7
Eritrea	1,8	-1,0	1,4	-9,8	3,9	2,2	8,7	7,0	1,3	2,3	1,9	3,6
Etiopía	5,4	11,5	11,8	11,2	10,0	10,6	11,4	8,5	9,7	7,5	7,5	6,5
Gabón	0,5	-1,9	6,3	1,7	-2,3	6,2	6,9	5,5	5,9	5,7	6,3	5,8
Gambia	4,4	1,1	3,6	5,7	6,4	6,5	-4,3	5,3	6,3	7,4	7,0	5,5
Ghana	4,9	6,1	6,5	8,4	4,0	8,0	15,0	7,9	5,4	4,8	5,4	3,8
Guinea	3,7	2,5	1,8	4,9	-0,3	1,9	3,9	3,8	2,5	4,5	5,0	17,6
Guinea-Bissau	0,2	2,1	3,2	3,2	3,0	3,5	5,3	-1,5	0,3	3,0	3,9	4,3
Guinea Ecuatorial	38,4	1,3	13,1	12,3	-8,1	-1,3	5,0	3,2	-4,9	-2,4	-8,3	-9,4
Kenya	2,9	6,3	7,0	1,5	2,7	5,8	4,4	4,6	5,6	6,3	6,3	6,5
Lesotho	3,4	4,1	4,9	5,1	4,5	5,6	4,3	6,0	5,8	5,6	5,5	5,1
Liberia	...	8,4	12,9	6,0	5,1	6,1	7,9	8,3	8,0	7,0	8,7	7,4
Madagascar	3,1	5,4	6,5	7,2	-3,5	0,1	1,5	2,5	2,4	3,0	4,0	5,1
Malawi	3,2	2,1	9,5	8,3	9,0	6,5	4,3	1,9	5,0	6,1	6,5	5,9
Malí	5,1	5,3	4,3	5,0	4,5	5,8	2,7	0,0	1,7	6,5	5,0	4,4
Mauricio	4,1	4,5	5,9	5,5	3,0	4,1	3,8	3,3	3,1	3,7	4,0	4,0
Mozambique	9,1	8,7	7,3	6,8	6,3	7,1	7,3	7,2	7,1	8,3	7,9	7,8
Namibia	4,2	7,1	5,4	3,4	-1,1	6,3	5,7	5,0	4,3	4,3	4,5	4,7
Níger	4,4	5,8	3,2	9,6	-0,7	8,4	2,3	11,1	3,6	6,5	5,9	8,3
Nigeria	7,1	6,2	7,0	6,0	7,0	8,0	7,4	6,6	6,3	7,1	7,0	6,7
República Centroafricana	0,7	4,8	4,6	2,1	1,7	3,0	3,3	4,1	-36,0	1,5	5,3	5,7
Rwanda	8,7	9,2	7,6	11,2	6,2	7,2	8,2	8,0	5,0	7,5	7,5	7,5
Santo Tomé y Príncipe	2,6	12,6	2,0	9,1	4,0	4,5	4,9	4,0	4,0	5,0	5,5	6,0
Senegal	4,4	2,5	4,9	3,7	2,4	4,3	2,1	3,5	4,0	4,6	4,8	5,2
Seychelles	2,8	9,4	10,4	-2,1	-1,1	5,9	7,9	2,8	3,6	3,7	3,8	3,4
Sierra Leona	0,7	4,2	8,0	5,2	3,2	5,3	6,0	15,2	16,3	13,9	10,8	5,0
Sudáfrica	3,3	5,6	5,5	3,6	-1,5	3,1	3,6	2,5	1,9	2,3	2,7	3,0
Sudán del Sur	...	...	...	...	...	...	...	-47,6	24,4	7,1	17,6	5,8
Swazilandia	2,5	3,3	3,5	2,4	1,2	1,9	-0,6	1,9	2,8	2,1	2,1	2,1
Tanzanía	5,5	6,7	7,1	7,4	6,0	7,0	6,4	6,9	7,0	7,2	7,0	6,9
Togo	1,6	4,1	2,3	2,4	3,5	4,1	4,8	5,9	5,6	6,0	6,0	5,2
Uganda	7,0	7,0	8,1	10,4	4,1	6,2	6,2	2,8	6,0	6,4	6,8	7,4
Zambia	3,8	6,2	6,2	5,7	6,4	7,6	6,8	7,2	6,0	7,3	7,1	6,0
Zimbabwe ¹	...	-3,6	-3,3	-16,4	8,2	11,4	11,9	10,6	3,0	4,2	4,5	4,0

Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real (continuación)

(Variación porcentual anual)

	Promedio									Proyecciones		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019
América Latina y el Caribe	2,9	5,6	5,8	4,3	-1,3	6,0	4,6	3,1	2,7	2,5	3,0	3,6
Antigua y Barbuda	3,9	12,7	7,1	1,5	-10,7	-8,6	-2,1	2,8	0,5	1,6	1,9	2,2
Argentina ²	2,3	8,5	8,7	6,8	0,9	9,2	8,9	1,9	4,3	0,5	1,0	2,0
Bahamas, Las	4,0	2,5	1,4	-2,3	-4,2	1,0	1,7	1,8	1,9	2,3	2,8	2,3
Barbados	2,0	5,7	1,7	0,3	-4,1	0,2	0,8	0,0	-0,7	-1,2	0,9	2,3
Belice	5,7	4,7	1,2	3,8	0,3	3,1	2,1	4,0	1,6	2,5	2,5	2,5
Bolivia	3,3	4,8	4,6	6,1	3,4	4,1	5,2	5,2	6,8	5,1	5,0	5,0
Brasil	2,4	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,0	2,3	1,8	2,7	3,5
Chile	4,3	5,8	5,2	3,2	-0,9	5,7	5,7	5,4	4,2	3,6	4,1	4,5
Colombia	2,3	6,7	6,9	3,5	1,7	4,0	6,6	4,2	4,3	4,5	4,5	4,5
Costa Rica	4,5	8,8	7,9	2,7	-1,0	5,0	4,5	5,1	3,5	3,8	4,1	4,5
Dominica	1,9	4,6	6,0	7,8	-1,1	1,2	0,2	-1,1	0,8	1,7	1,7	1,9
Ecuador	3,0	4,4	2,2	6,4	0,6	3,5	7,8	5,1	4,2	4,2	3,5	3,5
El Salvador	2,7	3,9	3,8	1,3	-3,1	1,4	2,2	1,9	1,6	1,6	1,7	2,0
Granada	5,9	-4,0	6,1	0,9	-6,6	-0,5	0,8	-1,8	1,5	1,1	1,2	2,5
Guatemala	3,3	5,4	6,3	3,3	0,5	2,9	4,2	3,0	3,5	3,5	3,5	3,5
Guyana	1,6	5,1	7,0	2,0	3,3	4,4	5,4	4,8	4,8	4,3	4,0	3,3
Haití	1,0	2,2	3,3	0,8	3,1	-5,5	5,5	2,9	4,3	4,0	4,0	4,0
Honduras	3,8	6,6	6,2	4,2	-2,4	3,7	3,8	3,9	2,6	3,0	3,1	3,0
Jamaica	0,6	2,9	1,4	-0,8	-3,4	-1,4	1,4	-0,5	0,5	1,3	1,7	2,7
México	3,4	5,0	3,1	1,4	-4,7	5,1	4,0	3,9	1,1	3,0	3,5	3,8
Nicaragua	4,1	4,2	5,0	4,0	-2,2	3,6	5,4	5,2	4,2	4,0	4,0	4,0
Panamá	4,9	8,5	12,1	10,1	3,9	7,5	10,9	10,8	8,0	7,2	6,9	5,8
Paraguay	1,2	4,8	5,4	6,4	-4,0	13,1	4,3	-1,2	13,0	4,8	4,5	4,5
Perú	3,3	7,7	8,9	9,8	0,9	8,8	6,9	6,3	5,0	5,5	5,8	5,8
República Dominicana	5,2	10,7	8,5	5,3	3,5	7,8	4,5	3,9	4,1	4,5	4,1	4,0
Saint Kitts y Nevis	3,9	4,6	4,8	3,4	-3,8	-3,8	-1,9	-0,9	1,7	2,7	3,0	3,1
San Vicente y las Granadinas	3,8	6,0	3,0	-0,5	-2,0	-2,3	0,3	1,5	2,1	2,3	2,9	3,3
Santa Lucía	2,0	7,2	1,4	4,7	-0,1	-0,7	1,4	-1,3	-1,5	0,3	1,0	2,2
Suriname	3,4	5,8	5,1	4,1	3,0	4,2	5,3	4,8	4,7	4,0	4,0	4,3
Trinidad y Tabago	7,9	13,2	4,8	3,4	-4,4	0,2	-2,6	1,2	1,6	2,2	2,2	1,6
Uruguay	1,2	4,1	6,5	7,2	2,2	8,9	6,5	3,9	4,2	2,8	3,0	3,8
Venezuela	1,6	9,9	8,8	5,3	-3,2	-1,5	4,2	5,6	1,0	-0,5	-1,0	1,0
Comunidad de Estados Independientes^{3,4}	4,2	8,8	8,9	5,3	-6,4	4,9	4,8	3,4	2,1	2,3	3,1	3,2
Rusia	3,8	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	1,3	2,3	2,5
Excluido Rusia	5,0	10,6	9,9	5,6	-3,1	6,0	6,1	3,3	3,9	5,3	5,7	5,0
Armenia	8,6	13,2	13,7	6,9	-14,1	2,2	4,7	7,1	3,2	4,3	4,5	5,0
Azerbaiyán	9,5	34,5	25,0	10,8	9,3	5,0	0,1	2,2	5,8	5,0	4,6	4,2
Belarús	6,9	10,0	8,7	10,3	0,1	7,7	5,5	1,7	0,9	1,6	2,5	2,8
Georgia	6,5	9,4	12,3	2,3	-3,8	6,3	7,2	6,2	3,2	5,0	5,0	5,0
Kazajstán	6,4	10,7	8,9	3,3	1,2	7,3	7,5	5,0	6,0	5,7	6,1	5,4
Moldova	2,2	4,8	3,0	7,8	-6,0	7,1	6,8	-0,7	8,9	3,5	4,5	4,0
República Kirguisa	4,7	3,1	8,5	7,6	2,9	-0,5	6,0	-0,9	10,5	4,4	4,9	5,2
Tayikistán	6,0	7,0	7,8	7,9	3,9	6,5	7,4	7,5	7,4	6,2	5,7	5,8
Turkmenistán	9,9	11,0	11,1	14,7	6,1	9,2	14,7	11,1	10,2	10,7	12,5	8,3
Ucrania ⁵	2,8	7,4	7,6	2,3	-14,8	4,1	5,2	0,2	0,0	...	...	...
Uzbekistán	4,6	7,5	9,5	9,0	8,1	8,5	8,3	8,2	8,0	7,0	6,5	5,5

Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real (continuación)
(Variación porcentual anual)

	Promedio	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones		
	1996–2005									2014	2015	2019
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	7,1	10,3	11,5	7,3	7,7	9,7	7,9	6,7	6,5	6,7	6,8	6,5
Bangladesh	5,4	6,5	6,3	6,0	5,9	6,4	6,5	6,1	5,8	6,0	6,5	7,0
Bhután	6,9	7,0	12,6	10,8	5,7	9,3	10,1	6,5	5,0	6,4	7,6	8,0
Brunei Darussalam	1,7	4,4	0,2	-1,9	-1,8	2,6	3,4	0,9	-1,2	5,4	3,0	3,5
Camboya	8,3	10,8	10,2	6,7	0,1	6,1	7,1	7,3	7,0	7,2	7,3	7,5
China	9,2	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,5	7,3	6,5
Fiji	2,5	1,9	-0,9	1,0	-1,4	3,0	2,7	1,7	3,0	2,3	2,3	2,4
Filipinas	4,1	5,2	6,6	4,2	1,1	7,6	3,6	6,8	7,2	6,5	6,5	6,0
India	6,4	9,3	9,8	3,9	8,5	10,3	6,6	4,7	4,4	5,4	6,4	6,8
Indonesia	2,6	5,5	6,3	6,0	4,6	6,2	6,5	6,3	5,8	5,4	5,8	6,0
Islas Marshall	...	1,9	3,8	-2,0	-1,8	5,9	0,6	3,2	0,8	3,2	1,7	1,5
Islas Solomón	0,1	4,0	6,4	7,1	-4,7	7,8	10,7	4,9	2,9	4,0	3,6	3,6
Kiribati	2,3	-4,5	7,5	2,8	-0,7	-0,5	2,7	2,8	2,9	2,7	2,0	2,0
Malasia	4,7	5,6	6,3	4,8	-1,5	7,4	5,1	5,6	4,7	5,2	5,0	5,0
Maldivas	6,7	19,6	10,6	12,2	-3,6	7,1	6,5	0,9	3,7	4,2	4,5	4,8
Micronesia	0,2	-0,2	-2,1	-2,6	1,0	2,5	2,1	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7
Mongolia	4,6	8,6	10,2	8,9	-1,3	6,4	17,5	12,4	11,7	12,9	7,7	8,8
Myanmar	...	13,1	12,0	3,6	5,1	5,3	5,9	7,3	7,5	7,8	7,8	7,7
Nepal	4,2	3,4	3,4	6,1	4,5	4,8	3,4	4,9	3,6	4,5	4,5	5,0
Palau	...	-1,4	1,7	-5,5	-10,7	3,2	5,2	5,5	-0,2	1,8	2,2	2,2
Papua Nueva Guinea	1,5	2,3	7,2	6,6	6,1	7,7	10,7	8,1	4,6	6,0	21,6	3,7
República Democrática Popular Lao	6,0	8,6	7,8	7,8	7,5	8,1	8,0	7,9	8,2	7,5	7,8	7,5
Samoa	4,2	2,1	1,8	4,3	-5,1	0,5	1,4	2,9	-0,3	1,6	1,9	2,0
Sri Lanka	4,3	7,7	6,8	6,0	3,5	8,0	8,2	6,3	7,3	7,0	6,5	6,5
Tailandia	2,7	5,1	5,0	2,5	-2,3	7,8	0,1	6,5	2,9	2,5	3,8	4,5
Timor-Leste ⁶	...	-3,2	11,6	14,6	12,8	9,5	12,0	9,3	8,4	9,0	8,8	9,1
Tonga	1,2	-2,8	-1,4	2,6	3,3	3,1	1,9	0,7	1,0	1,6	1,7	1,7
Tuvalu	...	2,1	6,4	8,0	-4,4	-2,7	8,5	0,2	1,1	1,6	1,9	1,9
Vanuatu	1,9	8,5	5,2	6,5	3,3	1,6	1,2	1,8	2,8	3,5	4,5	4,0
Vietnam	7,1	7,0	7,1	5,7	5,4	6,4	6,2	5,2	5,4	5,6	5,7	6,0
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	4,0	6,4	5,3	3,3	-3,4	4,7	5,4	1,4	2,8	2,4	2,9	3,4
Albania	5,7	5,4	5,9	7,5	3,3	3,8	3,1	1,3	0,7	2,1	3,3	4,7
Bosnia y Herzegovina	...	5,7	6,0	5,6	-2,7	0,8	1,0	-1,2	1,2	2,0	3,2	4,0
Bulgaria	2,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,8	0,6	0,9	1,6	2,5	3,0
Croacia	3,9	4,9	5,1	2,1	-6,9	-2,3	-0,2	-1,9	-1,0	-0,6	0,4	2,0
Hungría	3,6	3,9	0,1	0,9	-6,8	1,1	1,6	-1,7	1,1	2,0	1,7	1,7
Kosovo	...	3,4	8,3	7,2	3,5	3,2	4,4	2,5	2,5	3,9	4,5	4,5
Lituania	6,2	7,8	9,8	2,9	-14,8	1,6	6,0	3,7	3,3	3,3	3,5	3,8
Macedonia, ex República Yugoslava de	2,3	5,0	6,1	5,0	-0,9	2,9	2,8	-0,4	3,1	3,2	3,4	4,0
Montenegro	...	8,6	10,7	6,9	-5,7	2,5	3,2	-2,5	3,4	2,8	2,9	3,1
Polonia	4,2	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,5	1,9	1,6	3,1	3,3	3,6
Rumania	2,2	7,9	6,3	7,3	-6,6	-1,1	2,2	0,7	3,5	2,2	2,5	3,5
Serbia	...	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5	2,5	1,0	1,5	4,0
Turquía	4,3	6,9	4,7	0,7	-4,8	9,2	8,8	2,2	4,3	2,3	3,1	3,5

Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real (conclusión)

(Variación porcentual anual)

	Promedio									Proyecciones		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019
Oriente Medio, Norte de África,												
Afganistán y Pakistán	4,9	6,7	6,0	5,1	2,8	5,2	3,9	4,2	2,4	3,2	4,4	4,5
Afganistán	...	5,4	13,3	3,9	20,6	8,4	6,5	14,0	3,6	3,2	4,5	5,6
Arabia Saudita	3,3	5,6	6,0	8,4	1,8	7,4	8,6	5,8	3,8	4,1	4,2	4,3
Argelia	4,3	1,7	3,4	2,4	1,6	3,6	2,8	3,3	2,7	4,3	4,1	4,3
Bahrein	4,9	6,5	8,3	6,2	2,5	4,3	2,1	3,4	4,9	4,7	3,3	3,5
Djibouti	1,2	4,8	5,1	5,8	5,0	3,5	4,5	4,8	5,0	6,0	6,5	5,8
Egipto	4,8	6,8	7,1	7,2	4,7	5,1	1,8	2,2	2,1	2,3	4,1	4,0
Emiratos Árabes Unidos	5,8	9,8	3,2	3,2	-4,8	1,7	3,9	4,4	4,8	4,4	4,2	4,2
Irán	5,1	6,2	6,4	0,6	3,9	5,9	2,7	-5,6	-1,7	1,5	2,3	2,4
Iraq	...	10,2	1,4	6,6	5,8	5,5	10,2	10,3	4,2	5,9	6,7	9,2
Jordania	4,8	8,1	8,2	7,2	5,5	2,3	2,6	2,7	3,3	3,5	4,0	4,5
Kuwait	5,0	7,5	6,0	2,5	-7,1	-2,4	6,3	6,2	0,8	2,6	3,0	3,9
Líbano	3,5	1,6	9,4	9,1	10,3	8,0	2,0	1,5	1,0	1,0	2,5	4,0
Libia	3,1	6,5	6,4	2,7	-0,8	5,0	-62,1	104,5	-9,4	-7,8	29,8	3,5
Marruecos	4,4	7,8	2,7	5,6	4,8	3,6	5,0	2,7	4,5	3,9	4,9	5,6
Mauritania	3,3	11,4	1,0	3,5	-1,2	4,3	4,0	7,0	6,7	6,8	6,5	10,7
Omán	3,1	5,5	6,7	13,2	3,3	5,6	4,5	5,0	5,1	3,4	3,4	3,7
Pakistán	4,6	5,8	5,5	5,0	0,4	2,6	3,7	4,4	3,6	3,1	3,7	5,0
Qatar	9,7	26,2	18,0	17,7	12,0	16,7	13,0	6,2	6,1	5,9	7,1	6,4
Sudán ⁷	15,5	8,9	8,5	3,0	4,7	3,0	-1,2	-3,0	3,4	2,7	4,6	4,3
Siria ⁸	2,7	5,0	5,7	4,5	5,9	3,4	...	...	...	...	...	...
Túnez	5,0	5,7	6,3	4,5	3,1	2,9	-1,9	3,6	2,7	3,0	4,5	4,5
Yemen	4,7	3,2	3,3	3,6	3,9	7,7	-12,7	2,4	4,4	5,1	4,4	4,7

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 dólar de EE.UU. del personal técnico del FMI pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades. Los datos del PIB real son en precios constantes de 2009.

²Las cifras de Argentina son los datos oficiales reportados. Sin embargo, el FMI ha emitido una declaración de censura y ha solicitado a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales sobre el PIB. Otras fuentes de datos han mostrado un crecimiento real significativamente más bajo que el que indican los datos oficiales desde 2008. En este contexto, el FMI también está usando otras estimaciones del crecimiento del PIB a los efectos de la supervisión de la evolución macroeconómica en Argentina.

³Los datos de algunos países corresponden al producto material neto (PMN) real o son estimaciones basadas en el PMN. 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.

⁴Georgia, 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.

⁵Las proyecciones para Ucrania no se incluyen debido a la crisis en curso.

⁶Únicamente en este cuadro, los datos de Timor-Leste se basan en el PIB no petrolero.

⁷Los 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.

⁸No se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

Cuadro A5. Resumen de la inflación*(Porcentaje)*

	Promedio 1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones		
										2014	2015	2019
Deflatores del PIB												
Economías avanzadas	1,7	2,1	2,2	1,9	0,8	1,0	1,3	1,2	1,2	1,5	1,5	1,8
Estados Unidos	2,0	3,1	2,7	2,0	0,8	1,2	2,0	1,7	1,5	1,5	1,8	2,0
Zona del euro ¹	1,7	1,8	2,4	2,0	1,0	0,8	1,2	1,3	1,4	1,2	1,4	1,6
Japón	-1,0	-1,1	-0,9	-1,3	-0,5	-2,2	-1,9	-0,9	-0,6	1,6	1,0	1,3
Otras economías avanzadas ²	2,1	2,2	2,6	3,1	1,1	2,4	2,0	1,4	1,5	1,6	1,6	2,0
Precios al consumidor												
Economías avanzadas	2,0	2,4	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	2,0	1,4	1,5	1,6	2,0
Estados Unidos	2,5	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	1,4	1,6	2,0
Zona del euro ^{1,3}	1,9	2,2	2,2	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,9	1,2	1,6
Japón	-0,1	0,2	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,4	2,8	1,7	2,0
Otras economías avanzadas ²	2,0	2,1	2,2	3,9	1,4	2,4	3,4	2,1	1,7	1,7	2,2	2,3
Economías de mercados emergentes y en desarrollo												
Por regiones	10,0	5,8	6,5	9,2	5,4	5,9	7,3	6,0	5,8	5,5	5,2	4,6
África subsahariana	14,2	7,2	6,2	13,0	9,7	7,5	9,4	9,0	6,3	6,1	5,9	5,5
América Latina y el Caribe ⁴	10,1	5,3	5,4	7,9	5,9	6,0	6,6	5,9	6,8	...	...	...
Comunidad de Estados Independientes ⁵	24,8	9,5	9,7	15,6	11,2	7,2	10,1	6,5	6,4	6,6	6,1	5,8
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	4,1	4,3	5,3	7,4	3,2	5,3	6,5	4,6	4,5	4,5	4,3	3,9
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	27,0	5,9	6,0	7,9	4,7	5,4	5,4	5,8	4,1	4,0	4,1	4,0
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	6,0	8,2	10,2	12,2	7,4	6,9	9,8	10,6	10,1	8,5	8,3	7,4
Oriente Medio y Norte de África	5,9	8,2	10,6	12,3	6,3	6,5	9,3	10,5	10,5	8,4	8,3	7,6
<i>Partida informativa</i>												
Unión Europea	3,5	2,3	2,4	3,7	0,9	2,0	3,1	2,6	1,5	1,1	1,4	1,8
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Combustible	17,0	9,4	10,4	14,3	9,0	7,8	9,8	9,0	10,2	9,0	8,1	7,2
Otros productos	8,4	4,9	5,5	8,0	4,5	5,5	6,7	5,3	4,8	4,7	4,6	4,1
Productos primarios	10,4	6,2	6,2	12,1	7,0	5,4	7,0	7,2	6,8	6,5	5,9	5,1
Por fuentes de financiamiento externo												
Economías deudoras netas	10,9	6,4	6,0	9,1	7,4	6,7	7,6	7,1	6,3	5,9	5,7	5,0
Financiamiento oficial	8,9	7,2	8,1	12,5	9,1	7,5	11,3	10,2	7,5	6,8	6,9	5,3
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda												
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2008–12 ⁴	8,8	7,5	7,6	11,2	10,9	9,2	12,6	12,0	8,8	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Mediana de la tasa de inflación												
Economías avanzadas	2,1	2,3	2,2	4,0	0,7	1,9	3,2	2,5	1,4	1,4	1,7	2,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,2	6,1	6,1	10,3	4,2	4,2	5,7	4,6	3,9	3,9	4,0	4,0

¹Excluido Letonia.²En este cuadro, "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón, pero incluye Letonia.³Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.⁴Véase la nota 4 del cuadro A7.⁵Georgia, 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 A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor¹

(Variación porcentual anual)

	Promedio										Proyecciones			Fin del período ²		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019	Proyecciones			
													2013	2014	2015	
Economías avanzadas	2,0	2,4	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	2,0	1,4	1,5	1,6	2,0	1,2	1,6	1,7	
Estados Unidos	2,5	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	1,4	1,6	2,0	1,2	1,5	1,7	
Zona del euro ^{3,4}	1,9	2,2	2,2	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,9	1,2	1,6	0,8	1,0	1,1	
Alemania	1,3	1,8	2,3	2,7	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	1,4	1,4	1,7	1,2	1,4	1,4	
Francia	1,7	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	1,0	1,2	1,6	0,0	1,0	1,2	
Italia	2,4	2,2	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,7	1,0	1,6	0,7	0,7	1,0	
España	2,9	3,6	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1	2,4	1,5	0,3	0,8	1,1	0,3	0,5	0,8	
Países Bajos	2,3	1,7	1,6	2,2	1,0	0,9	2,5	2,8	2,6	0,8	1,0	1,5	1,7	0,9	1,1	
Bélgica	1,8	2,3	1,8	4,5	0,0	2,3	3,4	2,6	1,2	1,0	1,1	1,4	1,2	0,8	1,1	
Austria	1,6	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7	3,6	2,6	2,1	1,8	1,7	1,7	2,0	1,8	1,7	
Grecia	4,1	3,2	2,9	4,2	1,2	4,7	3,3	1,5	-0,9	-0,4	0,3	1,6	-1,7	0,0	0,7	
Portugal	2,8	3,0	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,4	0,7	1,2	1,5	0,2	2,5	-1,9	
Finlandia	1,5	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	3,3	3,2	2,2	1,7	1,5	2,0	1,9	1,4	1,5	
Irlanda	3,0	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6	1,2	1,9	0,5	0,6	1,1	1,7	1,8	0,2	0,9	
República Eslovaca	7,0	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7	1,5	0,7	1,6	2,2	0,4	1,6	1,6	
Eslovenia	6,8	2,5	3,6	5,7	0,9	1,8	1,8	2,6	1,6	1,2	1,6	2,0	0,7	1,3	1,8	
Luxemburgo	2,2	3,0	2,7	4,1	0,0	2,8	3,7	2,9	1,7	1,6	1,8	1,9	1,5	1,7	1,8	
Letonia	5,4	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,3	0,0	1,5	2,5	2,3	-0,4	2,4	2,5	
Estonia	6,6	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7	5,1	4,2	3,5	3,2	2,8	2,2	3,2	2,8	2,5	
Chipre ⁴	2,7	2,3	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	3,1	0,4	0,4	1,4	1,9	-1,2	0,4	1,4	
Malta	2,7	2,6	0,7	4,7	1,8	2,0	2,5	3,2	1,0	1,2	2,6	1,8	1,0	4,1	1,2	
Japón	-0,1	0,2	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,4	2,8	1,7	2,0	1,4	2,9	1,9	
Reino Unido ⁴	1,5	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,9	1,9	2,0	2,1	1,9	1,9	
Canadá	2,0	2,0	2,1	2,4	0,3	1,8	2,9	1,5	1,0	1,5	1,9	2,0	1,0	1,8	2,0	
Corea	3,6	2,2	2,5	4,7	2,8	2,9	4,0	2,2	1,3	1,8	3,0	3,0	1,1	2,5	3,0	
Australia	2,5	3,6	2,3	4,4	1,8	2,9	3,3	1,8	2,4	2,3	2,4	2,5	2,7	1,8	2,5	
Taiwan, provincia china de	1,0	0,6	1,8	3,5	-0,9	1,0	1,4	1,9	0,8	1,4	2,0	2,0	0,3	1,7	2,0	
Suecia	1,0	1,4	2,2	3,4	-0,5	1,2	3,0	0,9	0,0	0,4	1,6	2,0	0,1	0,8	2,0	
Hong Kong, RAE de	0,0	2,0	2,0	4,3	0,6	2,3	5,3	4,1	4,3	4,0	3,8	3,5	4,3	4,0	3,8	
Suiza	0,8	1,1	0,7	2,4	-0,5	0,7	0,2	-0,7	-0,2	0,2	0,5	1,0	0,0	1,0	1,0	
Singapur	0,8	1,0	2,1	6,6	0,6	2,8	5,2	4,6	2,4	2,3	2,6	2,4	2,0	2,3	2,7	
República Checa	4,5	2,5	2,9	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	1,0	1,9	2,0	1,4	1,2	2,0	
Noruega	2,0	2,3	0,7	3,8	2,2	2,4	1,3	0,7	2,1	2,0	2,0	2,5	2,0	2,0	2,0	
Israel	4,0	2,1	0,5	4,6	3,3	2,7	3,5	1,7	1,5	1,6	2,0	2,0	1,8	1,7	2,0	
Dinamarca	2,1	1,9	1,7	3,4	1,3	2,3	2,8	2,4	0,8	1,5	1,8	2,2	0,8	1,6	2,2	
Nueva Zelandia	2,0	3,4	2,4	4,0	2,1	2,3	4,0	1,1	1,1	2,2	2,2	2,0	1,6	2,5	2,1	
Islandia	3,5	6,7	5,1	12,7	12,0	5,4	4,0	5,2	3,9	2,9	3,4	2,5	3,3	3,3	3,1	
San Marino	...	2,1	2,5	4,1	2,4	2,6	2,0	2,8	1,3	1,0	1,2	1,7	1,3	1,0	1,2	
<i>Partida informativa</i>																
Principales economías avanzadas	1,8	2,4	2,2	3,2	-0,1	1,4	2,6	1,9	1,3	1,6	1,6	1,9	1,2	1,7	1,6	

¹Las variaciones de los precios al consumidor se indican como promedios anuales.

²Variaciones mensuales de diciembre a diciembre. Varios países declaran variaciones en base trimestral.

³Excluido Letonia.

⁴Basados 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									Proyecciones			Fin del período ²		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones			Proyecciones		
										2014	2015	2019	2013	2014	2015
África subsahariana	14,2	7,2	6,2	13,0	9,7	7,5	9,4	9,0	6,3	6,1	5,9	5,5	5,9	6,2	5,8
Angola	208,2	13,3	12,2	12,5	13,7	14,5	13,5	10,3	8,8	7,7	7,7	6,5	7,7	8,0	7,5
Benin	3,3	3,8	1,3	7,4	0,9	2,2	2,7	6,7	1,0	1,7	2,8	2,8	-1,8	4,0	2,8
Botswana	8,1	11,6	7,1	12,6	8,1	6,9	8,5	7,5	5,8	3,8	3,4	3,2	4,1	3,5	3,3
Burkina Faso	2,7	2,4	-0,2	10,7	2,6	-0,6	2,8	3,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Burundi	12,4	9,1	14,4	26,0	4,6	4,1	14,9	12,0	8,8	5,9	6,0	4,5	8,8	5,9	6,0
Cabo Verde	2,6	4,8	4,4	6,8	1,0	2,1	4,5	2,5	1,5	1,7	2,0	2,0	0,1	2,0	2,0
Camerún	2,5	4,9	1,1	5,3	3,0	1,3	2,9	2,4	2,1	2,5	2,5	2,5	1,7	2,5	2,5
Chad	2,9	7,7	-7,4	8,3	10,1	-2,1	1,9	7,7	0,2	2,4	3,0	3,0	0,9	3,2	3,0
Comoras	3,2	3,4	4,5	4,8	4,8	3,9	6,8	6,3	2,3	3,2	3,2	3,1	3,2	3,2	3,2
Congo, República del	3,7	4,7	2,6	6,0	4,3	5,0	1,8	5,0	4,6	2,4	2,4	2,2	2,1	2,7	2,3
Congo, República Democrática del	137,3	13,2	16,7	18,0	46,2	23,5	15,5	2,1	0,8	2,4	4,1	5,5	1,0	3,7	4,5
Côte d'Ivoire	3,1	2,5	1,9	6,3	1,0	1,4	4,9	1,3	2,6	1,2	2,5	2,5	0,4	0,0	2,5
Eritrea	14,2	15,1	9,3	19,9	33,0	12,7	13,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Etiopía	3,3	13,6	17,2	44,4	8,5	8,1	33,2	24,1	8,0	6,2	7,8	8,0	7,7	7,0	8,0
Gabón	1,1	-1,4	-1,0	5,3	1,9	1,4	1,3	2,7	0,5	5,6	2,5	2,5	3,3	2,5	2,5
Gambia	5,8	2,1	5,4	4,5	4,6	5,0	4,8	4,6	5,2	5,3	5,0	5,0	5,6	5,0	5,0
Ghana	22,4	10,2	10,7	16,5	20,6	11,7	8,7	9,2	11,7	13,0	11,1	8,1	13,5	12,3	9,8
Guinea	8,6	34,7	22,9	18,4	4,7	15,5	21,4	15,2	12,0	10,2	8,5	6,0	11,0	8,5	7,8
Guinea-Bissau	10,7	0,7	4,6	10,4	-1,6	1,1	5,1	2,1	0,6	2,5	2,0	2,0	1,7	2,8	2,0
Guinea Ecuatorial	5,4	4,5	2,8	4,7	5,7	5,3	4,8	3,4	3,2	3,9	3,7	3,0	4,9	3,7	3,4
Kenya	7,3	6,0	4,3	15,1	10,6	4,3	14,0	9,4	5,7	6,6	5,5	5,0	7,1	6,6	5,1
Lesotho	7,5	6,1	8,0	10,7	7,4	3,6	5,0	6,2	5,3	4,7	4,6	4,0	4,6	4,6	4,6
Liberia	...	9,5	11,4	17,5	7,4	7,3	8,5	6,8	7,6	8,1	7,5	5,8	8,5	7,9	7,0
Madagascar	10,2	10,8	10,4	9,2	9,0	9,3	10,0	5,8	5,8	6,2	6,0	5,0	6,3	6,5	6,0
Malawi	21,9	13,9	8,0	8,7	8,4	7,4	7,6	21,3	27,7	15,1	6,9	5,2	20,1	9,7	5,8
Malí	2,0	1,5	1,5	9,1	2,2	1,3	3,1	5,3	-0,6	3,9	2,5	2,2	0,0	8,1	3,3
Mauricio	5,5	8,9	8,8	9,7	2,5	2,9	6,5	3,9	3,5	3,8	4,5	5,0	3,5	4,5	5,0
Mozambique	12,5	13,2	8,2	10,3	3,3	12,7	10,4	2,1	4,2	5,6	5,6	5,6	3,0	6,0	5,6
Namibia	7,5	5,1	6,7	10,4	8,8	4,5	5,0	6,5	6,2	5,9	5,7	5,5	6,0	5,8	5,7
Níger	2,6	0,1	0,1	11,3	4,3	-2,8	2,9	0,5	2,3	2,5	2,1	-0,8	1,1	2,6	1,2
Nigeria	13,8	8,2	5,4	11,6	12,5	13,7	10,8	12,2	8,5	7,3	7,0	7,0	7,9	7,0	7,0
República Centroafricana	1,6	6,7	0,9	9,3	3,5	1,5	1,2	5,9	6,6	4,5	4,2	2,0	5,9	3,9	2,3
Rwanda	6,6	8,8	9,1	15,4	10,3	2,3	5,7	6,3	4,2	4,1	4,8	5,0	3,6	4,5	5,0
Santo Tomé y Príncipe	22,1	23,1	18,6	32,0	17,0	13,3	14,3	10,6	8,1	6,6	4,9	3,0	7,1	6,0	4,0
Senegal	1,5	2,1	5,9	5,8	-1,7	1,2	3,4	1,4	0,8	1,4	1,7	1,9	1,2	1,7	1,7
Seychelles	2,9	-1,9	-8,6	37,0	31,7	-2,4	2,6	7,1	4,3	3,5	3,3	3,0	3,4	3,5	3,2
Sierra Leona	13,2	9,5	11,6	14,8	9,2	17,8	18,5	13,8	9,8	7,8	6,7	5,4	8,5	7,5	6,0
Sudáfrica	5,9	4,7	7,1	11,5	7,1	4,3	5,0	5,7	5,8	6,0	5,6	5,2	5,4	6,3	5,6
Sudán del Sur	...	...	...	...	...	...	...	45,1	0,0	11,2	9,0	5,0	-8,8	14,2	5,0
Swazilandia	6,5	5,2	8,1	12,7	7,4	4,5	6,1	8,9	5,6	5,5	5,2	5,2	4,4	5,6	5,2
Tanzanía	8,4	7,3	7,0	10,3	12,1	7,2	12,7	16,0	7,9	5,2	5,0	5,0	5,6	5,0	5,0
Togo	2,6	2,2	0,9	8,7	3,7	1,4	3,6	2,6	2,0	3,0	2,7	2,5	2,2	2,8	2,7
Uganda	4,8	7,2	6,1	12,0	13,1	4,0	18,7	14,0	5,4	6,3	6,3	5,0	5,6	7,0	5,6
Zambia	24,4	9,0	10,7	12,4	13,4	8,5	8,7	6,6	7,0	7,0	6,0	5,0	7,1	6,5	5,5
Zimbabwe ³	...	33,0	-72,7	157,0	6,2	3,0	3,5	3,7	1,6	1,5	1,7	2,5	0,3	2,0	2,0

Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor¹ (continuación)

(Variación porcentual anual)

	Promedio									Proyecciones			Fin del período ²		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019	2013	2014	2015
América Latina y el Caribe⁴	10,1	5,3	5,4	7,9	5,9	6,0	6,6	5,9	6,8	...	...	...	7,4	...	...
Antigua y Barbuda	1,8	1,8	1,4	5,3	-0,6	3,4	3,5	3,4	1,1	1,0	1,7	2,5	1,1	1,1	2,0
Argentina ⁴	4,9	10,9	8,8	8,6	6,3	10,5	9,8	10,0	10,6	...	...	...	10,9	...	...
Bahamas, Las	1,6	2,1	2,5	4,7	1,9	1,3	3,2	2,0	0,3	2,0	2,5	1,3	0,3	5,5	2,5
Barbados	2,3	7,3	4,0	8,1	3,7	5,8	9,4	4,5	2,3	2,0	1,7	2,6	2,2	1,8	1,6
Belice	1,8	4,2	2,3	6,4	-1,1	0,9	1,5	1,4	0,5	1,2	2,0	2,0	0,4	2,0	2,0
Bolivia	4,7	4,3	6,7	14,0	3,3	2,5	9,9	4,5	5,7	6,8	5,3	5,0	6,5	5,5	5,2
Brasil	8,1	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,4	6,2	5,9	5,5	4,7	5,9	5,8	5,4
Chile	3,9	3,4	4,4	8,7	1,5	1,4	3,3	3,0	1,8	3,5	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Colombia	10,9	4,3	5,5	7,0	4,2	2,3	3,4	3,2	2,0	1,9	2,9	3,0	1,9	2,7	3,0
Costa Rica	11,9	11,5	9,4	13,4	7,8	5,7	4,9	4,5	5,2	2,9	4,5	4,5	3,7	4,5	4,5
Dominica	1,4	2,6	3,2	6,4	0,0	2,8	1,3	1,5	-0,4	1,8	1,8	1,8	-0,9	2,3	1,7
Ecuador	27,8	3,3	2,3	8,4	5,2	3,6	4,5	5,1	2,7	2,8	2,6	2,5	2,7	2,7	2,5
El Salvador	3,6	4,0	4,6	7,3	0,5	1,2	5,1	1,7	0,8	1,8	2,6	2,6	0,8	2,0	2,6
Granada	1,6	4,3	3,9	8,0	-0,3	3,4	3,0	2,4	0,0	1,6	1,7	2,3	-1,2	1,7	1,6
Guatemala	7,6	6,6	6,8	11,4	1,9	3,9	6,2	3,8	4,3	4,0	4,1	4,0	4,4	4,3	4,2
Guyana	5,4	6,7	12,2	8,1	3,0	3,7	5,0	2,4	3,5	3,9	4,3	3,8	3,5	4,3	4,3
Haití	16,5	14,2	9,0	14,4	3,4	4,1	7,4	6,8	6,8	4,1	5,8	5,0	4,5	5,7	5,0
Honduras	12,1	5,6	6,9	11,4	5,5	4,7	6,8	5,2	5,2	5,5	6,5	5,5	4,9	7,0	6,0
Jamaica	11,0	8,9	9,2	22,0	9,6	12,6	7,5	6,9	9,4	9,1	8,2	6,9	9,7	8,5	8,0
México	11,8	3,6	4,0	5,1	5,3	4,2	3,4	4,1	3,8	4,0	3,5	3,0	4,0	4,0	3,7
Nicaragua	8,5	9,1	11,1	19,8	3,7	5,5	8,1	7,2	7,4	7,0	7,0	7,0	6,9	7,0	7,0
Panamá	1,1	2,5	4,2	8,8	2,4	3,5	5,9	5,7	4,0	3,8	3,6	2,5	3,7	3,6	3,5
Paraguay	8,7	9,6	8,1	10,2	2,6	4,7	8,3	3,7	2,7	4,7	5,0	5,0	3,7	5,0	5,0
Perú	4,4	2,0	1,8	5,8	2,9	1,5	3,4	3,7	2,8	2,5	2,1	2,0	2,9	2,3	2,0
República Dominicana	12,2	7,6	6,1	10,6	1,4	6,3	8,5	3,7	4,8	3,9	4,2	4,0	3,9	4,5	4,0
Saint Kitts y Nevis	3,2	8,5	4,5	5,3	2,1	0,6	7,1	1,4	0,7	0,7	1,8	2,5	0,4	1,5	2,0
San Vicente y las Granadinas	1,6	3,0	7,0	10,1	0,4	0,8	3,2	2,6	0,9	0,9	1,1	2,0	0,2	1,7	1,7
Santa Lucía	2,3	3,6	2,8	5,5	-0,2	3,3	2,8	4,2	1,5	1,1	2,4	3,1	-1,4	2,4	1,8
Suriname	25,2	11,1	6,6	15,0	0,0	6,9	17,7	5,0	1,9	1,7	3,1	3,7	0,6	2,2	3,3
Trinidad y Tabago	4,4	8,3	7,9	12,0	7,6	10,5	5,1	9,3	5,2	4,8	4,0	4,0	5,6	4,0	4,0
Uruguay	11,8	6,4	8,1	7,9	7,1	6,7	8,1	8,1	8,6	8,3	8,0	6,5	8,5	8,5	7,6
Venezuela	31,0	13,7	18,7	30,4	27,1	28,2	26,1	21,1	40,7	50,7	38,0	30,0	56,1	75,0	75,0
Comunidad de Estados Independientes^{5,6}	24,8	9,5	9,7	15,6	11,2	7,2	10,1	6,5	6,4	6,6	6,1	5,8	6,2	6,3	6,1
Rusia	25,5	9,7	9,0	14,1	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	5,8	5,3	5,0	6,5	5,3	5,3
Excluido Rusia	22,9	8,9	11,6	19,4	10,2	7,9	14,1	9,9	5,6	9,3	8,6	8,0	5,4	9,5	8,8
Armenia	5,6	3,0	4,6	9,0	3,5	7,3	7,7	2,5	5,8	5,0	4,0	4,0	5,6	4,0	4,0
Azerbaiyán	3,7	8,4	16,6	20,8	1,6	5,7	7,9	1,0	2,4	3,5	4,0	4,9	3,6	3,4	4,5
Belarús	67,7	7,0	8,4	14,8	13,0	7,7	53,2	59,2	18,3	16,8	15,8	16,5	16,5	16,3	15,4
Georgia	9,7	9,2	9,2	10,0	1,7	7,1	8,5	-0,9	-0,5	4,0	4,6	5,0	2,3	4,0	5,0
Kazajistán	11,7	8,6	10,8	17,1	7,3	7,1	8,3	5,1	5,8	9,2	7,5	5,4	4,8	10,1	7,5
República Kirguisa	13,5	5,6	10,2	24,5	6,8	7,8	16,6	2,8	6,6	6,1	6,6	5,5	4,0	7,0	6,0
Moldova	16,0	12,7	12,4	12,7	0,0	7,4	7,6	4,6	4,6	5,5	5,9	5,0	5,2	5,2	6,5
Tayikistán	47,6	10,0	13,2	20,4	6,5	6,5	12,4	5,8	5,0	5,4	5,9	6,0	3,7	5,3	6,5
Turkmenistán	47,0	8,2	6,3	14,5	-2,7	4,4	5,3	5,3	6,6	5,7	6,0	6,0	5,5	6,0	6,0
Ucrania ⁷	18,2	9,1	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0	0,6	-0,3	...	...	...	0,5	...	...
Uzbekistán	27,8	14,2	12,3	12,7	14,1	9,4	12,8	12,1	11,2	11,0	11,0	11,0	10,2	11,5	11,6

Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor¹ (continuación)*(Variación porcentual anual)*

	Promedio										Proyecciones			Fin del período ²		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019	2013	2014	2015	
											Proyecciones			Proyecciones		
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	4,1	4,3	5,3	7,4	3,2	5,3	6,5	4,6	4,5	4,5	4,3	3,9	4,3	4,4	4,3	
Bangladesh	4,9	6,8	9,1	8,9	5,4	8,1	10,7	6,2	7,5	7,3	6,7	5,7	7,3	7,0	6,4	
Bhután	5,7	4,9	5,2	6,3	7,1	4,8	8,6	10,1	8,7	10,2	8,8	6,7	10,0	9,6	8,4	
Brunei Darussalam	0,5	0,2	1,0	2,1	1,0	0,2	0,1	0,1	0,4	0,5	0,5	0,6	0,1	0,5	0,5	
Camboya	4,2	6,1	7,7	25,0	-0,7	4,0	5,5	2,9	3,0	3,8	3,2	3,0	4,6	3,0	3,0	
China	1,6	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,6	3,0	3,0	3,0	2,5	3,0	3,0	
Fiji	2,9	2,5	4,8	7,7	3,7	3,7	7,3	3,4	2,9	3,0	3,0	2,9	3,4	3,0	3,0	
Filipinas	5,8	5,5	2,9	8,2	4,2	3,8	4,7	3,2	2,9	4,4	3,6	3,5	4,1	4,0	3,5	
India	5,7	7,3	6,1	8,9	13,0	10,5	9,6	10,2	9,5	8,0	7,5	6,1	8,1	8,0	7,4	
Indonesia	13,5	13,1	6,7	9,8	5,0	5,1	5,3	4,0	6,4	6,3	5,5	5,0	8,1	5,5	5,4	
Islas Marshall	...	5,3	2,6	14,7	0,5	2,2	4,9	4,5	1,4	1,6	1,8	2,2	1,4	1,6	1,8	
Islas Salomón	8,8	11,2	7,7	17,3	7,1	0,9	7,4	5,9	6,1	5,9	5,6	5,5	6,3	6,0	5,6	
Kiribati	1,6	-1,0	3,6	13,7	9,8	-3,9	1,5	-3,0	2,0	2,5	2,5	2,5	2,0	2,5	2,5	
Malasia	2,4	3,6	2,0	5,4	0,6	1,7	3,2	1,7	2,1	3,3	3,9	2,7	3,2	3,3	3,9	
Maldivas	2,1	3,5	6,8	12,0	4,5	6,1	11,3	10,9	4,0	3,3	4,4	4,4	3,1	4,4	4,4	
Micronesia	...	4,6	3,3	8,3	6,2	3,9	5,4	4,6	4,0	3,3	2,7	2,0	4,5	3,3	2,7	
Mongolia	13,7	4,5	8,2	26,8	6,3	10,2	7,7	15,0	9,6	12,0	11,0	6,5	12,3	13,3	8,1	
Myanmar	...	26,3	30,9	11,5	2,2	8,2	2,8	2,8	5,8	6,6	6,9	4,7	6,7	7,0	6,7	
Nepal	5,7	8,0	6,2	6,7	12,6	9,5	9,6	8,3	9,9	9,8	7,0	5,5	7,7	9,3	7,3	
Palau	...	4,8	3,0	10,0	4,7	1,1	2,6	5,4	2,8	3,0	3,5	2,0	3,0	3,5	3,0	
Papua Nueva Guinea	9,8	2,4	0,9	10,8	6,9	6,0	8,4	2,2	3,8	6,0	5,0	5,0	5,5	6,0	5,0	
República Democrática Popular Lao	28,7	6,8	4,5	7,6	0,0	6,0	7,6	4,3	6,4	7,5	7,5	5,7	6,6	7,7	7,3	
Samoa	4,7	3,5	4,7	6,3	14,6	-0,2	2,9	6,2	-0,2	-1,0	3,0	2,5	-1,7	1,0	3,5	
Sri Lanka	9,8	10,0	15,8	22,4	3,5	6,2	6,7	7,5	6,9	4,7	6,4	5,5	4,7	6,0	6,2	
Tailandia	3,2	4,6	2,2	5,5	-0,9	3,3	3,8	3,0	2,2	2,3	2,1	2,0	1,7	2,4	2,3	
Timor-Leste	...	4,1	9,0	7,6	0,1	4,5	11,7	13,1	10,6	9,5	8,1	6,0	10,4	8,5	7,6	
Tonga	6,7	6,1	7,4	7,5	3,5	3,9	4,6	3,1	3,2	3,9	4,6	5,9	3,5	4,4	4,9	
Tuvalu	...	4,2	2,3	10,4	-0,3	-1,9	0,5	1,4	2,6	2,6	2,8	2,6	2,7	2,7	2,7	
Vanuatu	2,3	2,0	3,8	4,2	5,2	2,7	0,7	1,4	1,3	1,8	2,4	2,7	1,5	2,0	2,7	
Vietnam	4,2	7,5	8,3	23,1	6,7	9,2	18,7	9,1	6,6	6,3	6,2	5,1	6,0	6,3	6,1	
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	27,0	5,9	6,0	7,9	4,7	5,4	5,4	5,8	4,1	4,0	4,1	4,0	3,4	4,6	3,9	
Albania	7,8	2,4	2,9	3,4	2,3	3,5	3,4	2,0	1,9	2,7	2,8	3,0	1,9	2,6	3,0	
Bosnia y Herzegovina	...	6,1	1,5	7,4	-0,4	2,1	3,7	2,0	-0,1	1,1	1,5	2,1	-0,1	1,1	1,5	
Bulgaria	46,5	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	3,4	2,4	0,4	-0,4	0,9	2,2	-0,9	0,5	1,3	
Croacia	3,5	3,2	2,9	6,1	2,4	1,0	2,3	3,4	2,2	0,5	1,1	2,5	0,3	1,0	1,4	
Hungría	10,4	3,9	7,9	6,1	4,2	4,9	4,0	5,7	1,7	0,9	3,0	3,0	0,4	2,9	3,0	
Kosovo	...	0,6	4,4	9,4	-2,4	3,5	7,3	2,5	1,9	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	
Lituania	...	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	1,2	1,0	1,8	2,2	0,5	1,7	1,8	
Macedonia, ex República Yugoslava de	2,1	3,2	2,3	8,4	-0,8	1,5	3,9	3,3	2,8	1,8	2,3	2,3	1,4	2,3	2,3	
Montenegro	...	2,1	3,5	9,0	3,6	0,7	3,1	3,6	2,2	0,2	1,1	1,4	0,3	0,9	1,1	
Polonia	7,6	1,0	2,5	4,2	3,4	2,6	4,3	3,7	0,9	1,5	2,4	2,5	0,7	2,1	2,5	
Rumania	39,3	6,6	4,8	7,8	5,6	6,1	5,8	3,3	4,0	2,2	3,1	2,7	1,6	3,5	3,1	
Serbia	...	10,7	6,9	12,4	8,1	6,2	11,1	7,3	7,7	4,0	4,0	4,0	2,2	5,3	4,0	
Turquía	48,5	9,6	8,8	10,4	6,3	8,6	6,5	8,9	7,5	7,8	6,5	6,0	7,4	8,0	6,0	

Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor¹ (conclusión)
(Variación porcentual anual)

	Promedio 1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones			Fin del período ²				
										2014	2015	2019	2013	2014	2015		
Oriente Medio, Norte de África,																	
Afganistán y Pakistán	6,0	8,2	10,2	12,2	7,4	6,9	9,8	10,6	10,1	8,5	8,3	7,4	7,9	9,0	7,9		
Afganistán	...	6,8	8,7	26,4	-6,8	2,2	11,8	6,4	7,4	6,1	5,5	5,0	7,2	4,0	6,4		
Arabia Saudita	-0,3	1,9	5,0	6,1	4,1	3,8	3,7	2,9	3,5	3,0	3,2	3,5	3,0	3,3	3,4		
Argelia	4,6	2,3	3,7	4,9	5,7	3,9	4,5	8,9	3,3	4,0	4,0	4,0	1,1	5,3	4,0		
Bahrein	0,7	2,0	3,3	3,5	2,8	2,0	-0,4	2,8	3,3	2,5	2,4	2,6	3,9	2,6	2,2		
Djibouti	2,0	3,5	5,0	12,0	1,7	4,0	5,1	3,7	2,5	2,5	2,5	2,5	1,1	2,3	2,3		
Egipto	4,7	4,2	11,0	11,7	16,2	11,7	11,1	8,6	6,9	10,7	11,2	12,2	9,8	11,3	11,5		
Emiratos Árabes Unidos	3,1	9,3	11,1	12,3	1,6	0,9	0,9	0,7	1,1	2,2	2,5	3,9	1,7	2,4	2,7		
Irán	15,9	11,9	18,4	25,3	10,8	12,4	21,5	30,5	35,2	23,0	22,0	20,0	22,0	24,0	20,0		
Iraq	...	53,2	30,8	2,7	-2,2	2,4	5,6	6,1	1,9	1,9	3,0	3,0	3,1	2,3	3,0		
Jordania	2,6	6,3	4,7	13,9	-0,7	5,0	4,4	4,6	5,5	3,0	2,4	1,8	3,0	2,4	2,2		
Kuwait	1,8	3,1	5,5	6,3	4,6	4,5	4,9	3,2	2,7	3,4	4,0	4,0	2,7	3,4	4,0		
Líbano	2,4	5,6	4,1	10,8	1,2	5,1	7,2	5,9	3,2	2,0	2,0	2,5	1,3	2,0	2,0		
Libia	-0,7	1,5	6,2	10,4	2,4	2,5	15,9	6,1	2,6	4,8	6,3	2,5	1,7	7,5	5,4		
Mauritania	6,1	6,2	7,3	7,5	2,1	6,3	5,7	4,9	4,1	4,7	5,2	5,5	4,5	5,0	5,5		
Marruecos	1,6	3,3	2,0	3,9	1,0	1,0	0,9	1,3	1,9	2,5	2,5	2,5	0,4	2,5	2,5		
Omán	0,1	3,4	5,9	12,6	3,5	3,3	4,0	2,9	1,3	2,7	3,1	3,4	1,3	2,7	3,1		
Pakistán	6,3	8,0	7,8	10,8	17,6	10,1	13,7	11,0	7,4	8,8	9,0	6,0	5,9	10,0	8,0		
Qatar	3,6	11,9	13,6	15,2	-4,9	-2,4	1,9	1,9	3,1	3,6	3,5	3,4	3,1	3,6	3,5		
Siria ⁸	2,2	10,4	4,7	15,2	2,8	4,4	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Sudán ⁹	21,8	7,2	8,0	14,3	11,3	13,0	18,1	35,5	36,5	20,4	14,3	5,5	41,9	18,1	12,0		
Túnez	2,8	4,1	3,4	4,9	3,5	4,4	3,5	5,6	6,1	5,5	5,0	4,0	6,0	5,3	4,5		
Yemen	12,8	10,8	7,9	19,0	3,7	11,2	19,5	9,9	11,1	10,4	9,8	7,7	9,8	10,0	9,5		

¹Las variaciones de los precios al consumidor se indican como promedios anuales.

²Variaciones mensuales de diciembre a diciembre. Varios países declaran variaciones en base trimestral.

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.

⁴Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados. A partir de enero de 2014, los datos de precios al consumidor reflejan el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), que difiere sustancialmente del anterior IPC (el IPC del Gran Buenos Aires, IPC-GBA). Dadas las diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología, los datos del IPCNU no pueden compararse directamente con los datos del anterior IPC-GBA. Debido a este corte estructural en los datos, en la edición de abril de 2014 del informe WEO no se presentan los pronósticos del personal técnico sobre la inflación del IPC. Tras una declaración de censura emitida por el FMI el 1 de febrero de 2013, la divulgación pública de un nuevo IPC nacional a más tardar a fines de marzo de 2014 fue una de las medidas especificadas en la decisión del Directorio Ejecutivo del FMI de diciembre de 2013 en la que se solicitaba a Argentina que abordara la calidad de los datos oficiales de su IPC. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar este tema conforme al calendario especificado en diciembre de 2013 y en consonancia con los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

⁵Para 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.

⁶Georgia, 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.

⁷Las proyecciones para Ucrania no se incluyen debido a la crisis en curso.

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		
	1998–2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019
Principales economías avanzadas										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-3,9	-5,1	-10,8	-9,6	-8,2	-7,3	-5,9	-5,1	-4,4	-3,5
Brecha del producto ²	0,0	-1,2	-5,7	-3,9	-3,5	-3,2	-3,1	-2,4	-1,7	0,0
Saldo estructural ²	-4,0	-4,5	-7,0	-7,8	-6,7	-5,8	-4,3	-3,9	-3,6	-3,5
Estados Unidos										
Préstamo neto/endeudamiento neto ³	-4,4	-7,8	-14,7	-12,5	-11,0	-9,7	-7,3	-6,4	-5,6	-5,7
Brecha del producto ^{2,3}	-0,5	-3,1	-7,1	-5,6	-5,2	-4,3	-4,1	-3,3	-2,2	0,0
Saldo estructural ²	-3,9	-5,7	-8,8	-10,0	-8,7	-7,7	-5,4	-5,0	-4,6	-5,7
Deuda neta	41,7	50,4	62,1	69,7	76,2	80,1	81,3	82,3	82,7	84,5
Deuda bruta	60,7	72,8	86,1	94,8	99,0	102,4	104,5	105,7	105,7	106,7
Zona del euro⁴										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-1,9	-2,1	-6,4	-6,2	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6	-2,0	-0,3
Brecha del producto ²	0,9	2,3	-2,8	-1,6	-0,6	-1,7	-2,6	-2,2	-1,7	-0,2
Saldo estructural ²	-2,6	-3,4	-4,8	-4,8	-3,8	-2,3	-1,3	-1,2	-1,0	-0,1
Deuda neta	54,4	54,1	60,2	64,3	66,5	70,2	72,4	73,2	72,6	65,5
Deuda bruta	69,4	70,3	80,1	85,7	88,1	92,8	95,2	95,6	94,5	85,5
Alemania⁵										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-2,2	-0,1	-3,1	-4,2	-0,8	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,4
Brecha del producto ²	0,0	2,3	-3,7	-1,4	0,8	0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
Saldo estructural ^{2,6}	-2,4	-1,0	-1,1	-2,6	-1,1	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,4
Deuda neta	46,8	50,0	56,5	58,2	56,5	58,1	55,7	52,9	49,9	40,2
Deuda bruta	63,4	66,8	74,5	82,5	80,0	81,0	78,1	74,6	70,8	58,7
Francia										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-2,7	-3,3	-7,6	-7,1	-5,3	-4,8	-4,2	-3,7	-3,0	0,0
Brecha del producto ²	1,4	1,1	-3,0	-2,2	-1,0	-1,8	-2,4	-2,4	-2,0	0,1
Saldo estructural ^{2,6}	-3,6	-4,1	-5,7	-5,7	-4,6	-3,5	-2,4	-1,9	-1,5	0,0
Deuda neta	55,5	62,3	72,0	76,1	78,6	84,0	87,6	89,5	89,8	81,4
Deuda bruta	61,5	68,2	79,2	82,4	85,8	90,2	93,9	95,8	96,1	87,7
Italia										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-2,9	-2,7	-5,4	-4,4	-3,7	-2,9	-3,0	-2,7	-1,8	-0,2
Brecha del producto ²	1,7	1,9	-3,4	-1,6	-1,3	-2,8	-4,2	-3,5	-2,4	-0,4
Saldo estructural ^{2,7}	-4,4	-4,0	-4,2	-3,8	-3,8	-1,6	-0,3	-0,8	-0,3	0,0
Deuda neta	91,6	89,3	97,9	100,0	102,5	106,1	110,7	112,4	111,2	101,7
Deuda bruta	107,3	106,1	116,4	119,3	120,7	127,0	132,5	134,5	133,1	121,7
Japón										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-5,8	-4,1	-10,4	-9,3	-9,8	-8,7	-8,4	-7,2	-6,4	-5,4
Brecha del producto ²	-1,1	-1,4	-7,1	-3,1	-3,9	-3,1	-2,1	-1,4	-1,0	0,0
Saldo estructural ²	-5,5	-3,5	-7,4	-7,8	-8,3	-7,6	-7,8	-6,9	-6,1	-5,4
Deuda neta	70,0	95,3	106,2	113,1	127,3	129,5	134,1	137,1	140,0	143,8
Deuda bruta ⁸	162,4	191,8	210,2	216,0	229,8	237,3	243,2	243,5	245,1	245,0
Reino Unido										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-1,3	-5,0	-11,3	-10,0	-7,8	-8,0	-5,8	-5,3	-4,1	-0,2
Brecha del producto ²	1,9	1,7	-2,2	-1,9	-2,5	-3,0	-2,7	-1,7	-1,1	0,0
Saldo estructural ²	-2,6	-6,7	-10,2	-8,4	-5,9	-5,7	-3,7	-3,8	-3,1	-0,1
Deuda neta	36,4	48,0	62,4	72,2	76,8	81,4	83,1	84,4	85,7	77,6
Deuda bruta	41,1	51,9	67,1	78,5	84,3	88,6	90,1	91,5	92,7	84,6
Canadá										
Préstamo neto/endeudamiento neto	1,2	-0,3	-4,5	-4,9	-3,7	-3,4	-3,0	-2,5	-2,0	-0,6
Brecha del producto ²	1,3	0,7	-3,5	-2,0	-1,3	-1,5	-1,3	-0,9	-0,6	0,0
Saldo estructural ²	0,4	-0,8	-2,3	-3,7	-2,9	-2,5	-2,2	-1,9	-1,6	-0,6
Deuda neta	40,4	22,4	27,6	29,7	32,4	36,7	38,5	39,5	39,9	37,6
Deuda bruta	78,9	71,3	81,3	83,1	83,5	88,1	89,1	87,4	86,6	81,9

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. Los niveles de deuda bruta y neta declarados por las oficinas nacionales de estadística de los países que han adoptado el *Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN 2008)* (Australia, Canadá, Estados Unidos) se han ajustado para excluir los pasivos jubilatorios no financiados de los planes de pensiones de prestaciones definidas de los empleados públicos. Los datos fiscales correspondientes a los agregados de las principales economías avanzadas y Estados Unidos comienzan en 2001; por lo tanto, el promedio para esos agregados y Estados Unidos se calcula para el período 2001–07.

²Porcentaje del PIB potencial.

³Los datos se han revisado debido a que la Oficina de Análisis Económico ha concluido su revisión exhaustiva de las cuentas nacionales de ingreso y producto.

⁴Excluido Letonia.

⁵A 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.

⁶No incluye ingresos de carácter excepcional provenientes de transacciones de activos sustanciales, incluidas las licencias.

⁷Excluye 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.

⁸Incluye las participaciones de capital.

Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial
(Variación porcentual anual)

	Promedios										Proyecciones	
	1996-2005	2006-15	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Comercio de bienes y servicios												
Comercio mundial¹												
Volumen	6,7	4,2	9,3	7,9	2,8	-10,6	12,8	6,2	2,8	3,0	4,3	5,3
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	0,7	2,5	5,0	7,7	11,4	-10,3	5,6	11,1	-1,8	-0,8	-0,2	-0,4
En DEG	0,9	2,0	5,5	3,5	7,9	-8,1	6,8	7,4	1,2	0,0	-1,6	-1,3
Volumen del comercio												
Exportaciones												
Economías avanzadas	5,9	3,6	8,9	6,9	2,1	-11,7	12,4	5,7	2,1	2,3	4,2	4,8
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,7	5,6	11,2	9,4	4,3	-7,9	13,9	7,0	4,2	4,4	5,0	6,2
Importaciones												
Economías avanzadas	6,5	2,7	7,8	5,4	0,5	-12,2	11,7	4,8	1,1	1,4	3,5	4,5
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,0	7,2	12,2	14,9	8,5	-8,0	14,4	9,2	5,8	5,6	5,2	6,3
Términos de intercambio												
Economías avanzadas	-0,1	-0,3	-1,2	0,3	-2,1	2,5	-1,0	-1,5	-0,7	0,7	0,0	-0,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	1,3	0,8	3,0	1,7	3,3	-4,9	2,1	3,4	0,6	-0,3	-0,2	-0,7
Comercio de bienes												
Comercio mundial¹												
Volumen	6,8	4,0	9,3	7,1	2,2	-11,7	14,0	6,6	2,6	2,7	4,3	5,3
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	0,5	2,7	5,6	7,9	12,4	-11,6	6,7	12,2	-1,9	-1,1	-0,3	-0,6
En DEG	0,8	2,2	6,0	3,7	8,9	-9,4	7,8	8,4	1,1	-0,3	-1,8	-1,5
Precios del comercio mundial en dólares de EE.UU.²												
Manufacturas	-0,3	1,4	2,4	5,4	6,3	-6,5	2,5	6,1	0,2	-1,1	-0,3	-0,4
Petróleo	12,0	6,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	1,0	-0,9	0,1	-6,0
Productos primarios no combustibles	0,0	4,6	23,1	13,9	7,9	-15,8	26,5	17,9	-10,0	-1,2	-3,5	-3,9
Alimentos	-0,4	4,7	10,2	14,8	24,5	-14,8	11,9	19,9	-2,4	1,1	-5,3	-5,9
Bebidas	-2,3	5,5	8,4	13,8	23,3	1,6	14,1	16,6	-18,6	-11,9	15,1	0,8
Materias primas agrícolas	-1,8	3,2	8,7	5,0	-0,7	-17,1	33,2	22,7	-12,7	1,5	0,5	-0,3
Metales	2,8	5,2	56,2	17,4	-7,8	-19,2	48,2	13,5	-16,8	-4,3	-5,4	-3,9
Precios del comercio mundial en DEG²												
Manufacturas	-0,1	0,9	2,8	1,3	3,0	-4,1	3,7	2,5	3,3	-0,3	-1,7	-1,4
Petróleo	12,3	5,7	21,0	6,4	32,1	-34,8	29,3	27,2	4,1	-0,1	-1,3	-6,9
Productos primarios no combustibles	0,2	4,0	23,6	9,5	4,5	-13,7	27,9	13,9	-7,3	-0,4	-4,9	-4,9
Alimentos	-0,1	4,2	10,7	10,3	20,5	-12,7	13,1	15,8	0,6	1,9	-6,6	-6,8
Bebidas	-2,1	5,0	8,8	9,4	19,4	4,1	15,4	12,7	-16,1	-11,2	13,5	-0,2
Materias primas agrícolas	-1,6	2,6	9,2	0,9	-3,8	-15,1	34,6	18,6	-10,0	2,3	-0,9	-1,3
Metales	3,1	4,7	56,9	12,8	-10,7	-17,2	49,8	9,7	-14,3	-3,5	-6,8	-4,8
Precios del comercio mundial en euros²												
Manufacturas	0,2	0,3	1,6	-3,4	-1,0	-1,2	7,6	1,2	8,4	-4,3	-3,2	-2,2
Petróleo	12,5	5,1	19,5	1,4	27,1	-32,7	34,3	25,5	9,3	-4,1	-2,9	-7,7
Productos primarios no combustibles	0,5	3,4	22,1	4,3	0,5	-11,0	32,8	12,4	-2,6	-4,4	-6,3	-5,6
Alimentos	0,1	3,5	9,3	5,1	15,9	-9,9	17,4	14,3	5,7	-2,1	-8,1	-7,5
Bebidas	-1,8	4,3	7,5	4,2	14,8	7,3	19,8	11,2	-11,9	-14,8	11,7	-1,0
Materias primas agrícolas	-1,3	2,0	7,9	-3,8	-7,5	-12,5	39,8	17,0	-5,5	-1,7	-2,5	-2,1
Metales	3,3	4,0	55,0	7,5	-14,1	-14,6	55,5	8,3	-10,0	-7,3	-8,2	-5,5

Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial (conclusión)*(Variación porcentual anual)*

	Promedios										Proyecciones	
	1996–2005	2006–15	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Comercio de bienes												
Volumen del comercio												
Exportaciones												
Economías avanzadas	5,8	3,3	8,8	5,8	1,5	-13,4	14,3	6,0	1,8	1,8	4,2	4,6
Economías de mercados												
emergentes y en desarrollo	8,9	5,4	10,7	8,7	3,4	-8,1	13,8	6,9	4,8	4,0	5,1	6,2
Exportadoras de combustibles	4,9	2,5	4,3	4,2	3,1	-7,3	3,6	5,0	6,0	1,1	1,4	4,2
Exportadoras de otros productos	10,3	6,6	13,4	10,6	3,5	-8,5	17,7	7,6	4,3	5,4	6,7	7,0
Importaciones												
Economías avanzadas	6,7	2,6	8,1	4,8	-0,1	-13,1	13,5	5,2	0,5	1,2	3,2	4,5
Economías de mercados												
emergentes y en desarrollo	8,3	7,0	11,7	14,4	7,9	-9,6	14,9	10,0	5,4	5,3	5,4	6,5
Exportadoras de combustibles	8,0	8,0	12,4	23,8	14,0	-12,7	6,2	10,2	10,8	7,0	5,1	6,5
Exportadoras de otros productos	8,4	6,8	11,6	12,4	6,4	-8,9	17,1	10,0	4,3	4,9	5,5	6,5
Deflactor de precios en DEG												
Exportaciones												
Economías avanzadas	0,1	1,4	3,9	3,4	5,7	-6,7	4,5	6,0	-0,2	0,4	-1,4	-0,8
Economías de mercados												
emergentes y en desarrollo	3,6	3,7	11,0	5,7	14,4	-13,5	14,2	13,0	2,4	-0,9	-2,6	-3,1
Exportadoras de combustibles	8,8	5,6	18,4	8,0	25,8	-25,9	24,5	23,9	3,2	-1,8	-2,6	-4,9
Exportadoras de otros productos	1,7	2,8	7,8	4,7	9,6	-7,5	10,2	8,7	2,0	-0,4	-2,7	-2,3
Importaciones												
Economías avanzadas	0,2	1,8	5,4	3,0	8,4	-10,1	5,7	7,9	1,0	-0,2	-1,1	-0,8
Economías de mercados												
emergentes y en desarrollo	2,1	2,8	7,2	4,0	10,2	-8,1	11,4	8,5	2,1	-0,7	-2,3	-2,2
Exportadoras de combustibles	1,3	2,9	8,8	4,0	8,8	-4,8	9,3	6,3	1,9	0,1	-2,4	-1,8
Exportadoras de otros productos	2,3	2,8	6,8	4,0	10,5	-8,9	11,9	9,0	2,1	-0,9	-2,3	-2,3
Términos de intercambio												
Economías avanzadas	-0,2	-0,4	-1,4	0,4	-2,5	3,8	-1,1	-1,8	-1,2	0,6	-0,3	0,0
Economías de mercados												
emergentes y en desarrollo	1,5	0,8	3,6	1,6	3,8	-5,9	2,5	4,1	0,3	-0,1	-0,3	-0,9
Por regiones												
África subsahariana	...	2,0	7,1	4,7	8,9	-13,0	12,7	8,9	-1,4	-1,8	-1,2	-2,3
América Latina y el Caribe	1,5	1,4	7,1	2,3	3,0	-8,9	11,1	9,0	-3,1	-1,5	-1,7	-1,6
Comunidad de Estados Independientes ³												
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	-1,5	-0,3	-0,6	0,3	-1,4	3,2	-6,2	-2,4	1,3	1,4	0,6	0,6
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	0,0	-0,8	-1,0	1,7	-2,7	3,5	-4,0	-1,9	-0,1	0,4	-2,9	-0,5
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	6,8	2,2	6,8	3,2	12,7	-18,2	11,6	14,4	-0,1	-1,6	0,2	-3,1
Oriente Medio y Norte de África	7,2	2,3	7,0	3,2	13,4	-18,6	11,5	14,7	0,4	-1,7	0,4	-3,1
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Exportadoras de combustibles	7,4	2,6	8,9	3,9	15,6	-22,2	13,8	16,6	1,2	-1,9	-0,2	-3,2
Exportadoras de otros productos	-0,5	0,1	0,9	0,7	-0,8	1,5	-1,5	-0,3	-0,1	0,5	-0,4	0,0
<i>Partida informativa</i>												
Exportaciones mundiales en miles de millones de dólares de EE.UU.												
Bienes y servicios	8.482	20.390	14.891	17.336	19.830	15.880	18.916	22.317	22.535	23.083	23.990	25.123
Bienes	6.835	16.396	12.035	13.920	15.984	12.469	15.167	18.123	18.260	18.591	19.281	20.132
Precio medio del petróleo ⁴	12,0	6,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	1,0	-0,9	0,1	-6,0
En dólares de EE.UU. el barril	26,82	88,84	64,27	71,13	97,04	61,78	79,03	104,01	105,01	104,07	104,17	97,92
Valor unitario de la exportación de manufacturas ⁵	-0,3	1,4	2,4	5,4	6,3	-6,5	2,5	6,1	0,2	-1,1	-0,3	-0,4

Nota: DEG = Derecho especial de giro.

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, 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.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.)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones		
									2014	2015	2019
Economías avanzadas	-429,2	-327,4	-490,5	-57,7	-19,9	-43,5	-26,6	193,3	247,7	217,6	222,5
Estados Unidos	-798,5	-713,4	-681,3	-381,6	-449,5	-457,7	-440,4	-379,3	-391,1	-472,0	-627,1
Zona del euro ^{1,2}	53,9	46,4	-96,5	33,1	72,7	109,2	246,0	366,0	391,6	432,6	498,7
Japón	170,9	212,1	159,9	146,6	204,0	119,3	60,4	34,3	57,2	65,0	84,8
Otras economías avanzadas ³	144,5	127,5	127,5	144,3	152,9	185,8	107,5	172,3	190,0	192,0	266,1
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	632,1	604,4	674,4	248,8	325,3	414,0	368,4	210,0	239,1	175,0	98,5
Por regiones											
África subsahariana	29,5	11,8	-1,9	-28,8	-11,0	-11,9	-34,2	-47,2	-49,9	-59,3	-73,3
América Latina y el Caribe	46,2	6,2	-39,5	-30,0	-62,1	-79,4	-107,1	-153,3	-154,1	-167,7	-208,7
Comunidad de Estados Independientes ⁴	94,0	65,5	108,6	43,0	69,1	108,1	67,7	20,5	50,2	39,2	29,0
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	271,1	394,8	429,3	275,9	238,7	97,4	104,1	145,2	177,5	213,9	335,9
Economías emergentes y en desarrollo de Europa Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	-84,1	-129,7	-154,5	-50,3	-84,4	-118,8	-80,9	-75,6	-68,3	-76,6	-109,6
Partida informativa	275,4	255,7	332,3	39,1	175,0	418,7	418,8	320,5	283,6	225,5	125,2
Unión Europea	-28,2	-62,9	-172,1	4,7	19,1	83,6	174,5	328,9	357,4	404,9	505,4
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Combustible	475,5	419,8	586,2	140,5	319,0	635,6	607,5	445,2	414,0	344,6	223,2
Otros productos	156,7	184,6	88,2	108,3	6,3	-221,5	-239,0	-235,2	-174,9	-169,6	-124,7
Productos primarios	-12,1	-17,1	-34,9	-23,3	-13,5	-29,4	-65,8	-65,6	-58,4	-60,0	-65,0
Por fuentes de financiamiento externo											
Economías deudoras netas	-107,4	-207,9	-376,0	-179,9	-273,7	-402,4	-461,0	-451,7	-429,2	-466,3	-604,1
Financiamiento oficial	-17,7	-21,6	-32,9	-17,6	-12,1	-8,6	-20,4	-16,5	-17,1	-22,1	-32,3
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2008-12	-5,8	-13,2	-27,1	-30,6	-32,6	-33,5	-53,4	-55,9	-55,8	-68,8	-89,6
Mundo¹	203,0	277,0	183,9	191,1	305,4	370,6	341,9	403,3	486,8	392,6	321,1

Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente (conclusión)*(Porcentaje del PIB)*

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones		
									2014	2015	2019
Economías avanzadas	-1,2	-0,8	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,5	0,4	0,4
Estados Unidos	-5,8	-4,9	-4,6	-2,6	-3,0	-2,9	-2,7	-2,3	-2,2	-2,6	-2,8
Zona del euro ^{1,2}	0,5	0,4	-0,7	0,3	0,6	0,8	2,0	2,9	2,9	3,1	3,0
Japón	3,9	4,9	3,3	2,9	3,7	2,0	1,0	0,7	1,2	1,3	1,5
Otras economías avanzadas ³	1,8	1,4	1,3	1,7	1,6	1,8	1,0	1,6	1,7	1,6	1,8
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,9	3,8	3,5	1,4	1,5	1,6	1,4	0,7	0,8	0,6	0,2
Por regiones											
África subsahariana	4,1	1,4	-0,2	-3,2	-1,0	-1,0	-2,7	-3,6	-3,6	-3,9	-3,6
América Latina y el Caribe	1,5	0,2	-0,9	-0,7	-1,3	-1,4	-1,9	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8
Comunidad de Estados Independientes ⁴	7,2	3,8	5,0	2,6	3,4	4,3	2,6	0,7	1,9	1,5	0,9
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	5,7	6,6	5,9	3,5	2,5	0,9	0,8	1,1	1,2	1,4	1,6
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	-6,5	-8,1	-8,2	-3,2	-4,9	-6,4	-4,5	-3,9	-3,6	-3,8	-4,2
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	15,5	12,2	12,8	1,7	6,5	13,1	12,6	9,5	8,0	6,1	2,6
Oriente Medio y Norte de África	17,2	13,6	14,3	2,2	7,1	14,1	13,7	10,3	8,7	6,6	2,9
<i>Partida informativa</i>											
Unión Europea	-0,2	-0,4	-0,9	0,0	0,1	0,5	1,0	1,9	1,9	2,1	2,2
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Combustible	16,3	11,6	12,7	3,7	7,1	11,5	10,4	7,4	6,7	5,4	2,8
Otros productos	1,6	1,5	0,6	0,7	0,0	-1,1	-1,1	-1,0	-0,7	-0,7	-0,4
Productos primarios	-2,0	-2,6	-4,9	-3,3	-1,5	-2,9	-6,4	-6,3	-5,6	-5,4	-4,4
Por fuentes de financiamiento externo											
Economías deudoras netas	-1,5	-2,4	-3,9	-1,9	-2,5	-3,2	-3,7	-3,5	-3,3	-3,4	-3,3
Financiamiento oficial	-3,4	-3,6	-4,7	-2,6	-1,6	-1,1	-2,6	-1,9	-1,9	-2,3	-2,5
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2008-12	-0,8	-1,5	-2,6	-3,0	-2,8	-2,5	-3,7	-3,7	-3,7	-4,4	-4,3
Mundo¹	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,3
<i>Partidas informativas</i>											
Porcentaje del total mundial de las transacciones en cuenta corriente	0,7	0,8	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	0,8	0,5
Porcentaje del PIB mundial	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,3

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. Excluido Letonia.

³En este cuadro, "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón, pero incluye Letonia.

⁴Georgia, 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 A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente
 (Porcentaje del PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones		
									2014	2015	2019
Economías avanzadas	-1,2	-0,8	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,5	0,4	0,4
Estados Unidos	-5,8	-4,9	-4,6	-2,6	-3,0	-2,9	-2,7	-2,3	-2,2	-2,6	-2,8
Zona del euro ¹	0,5	0,4	-0,7	0,3	0,6	0,8	2,0	2,9	2,9	3,1	3,0
Alemania	6,3	7,4	6,2	5,9	6,4	6,8	7,4	7,5	7,3	7,1	5,7
Francia	-0,6	-1,0	-1,7	-1,3	-1,3	-1,8	-2,2	-1,6	-1,7	-1,0	0,4
Italia	-1,5	-1,3	-2,9	-2,0	-3,5	-3,1	-0,4	0,8	1,1	1,1	-0,4
España	-9,0	-10,0	-9,6	-4,8	-4,5	-3,8	-1,1	0,7	0,8	1,4	3,4
Países Bajos	9,3	6,7	4,3	5,2	7,4	9,5	9,4	10,4	10,1	10,1	9,2
Bélgica	1,9	1,9	-1,3	-0,6	1,9	-1,1	-2,0	-1,7	-1,3	-1,0	0,3
Austria	2,8	3,5	4,9	2,7	3,4	1,4	1,8	3,0	3,5	3,5	3,6
Grecia	-11,4	-14,6	-14,9	-11,2	-10,1	-9,9	-2,4	0,7	0,9	0,3	1,4
Portugal	-10,7	-10,1	-12,6	-10,9	-10,6	-7,0	-2,0	0,5	0,8	1,2	2,6
Finlandia	4,2	4,3	2,6	1,8	1,5	-1,5	-1,7	-0,8	-0,3	0,2	0,5
Irlanda	-3,6	-5,3	-5,6	-2,3	1,1	1,2	4,4	6,6	6,4	6,5	6,2
República Eslovaca	-7,8	-5,3	-6,6	-2,6	-3,7	-3,8	2,2	2,4	2,7	2,9	2,5
Eslovenia	-1,8	-4,2	-5,4	-0,5	-0,1	0,4	3,3	6,5	6,1	5,8	1,6
Luxemburgo	10,4	10,1	5,4	7,3	7,7	6,6	6,6	6,7	6,7	5,5	5,0
Letonia	-22,6	-22,4	-13,2	8,7	2,9	-2,1	-2,5	-0,8	-1,6	-1,9	-2,0
Estonia	-15,3	-15,9	-9,2	2,7	2,8	1,8	-1,8	-1,0	-1,3	-1,5	0,1
Chipre ²	-7,0	-11,8	-15,6	-10,7	-9,8	-3,3	-6,8	-1,5	0,1	0,3	-0,2
Malta	-9,7	-4,0	-4,8	-8,3	-6,9	-0,6	2,1	0,9	1,4	1,4	1,5
Japón	3,9	4,9	3,3	2,9	3,7	2,0	1,0	0,7	1,2	1,3	1,5
Reino Unido	-2,8	-2,2	-0,9	-1,4	-2,7	-1,5	-3,7	-3,3	-2,7	-2,2	-0,6
Canadá	1,4	0,8	0,1	-2,9	-3,5	-2,8	-3,4	-3,2	-2,6	-2,5	-2,2
Corea	1,5	2,1	0,3	3,9	2,9	2,3	4,3	5,8	4,4	3,5	3,0
Australia	-5,8	-6,7	-4,9	-4,6	-3,5	-2,8	-4,1	-2,9	-2,6	-2,8	-3,3
Taiwan, provincia china de	7,0	8,9	6,9	11,4	9,3	9,0	10,7	11,7	11,7	10,9	9,6
Suecia	8,7	9,3	9,0	6,3	6,3	6,0	6,1	5,9	6,1	6,2	5,8
Hong Kong, RAE de	11,9	12,1	13,4	8,4	5,4	5,2	2,8	3,1	3,3	3,9	5,0
Suiza	14,4	8,6	2,1	10,5	14,8	9,0	9,6	9,6	9,9	9,8	9,8
Singapur	24,1	25,6	13,9	17,2	25,3	23,2	17,4	18,4	17,7	17,1	15,0
República Checa	-2,1	-4,4	-2,1	-2,5	-3,8	-2,9	-2,4	-1,0	-0,5	-0,5	-0,9
Noruega	16,4	12,5	16,0	11,7	11,9	13,5	14,3	10,6	10,2	9,2	7,8
Israel	4,7	3,2	1,4	3,8	3,1	1,3	0,3	2,5	1,4	1,7	1,7
Dinamarca	3,0	1,4	2,9	3,4	5,8	5,9	6,0	6,6	6,3	6,3	6,6
Nueva Zelandia	-7,2	-6,9	-7,8	-2,3	-2,3	-2,9	-4,1	-4,2	-4,9	-5,4	-6,3
Islandia	-25,6	-15,7	-28,4	-11,6	-8,5	-5,6	-5,0	0,4	0,8	-0,2	2,5
San Marino	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>											
Principales economías avanzadas	-1,9	-1,1	-1,3	-0,6	-0,8	-0,8	-1,0	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7
Zona del euro ³	-0,1	0,1	-1,5	-0,1	0,1	0,1	1,3	2,3	2,4	2,5	2,4

¹Calculado sumando los saldos de cada uno de los países que integran la zona del euro. Excluido Letonia.

²Los datos sobre la cuenta corriente para 2013 corresponden a estimaciones del personal técnico realizadas en el momento del tercer examen del programa y están sujetos a revisión.

³Corregido para declarar las discrepancias en las transacciones dentro de la zona. Excluido Letonia.

Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente
(Porcentaje del PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones		
									2014	2015	2019
África subsahariana	4,1	1,4	-0,2	-3,2	-1,0	-1,0	-2,7	-3,6	-3,6	-3,9	-3,6
Angola	25,6	19,9	10,3	-9,9	8,1	12,6	9,2	5,0	2,2	-0,4	-1,0
Benin	-4,9	-10,2	-8,1	-8,9	-8,7	-7,8	-7,9	-14,5	-9,2	-7,2	-6,8
Botswana	19,2	15,1	0,4	-10,2	-5,4	-0,2	-4,9	-0,4	0,4	0,2	-3,7
Burkina Faso	-9,5	-8,3	-11,5	-4,7	-2,2	-1,2	-0,8	-7,2	-7,3	-8,4	-7,8
Burundi	-21,5	-5,4	-1,0	1,7	-12,2	-13,6	-17,3	-23,2	-21,5	-21,3	-16,8
Cabo Verde	-4,8	-12,9	-13,7	-14,6	-12,4	-16,3	-11,2	-1,9	-10,0	-10,1	-6,2
Camerún	1,6	1,4	-1,2	-3,3	-3,0	-2,9	-4,0	-4,4	-3,5	-3,6	-4,2
Chad	4,6	8,2	3,7	-9,2	-9,0	-5,6	-8,3	-8,1	-6,0	-6,4	-6,2
Comoras	-6,0	-5,8	-12,1	-7,8	-5,7	-9,4	-3,8	-6,1	-11,5	-11,1	-8,6
Congo, República del	2,8	-6,5	-0,5	-6,0	3,8	5,8	-1,3	-1,2	2,0	0,1	-0,2
Congo, República Democrática del	-2,3	-0,7	-10,6	-7,8	-4,9	-5,9	-8,0	-9,9	-7,9	-7,2	-6,2
Côte d'Ivoire	2,8	-0,2	2,3	7,6	2,5	12,9	-1,3	-1,2	-2,2	-2,0	-4,5
Eritrea	-3,6	-6,1	-5,5	-7,6	-5,6	0,6	2,3	0,3	0,2	-1,2	-2,9
Etiopía	-9,2	-4,5	-5,7	-5,1	-4,1	-0,7	-6,5	-6,1	-5,4	-6,0	-4,4
Gabón	14,1	15,3	23,4	7,5	8,7	13,2	14,0	10,6	6,9	4,5	0,5
Gambia	-6,9	-8,3	-12,3	-12,3	-16,0	-15,6	-17,0	-17,0	-14,3	-14,9	-14,9
Ghana	-8,2	-8,7	-11,9	-5,4	-8,6	-9,1	-12,2	-13,2	-10,6	-7,8	-6,7
Guinea	-4,6	-11,6	-10,6	-8,6	-11,5	-20,5	-33,0	-20,1	-18,0	-48,1	-23,3
Guinea-Bissau	-5,6	-3,4	-4,9	-6,6	-8,6	-1,2	-6,5	-8,7	-4,6	-4,4	-1,7
Guinea Ecuatorial	16,9	15,9	12,2	-7,5	-9,6	-0,6	-4,6	-12,0	-10,2	-10,9	-11,1
Kenya	-2,3	-4,0	-6,5	-5,5	-7,3	-11,2	-10,4	-8,3	-9,6	-7,8	-5,6
Lesotho	26,3	24,6	23,4	8,9	-4,7	-8,6	-4,2	-1,3	-0,8	-5,4	-11,5
Liberia	-18,2	-12,1	-54,8	-28,5	-37,4	-34,0	-31,9	-31,4	-48,3	-30,7	-20,7
Madagascar	-3,8	-8,9	-17,8	-19,5	-8,8	-5,6	-6,2	-4,6	-1,9	-2,2	-0,5
Malawi	-11,3	1,0	-9,7	-4,8	-1,3	-5,8	-4,0	-3,4	-2,2	-2,2	-0,9
Malí	-3,7	-6,3	-12,2	-7,3	-12,6	-6,0	-3,3	-3,3	-6,7	-5,7	-5,6
Mauricio	-9,1	-5,4	-10,1	-7,4	-10,3	-13,3	-7,9	-9,1	-8,7	-8,4	-5,6
Mozambique	-8,6	-10,9	-12,9	-12,2	-11,7	-24,4	-45,6	-41,9	-42,8	-43,2	-37,1
Namibia	13,8	9,1	2,8	-1,1	-1,8	-3,5	-2,6	-4,6	-5,1	-6,9	5,6
Níger	-8,6	-8,2	-12,9	-24,4	-19,8	-22,3	-15,4	-17,2	-21,8	-17,7	-11,7
Nigeria	25,3	16,5	14,0	8,2	5,8	3,5	7,7	4,7	4,9	4,0	2,5
República Centroafricana	-3,0	-6,2	-10,0	-9,2	-10,2	-7,6	-5,6	-10,4	-13,9	-13,4	-11,9
Rwanda	-4,3	-2,2	-4,9	-7,3	-5,4	-7,2	-11,4	-7,3	-11,5	-10,3	-6,5
Santo Tomé y Príncipe	-34,5	-31,9	-35,0	-23,7	-23,0	-26,6	-20,5	-20,3	-15,3	-13,9	-9,6
Senegal	-9,2	-11,6	-14,1	-6,7	-4,4	-7,9	-10,3	-9,3	-7,5	-6,6	-6,2
Seychelles	-16,1	-18,8	-27,2	-22,4	-22,3	-26,6	-24,8	-17,7	-14,5	-13,2	-9,0
Sierra Leona	-4,2	-4,2	-8,9	-6,3	-19,7	-44,9	-36,7	-14,2	-9,4	-7,6	-7,1
Sudáfrica	-5,3	-7,0	-7,2	-4,0	-2,0	-2,3	-5,2	-5,8	-5,4	-5,3	-4,5
Sur del Sudán	...	...	...	...	...	18,4	-27,7	2,2	-2,3	2,2	-2,3
Swazilandia	-6,7	-2,1	-7,7	-13,1	-10,0	-8,6	4,1	5,5	1,9	-1,2	-3,5
Tanzanía	-9,6	-11,0	-10,2	-9,8	-9,3	-14,5	-15,9	-14,3	-13,9	-12,9	-10,7
Togo	-8,4	-8,7	-6,8	-6,6	-6,3	-9,1	-11,8	-12,0	-10,9	-9,8	-6,9
Uganda	-4,2	-5,5	-8,7	-7,3	-11,1	-12,5	-10,5	-11,7	-12,6	-12,1	-10,2
Zambia	-0,4	-6,5	-7,1	4,6	7,4	3,7	3,8	1,2	0,9	1,1	1,9
Zimbabwe ¹	-6,5	-5,4	-16,7	-39,6	-20,3	-28,8	-20,1	-19,7	-18,3	-17,1	-14,3

Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)
 (Porcentaje del PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones		
									2014	2015	2019
América Latina y el Caribe	1,5	0,2	-0,9	-0,7	-1,3	-1,4	-1,9	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8
Antigua y Barbuda	-25,7	-29,9	-26,7	-14,0	-14,7	-10,4	-14,0	-13,8	-12,3	-11,4	-10,0
Argentina ²	3,4	2,6	1,8	2,5	0,3	-0,6	-0,1	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5
Bahamas, Las	-17,7	-11,5	-10,6	-10,3	-10,1	-15,3	-18,4	-19,6	-14,7	-10,4	-6,3
Barbados	-8,2	-5,4	-10,7	-6,8	-5,8	-11,4	-10,1	-11,4	-7,8	-7,3	-6,3
Belice	-2,1	-4,0	-10,6	-4,9	-2,4	-1,1	-2,2	-4,2	-4,5	-4,8	-6,3
Bolivia	11,2	11,4	11,9	4,3	3,9	0,3	7,8	3,7	3,7	2,4	1,1
Brasil	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,1	-2,4	-3,6	-3,6	-3,7	-3,5
Chile	4,6	4,1	-3,2	2,0	1,6	-1,2	-3,4	-3,4	-3,3	-2,8	-2,5
Colombia	-1,9	-2,9	-2,8	-2,1	-3,0	-2,9	-3,2	-3,3	-3,3	-3,2	-2,8
Costa Rica	-4,5	-6,3	-9,3	-2,0	-3,5	-5,3	-5,2	-5,0	-5,1	-5,1	-5,3
Dominica	-13,0	-21,1	-28,7	-22,7	-17,4	-14,5	-18,9	-17,0	-17,7	-16,7	-15,4
Ecuador	3,7	3,7	2,8	0,5	-2,3	-0,3	-0,3	-1,5	-2,4	-3,1	-6,0
El Salvador	-4,1	-6,1	-7,1	-1,5	-2,7	-4,9	-5,4	-6,7	-6,3	-5,9	-4,9
Granada	-30,8	-29,7	-28,0	-22,2	-22,1	-21,8	-19,2	-27,2	-22,6	-21,0	-17,4
Guatemala	-5,0	-5,2	-3,6	0,7	-1,4	-3,4	-2,6	-3,0	-2,6	-2,3	-2,1
Guyana	-13,4	-9,5	-13,7	-9,1	-9,6	-13,1	-13,3	-17,9	-18,3	-19,9	-12,0
Haití	-1,5	-1,5	-3,1	-1,9	-1,5	-4,3	-5,4	-6,5	-5,8	-5,7	-5,2
Honduras	-3,7	-9,1	-15,4	-3,8	-4,3	-8,0	-8,6	-8,8	-7,4	-6,0	-5,5
Jamaica	-10,0	-15,3	-17,7	-11,0	-8,7	-13,4	-13,0	-10,4	-8,6	-7,4	-5,1
México	-0,8	-1,4	-1,8	-0,9	-0,3	-1,1	-1,2	-1,8	-1,9	-2,0	-1,6
Nicaragua	-10,4	-13,5	-18,4	-8,6	-9,7	-13,2	-12,9	-13,2	-12,7	-12,2	-11,1
Panamá	-3,2	-8,0	-10,9	-0,7	-11,4	-15,9	-10,6	-11,9	-11,5	-11,2	-7,1
Paraguay	1,6	5,7	1,0	3,0	-0,3	0,5	-1,0	0,9	-0,9	-1,6	-1,1
Perú	3,2	1,4	-4,2	-0,6	-2,5	-1,9	-3,4	-4,9	-4,8	-4,4	-3,5
República Dominicana	-3,6	-5,3	-9,9	-5,0	-8,4	-7,9	-6,8	-4,2	-4,5	-5,2	-3,7
Saint Kitts y Nevis	-13,6	-16,1	-27,3	-27,3	-21,5	-15,7	-11,9	-8,5	-17,4	-17,1	-15,1
San Vicente y las Granadinas	-19,5	-28,0	-33,1	-29,2	-30,6	-29,4	-27,8	-28,9	-30,7	-24,4	-18,1
Santa Lucía	-29,3	-30,1	-28,7	-11,6	-16,2	-18,8	-12,8	-11,8	-11,4	-11,4	-12,1
Suriname	8,4	11,1	9,2	0,3	6,4	5,8	0,6	-4,7	-4,5	-6,7	2,8
Trinidad y Tabago	39,6	23,9	30,5	8,5	20,3	12,4	4,9	10,2	10,1	8,9	6,2
Uruguay	-2,0	-0,9	-5,7	-1,3	-1,9	-3,0	-5,4	-5,9	-5,5	-5,2	-3,7
Venezuela	14,4	6,9	10,2	0,7	3,0	7,7	2,9	2,7	2,4	1,8	-2,8
Comunidad de Estados Independientes³	7,2	3,8	5,0	2,6	3,4	4,3	2,6	0,7	1,9	1,5	0,9
Rusia	9,3	5,5	6,3	4,1	4,4	5,1	3,6	1,6	2,1	1,6	1,0
Excluido Rusia	0,6	-1,4	0,9	-1,8	0,3	1,8	-0,7	-1,8	1,0	0,8	0,5
Armenia	-1,8	-6,4	-11,8	-15,8	-14,8	-10,9	-11,2	-8,4	-7,2	-6,8	-6,3
Azerbaiyán	17,6	27,3	35,5	23,0	28,0	26,5	21,8	19,7	15,0	9,9	4,6
Belarús	-3,9	-6,7	-8,2	-12,6	-15,0	-8,5	-2,7	-9,8	-10,0	-7,8	-5,5
Georgia	-15,2	-19,8	-22,0	-10,5	-10,2	-12,7	-11,7	-6,1	-7,9	-7,3	-5,5
Kazajistán	-2,5	-8,0	4,7	-3,6	0,9	5,4	0,3	0,1	1,9	2,0	1,4
Moldova	-11,3	-15,2	-16,1	-6,9	-7,0	-11,3	-6,0	-4,8	-5,9	-6,4	-6,4
República Kirguisa	-3,1	-6,2	-15,5	-2,5	-6,4	-6,5	-15,0	-12,6	-15,5	-14,3	-6,8
Tayikistán	-2,8	-8,6	-7,6	-5,9	-1,2	-4,8	-2,0	-1,9	-2,1	-2,3	-2,5
Turkmenistán	15,7	15,5	16,5	-14,7	-10,6	2,0	0,0	-3,3	-1,1	1,3	3,2
Ucrania ⁴	-1,5	-3,7	-7,1	-1,5	-2,2	-6,3	-8,1	-9,2	...	...	...
Uzbekistán	9,2	7,3	8,7	2,2	6,2	5,8	1,2	1,7	2,2	1,9	0,8

Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)
(Porcentaje del PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones		
									2014	2015	2019
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	5,7	6,6	5,9	3,5	2,5	0,9	0,8	1,1	1,2	1,4	1,6
Bangladesh	1,2	0,8	1,4	2,8	0,5	-1,2	0,8	1,8	0,5	-0,7	-0,9
Bhután	-4,4	14,6	-2,2	-2,0	-10,3	-23,7	-17,6	-22,2	-22,6	-24,7	-6,6
Brunei Darussalam	50,1	47,8	48,9	40,3	45,5	43,1	46,9	39,0	39,3	37,9	38,8
Camboya	-0,6	-1,9	-5,7	-4,5	-3,9	-8,1	-8,7	-8,6	-8,4	-7,4	-5,8
China	8,5	10,1	9,3	4,9	4,0	1,9	2,3	2,1	2,2	2,4	3,0
Fiji	-15,4	-10,4	-15,9	-4,2	-4,5	-5,7	-1,5	-18,5	-6,3	-7,1	-10,1
Filipinas	4,4	4,8	2,1	5,6	4,5	3,2	2,9	3,5	3,2	2,6	0,5
India	-1,0	-1,3	-2,3	-2,8	-2,7	-4,2	-4,7	-2,0	-2,4	-2,5	-2,6
Indonesia	2,6	1,6	0,0	2,0	0,7	0,2	-2,8	-3,3	-3,0	-2,7	-2,6
Islas Marshall	-4,3	-5,4	-3,5	-17,4	-28,8	-9,0	-8,1	-9,3	-20,6	-10,8	-11,2
Islas Salomón	-9,1	-15,7	-20,5	-21,4	-30,8	-6,7	0,2	-4,2	-13,0	-12,4	-10,1
Kiribati	-23,6	-19,4	-20,4	-23,3	-16,9	-32,6	-29,0	-15,7	-36,2	-30,5	-31,0
Malasia	16,1	15,4	17,1	15,5	10,9	11,6	6,1	3,8	4,0	4,0	3,7
Maldivas	-23,2	-17,2	-32,3	-11,1	-8,9	-20,0	-22,9	-20,6	-22,7	-22,1	-20,1
Micronesia	-13,7	-9,2	-16,2	-18,3	-14,9	-17,4	-12,0	-9,6	-9,5	-9,0	-8,0
Mongolia	6,5	6,3	-12,9	-8,9	-15,0	-31,5	-32,6	-27,9	-22,1	-19,7	-15,9
Myanmar	6,8	-0,7	-4,2	-1,3	-1,5	-2,1	-4,4	-4,9	-5,3	-5,2	-5,4
Nepal	2,1	-0,1	2,7	4,2	-2,4	-0,9	4,8	3,3	2,4	0,8	-1,0
Palau	-24,7	-16,7	-16,8	-4,7	-7,2	-4,1	-5,0	-6,5	-5,5	-5,3	-5,6
Papua Nueva Guinea	-1,7	3,9	8,5	-15,2	-21,4	-23,5	-51,0	-27,9	-3,7	11,0	4,6
República Democrática Popular Lao	-9,9	-15,7	-18,5	-21,0	-18,2	-15,2	-28,4	-29,5	-27,3	-23,7	-17,0
Samoa	-10,2	-15,5	-6,4	-6,2	-7,6	-4,1	-9,2	-2,3	-6,1	-5,6	-4,9
Sri Lanka	-5,3	-4,3	-9,5	-0,5	-2,2	-7,8	-6,6	-4,1	-3,8	-3,6	-2,9
Tailandia	1,1	6,3	0,8	8,3	3,1	1,2	-0,4	-0,7	0,2	0,3	0,5
Timor-Leste	19,2	39,7	45,6	39,0	39,8	40,4	43,4	34,2	31,9	26,7	23,7
Tonga	-5,6	-5,6	-8,1	-6,7	-3,7	-4,8	-6,2	-5,3	-4,2	-3,4	-2,7
Tuvalu	21,1	-21,7	0,3	5,4	-4,7	-29,0	32,3	37,1	25,3	24,2	24,4
Vanuatu	-6,2	-7,3	-10,8	-7,9	-5,4	-8,1	-6,4	-4,4	-5,6	-5,7	-5,4
Vietnam	-0,2	-9,0	-11,0	-6,5	-3,8	0,2	5,8	6,6	4,3	3,5	-3,3
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	-6,5	-8,1	-8,2	-3,2	-4,9	-6,4	-4,5	-3,9	-3,6	-3,8	-4,2
Albania	-5,6	-10,4	-15,2	-14,1	-10,0	-9,6	-9,3	-9,1	-10,3	-12,4	-8,2
Bosnia y Herzegovina	-7,9	-9,1	-14,1	-6,6	-6,2	-9,8	-9,7	-5,6	-7,5	-7,0	-4,6
Bulgaria	-17,6	-25,2	-23,0	-8,9	-1,5	0,1	-0,9	2,1	-0,4	-2,1	-3,2
Croacia	-6,7	-7,3	-9,0	-5,2	-1,2	-0,9	0,0	1,2	1,5	1,1	-2,0
Hungría	-7,4	-7,3	-7,4	-0,2	0,2	0,5	1,0	3,1	2,7	2,2	-1,5
Kosovo	-7,2	-10,2	-16,0	-9,4	-12,0	-13,8	-7,7	-6,8	-7,7	-6,9	-7,6
Lituania	-10,6	-14,5	-13,3	3,9	0,0	-3,7	-0,2	0,8	-0,2	-0,6	-1,8
Macedonia, ex República Yugoslava de	-0,4	-7,1	-12,8	-6,8	-2,0	-2,5	-3,0	-1,8	-3,9	-5,5	-4,3
Montenegro	-31,3	-39,5	-49,8	-27,9	-22,9	-17,7	-18,7	-15,0	-17,9	-21,9	-16,7
Polonia	-3,8	-6,2	-6,6	-4,0	-5,1	-4,9	-3,5	-1,8	-2,5	-3,0	-3,4
Rumania	-10,4	-13,4	-11,6	-4,1	-4,4	-4,5	-4,4	-1,1	-1,7	-2,2	-3,3
Serbia	-10,1	-17,8	-21,7	-6,6	-6,8	-9,1	-10,7	-5,0	-4,8	-4,6	-7,2
Turquía	-6,0	-5,8	-5,5	-2,0	-6,2	-9,7	-6,2	-7,9	-6,3	-6,0	-5,4

Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (conclusión)
(Porcentaje del PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones		
									2014	2015	2019
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	15,5	12,2	12,8	1,7	6,5	13,1	12,6	9,5	8,0	6,1	2,6
Afganistán	-1,1	6,0	5,2	1,9	3,1	3,1	3,9	2,8	3,3	-0,3	-3,6
Arabia Saudita	26,3	22,5	25,5	4,9	12,7	23,7	22,4	17,4	15,8	13,3	9,9
Argelia	24,7	22,7	20,1	0,3	7,5	9,9	6,0	0,4	0,5	-1,3	-3,3
Bahrein	11,8	13,4	8,8	2,4	3,0	11,2	7,3	12,0	10,4	9,4	4,5
Djibouti	-11,5	-21,4	-24,3	-9,3	-5,4	-14,1	-12,3	-13,2	-16,3	-17,5	-16,5
Egipto	1,6	2,1	0,5	-2,3	-2,0	-2,6	-3,9	-2,1	-1,3	-4,6	-6,1
Emiratos Árabes Unidos	16,3	6,9	7,1	3,1	2,5	14,6	17,3	14,9	13,3	12,4	6,9
Irán	8,5	10,6	6,5	2,6	6,5	11,0	6,6	8,1	5,2	2,8	0,4
Iraq	12,9	7,7	12,8	-8,0	3,0	12,0	6,7	0,0	1,0	1,2	4,0
Jordania	-11,5	-16,8	-9,3	-3,3	-5,3	-12,0	-18,1	-11,1	-12,9	-9,3	-6,1
Kuwait	44,6	36,8	40,9	26,7	30,8	41,8	43,2	38,8	37,4	34,2	25,1
Líbano	-7,3	-7,2	-11,1	-12,6	-13,3	-15,7	-15,7	-16,2	-15,8	-13,9	-12,1
Libia	51,1	44,1	42,5	14,9	19,5	9,1	35,4	-2,8	-27,7	-16,7	-15,4
Marruecos	2,2	-0,1	-5,2	-5,4	-4,1	-8,0	-9,7	-7,4	-6,6	-5,8	-4,2
Mauritania	-1,3	-17,2	-14,9	-16,2	-9,4	-7,5	-32,5	-25,8	-26,3	-38,0	-14,8
Omán	15,4	5,9	8,3	-1,3	10,0	15,3	11,6	9,7	7,8	2,5	-2,1
Pakistán	-3,6	-4,5	-8,1	-5,5	-2,2	0,1	-2,1	-1,0	-0,9	-1,0	-0,8
Qatar	15,5	14,4	23,1	6,5	19,0	30,3	32,4	29,2	25,4	20,5	6,5
Siria ⁵	1,4	-0,2	-1,3	-2,9	-2,8	...	...	...	...	...	...
Sudán ⁶	-8,8	-6,0	-1,6	-9,6	-2,1	-0,4	-10,4	-10,6	-8,2	-7,1	-3,1
Túnez	-1,8	-2,4	-3,8	-2,8	-4,7	-7,4	-8,2	-8,4	-6,7	-5,7	-3,7
Yemen	1,1	-7,0	-4,6	-10,1	-3,4	-4,0	-1,3	-2,7	-1,5	-2,7	-4,4

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.

²Cálculos basados en los datos oficiales reportados por Argentina para el PIB. Véase la nota al respecto en el cuadro 4A.

³Georgia, 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.

⁴Las proyecciones para Ucrania no se incluyen debido a la crisis en curso.

⁵No se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

⁶Los 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	
	2003-05	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Economías de mercados emergentes y en desarrollo											
Flujos financieros privados netos	253,1	321,3	714,5	182,6	263,8	557,8	479,6	228,7	419,9	362,1	385,2
Inversión privada directa neta	208,6	301,6	442,9	468,8	332,2	409,9	520,1	471,4	475,6	439,6	447,4
Flujos privados netos de cartera	44,5	-37,2	108,2	-81,6	57,6	193,4	86,8	234,8	186,5	162,9	164,6
Otros flujos financieros privados netos	0,0	56,9	163,4	-204,5	-126,0	-45,5	-127,4	-477,6	-242,1	-240,3	-226,7
Flujos financieros oficiales netos ²	-76,1	-177,2	-58,8	-79,2	166,7	98,1	-10,6	10,3	-45,3	-76,2	-15,0
Variación de las reservas ³	-392,6	-721,8	-1,186,6	-654,9	-496,1	-816,3	-720,9	-404,2	-509,3	-550,0	-525,2
<i>Partida informativa</i>											
Cuenta corriente ⁴	255,2	632,1	604,4	674,4	248,8	325,3	414,0	368,4	210,0	239,1	175,0
África subsahariana											
Flujos financieros privados netos	10,9	7,0	14,7	14,5	16,1	-18,1	0,6	14,6	14,5	26,6	43,9
Inversión privada directa neta	14,3	8,5	22,1	36,2	32,5	22,3	32,2	31,9	35,5	38,2	47,3
Flujos privados netos de cartera	0,0	6,0	0,2	-27,8	-3,0	-0,9	-8,4	10,1	-0,7	1,2	0,6
Otros flujos financieros privados netos	-3,4	-7,4	-7,6	6,1	-13,4	-39,5	-23,2	-27,4	-20,3	-12,8	-4,0
Flujos financieros oficiales netos ²	-1,1	-33,9	8,6	10,6	19,4	33,1	28,8	35,0	26,9	28,1	24,6
Variación de las reservas ³	-13,9	-30,9	-28,2	-16,9	8,1	-0,7	-23,6	-19,3	-5,9	-5,7	-9,3
América Latina y el Caribe											
Flujos financieros privados netos	22,9	46,9	116,5	72,5	34,3	117,7	176,3	123,4	137,9	128,6	147,0
Inversión privada directa neta	49,6	33,8	94,9	100,9	70,0	80,5	126,8	129,0	154,7	142,5	152,4
Flujos privados netos de cartera	-8,3	8,2	45,8	-13,2	29,2	65,7	54,1	34,1	53,0	18,4	22,0
Otros flujos financieros privados netos	-18,4	4,9	-24,2	-15,2	-64,8	-28,5	-4,6	-39,7	-69,8	-32,3	-27,4
Flujos financieros oficiales netos ²	-8,7	-44,9	-0,9	3,5	44,7	48,1	24,7	62,7	47,9	32,6	38,0
Variación de las reservas ³	-1,0	-10,0	-98,1	10,3	-26,3	-64,9	-81,1	-29,3	9,0	6,8	4,3
Comunidad de Estados Independientes⁵											
Flujos financieros privados netos	18,6	51,2	129,3	-98,0	-62,7	-25,4	-63,3	-41,4	-43,7	-60,5	-29,1
Inversión privada directa neta	9,9	21,1	28,0	49,7	15,7	9,7	13,5	17,1	11,8	13,5	19,4
Flujos privados netos de cartera	3,5	4,8	18,8	-31,3	-8,8	8,7	-27,5	-4,9	5,1	5,0	9,7
Otros flujos financieros privados netos	5,1	25,3	82,5	-116,3	-69,6	-43,8	-49,2	-53,7	-60,6	-79,0	-58,1
Flujos financieros oficiales netos ²	-13,3	-25,1	-5,7	-19,0	41,6	1,3	-17,9	1,9	-2,2	-6,6	-7,0
Variación de las reservas ³	-54,9	-127,5	-167,7	26,7	-7,2	-52,1	-23,9	-29,9	31,7	17,6	-2,4
Economías emergentes y en desarrollo de Asia											
Flujos financieros privados netos	119,3	90,1	204,4	35,7	208,2	389,4	370,8	116,3	314,8	289,4	220,6
Inversión privada directa neta	82,6	127,2	174,2	153,8	116,9	222,8	288,8	238,4	226,4	199,6	171,5
Flujos privados netos de cartera	24,8	-53,4	52,2	-0,4	48,5	82,0	56,7	109,0	64,8	88,9	79,5
Otros flujos financieros privados netos	11,9	16,3	-21,9	-117,6	42,8	84,6	25,2	-231,1	23,6	0,9	-30,3
Flujos financieros oficiales netos ²	-8,3	7,1	7,2	-4,1	31,8	31,4	10,8	19,0	17,6	29,5	26,2
Variación de las reservas ³	-228,3	-368,3	-621,2	-479,6	-461,4	-570,2	-437,5	-131,8	-441,0	-490,9	-450,8
Economías emergentes y en desarrollo de Europa											
Flujos financieros privados netos	62,4	110,6	177,0	153,7	37,2	84,6	96,5	63,9	69,3	52,9	60,3
Inversión privada directa neta	27,0	62,5	72,5	66,8	31,0	24,8	38,4	23,9	21,1	25,3	30,8
Flujos privados netos de cartera	13,8	0,7	-3,3	-10,8	8,5	27,2	34,3	46,3	28,0	24,8	23,4
Otros flujos financieros privados netos	21,5	47,3	107,8	97,7	-2,3	32,7	23,8	-6,4	20,1	2,8	6,1
Flujos financieros oficiales netos ²	5,2	4,5	-6,4	19,5	45,4	33,7	22,1	16,2	-9,8	-1,2	1,0
Variación de las reservas ³	-22,1	-28,8	-34,6	-8,3	-32,7	-35,8	-13,8	-22,7	-3,8	-2,4	-4,2
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán											
Flujos financieros privados netos	19,0	15,5	72,5	4,2	30,6	9,6	-101,3	-48,0	-72,9	-75,0	-57,5
Inversión privada directa neta	25,1	48,5	51,1	61,5	66,1	49,9	20,3	31,1	26,1	20,5	26,0
Flujos privados netos de cartera	10,7	-3,5	-5,5	1,9	-16,8	10,6	-22,3	40,2	36,2	24,6	29,5
Otros flujos financieros privados netos	-16,8	-29,5	26,9	-59,3	-18,7	-51,0	-99,4	-119,3	-135,1	-120,1	-113,0
Flujos financieros oficiales netos ²	-50,0	-84,9	-61,6	-89,7	-16,1	-49,7	-79,1	-124,5	-125,7	-158,6	-97,8
Variación de las reservas ³	-72,3	-156,3	-236,6	-187,0	23,4	-92,7	-141,1	-171,2	-99,3	-75,5	-62,9
<i>Partidas informativas</i>											
Países exportadores de combustibles											
Flujos financieros privados netos	19,3	19,8	120,0	-189,3	-98,9	-95,6	-227,7	-158,0	-217,5	-210,2	-149,0
Otros países											
Flujos financieros privados netos	233,8	301,5	594,5	371,9	362,7	653,5	707,3	386,7	637,4	572,4	534,2

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, 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 A14. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados¹

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	Promedio									Proyecciones	
	2003–05	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Economías de mercados emergentes y en desarrollo											
Flujos financieros privados netos	253,1	321,3	714,5	182,6	263,8	557,8	479,6	228,7	419,9	362,1	385,2
Entradas	-226,3	-618,5	-821,6	-579,0	-302,6	-645,5	-709,8	-805,0	-665,1	-669,7	-741,6
Salidas	478,1	940,4	1.536,9	768,6	567,4	1.200,9	1.189,4	1.029,0	1.078,7	1.029,7	1.124,5
África subsahariana											
Flujos financieros privados netos	10,9	7,0	14,7	14,5	16,1	-18,1	0,6	14,6	14,5	26,6	43,9
Entradas	-12,8	-32,9	-34,0	-18,3	-13,0	-27,2	-27,3	-20,6	-21,3	-12,4	-11,4
Salidas	23,8	40,2	48,9	32,3	29,2	8,9	27,1	34,8	34,7	37,7	52,7
América Latina y el Caribe											
Flujos financieros privados netos	22,9	46,9	116,5	72,5	34,3	117,7	176,3	123,4	137,9	128,6	147,0
Entradas	-43,1	-92,5	-109,7	-81,2	-99,8	-167,4	-115,3	-140,1	-122,1	-77,8	-76,8
Salidas	66,6	144,8	233,4	157,3	137,3	288,4	297,6	266,8	261,4	207,5	225,6
Comunidad de Estados Independientes²											
Flujos financieros privados netos	18,6	51,2	129,3	-98,0	-62,7	-25,4	-63,3	-41,4	-43,7	-60,5	-29,1
Entradas	-52,5	-100,4	-161,4	-264,9	-74,9	-104,9	-164,7	-161,1	-164,6	-173,0	-168,8
Salidas	71,0	151,6	290,7	167,0	12,2	79,3	101,3	119,6	120,8	112,6	139,8
Economías emergentes y en desarrollo de Asia											
Flujos financieros privados netos	119,3	90,1	204,4	35,7	208,2	389,4	370,8	116,3	314,8	289,4	220,6
Entradas	-54,7	-219,3	-260,4	-169,3	-96,6	-256,5	-296,1	-397,6	-257,0	-290,3	-353,5
Salidas	172,2	304,8	459,6	209,7	301,7	640,4	661,6	505,7	565,1	576,6	572,2
Economías emergentes y en desarrollo de Europa											
Flujos financieros privados netos	62,4	110,6	177,0	153,7	37,2	84,6	96,5	63,9	69,3	52,9	60,3
Entradas	-18,1	-54,6	-39,7	-31,0	-8,9	-8,0	12,4	-2,3	13,0	-1,3	-10,3
Salidas	80,4	164,8	215,6	183,7	46,6	92,6	84,2	66,3	56,3	54,5	71,0
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán											
Flujos financieros privados netos	19,0	15,5	72,5	4,2	30,6	9,6	-101,3	-48,0	-72,9	-75,0	-57,5
Entradas	-45,1	-118,7	-216,3	-14,4	-9,5	-81,6	-118,7	-83,3	-113,1	-115,0	-120,7
Salidas	64,1	134,1	288,7	18,6	40,4	91,3	17,5	35,9	40,5	40,8	63,1

¹Los flujos financieros privados comprenden la inversión directa, la inversión de cartera y otros flujos de inversión a largo y corto plazo.

²Georgia, 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 A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial
(Porcentaje del PIB)

	Promedios								Proyecciones		
	1992-99	2000-07	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio 2016-19
Mundo											
Ahorro	22,7	23,1	24,7	22,7	23,9	24,7	24,8	25,0	25,5	25,6	26,2
Inversión	23,3	23,1	24,5	22,4	23,6	24,1	24,4	24,5	24,8	25,1	25,9
Economías avanzadas											
Ahorro	22,5	21,3	20,6	18,3	19,2	19,7	19,6	19,9	20,4	20,6	21,3
Inversión	22,8	22,1	22,0	18,7	19,5	19,9	19,9	19,7	20,0	20,3	21,0
Préstamos netos	-0,3	-0,8	-1,4	-0,5	-0,4	-0,1	-0,2	0,3	0,4	0,3	0,3
Transferencias corrientes	-0,5	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Renta de los factores	-0,3	0,5	0,3	0,4	0,6	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7
Saldo de los recursos	0,5	-0,6	-0,8	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,3	0,5	0,6	0,6
Estados Unidos											
Ahorro	19,1	18,4	15,5	14,4	15,1	15,8	16,3	17,2	17,6	17,9	18,9
Inversión	21,6	22,5	20,8	17,5	18,4	18,4	19,0	19,5	19,9	20,5	21,7
Préstamos netos	-2,5	-4,1	-5,3	-3,1	-3,3	-2,6	-2,7	-2,3	-2,2	-2,6	-2,8
Transferencias corrientes	-0,5	-0,7	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Renta de los factores	-0,5	1,0	0,3	0,4	0,9	1,8	1,4	1,4	1,2	1,1	0,8
Saldo de los recursos	-1,4	-4,5	-4,8	-2,7	-3,3	-3,6	-3,3	-2,8	-2,6	-2,7	-2,9
Zona del euro¹											
Ahorro	21,4	21,7	21,5	19,1	19,8	20,5	20,5	20,6	21,2	21,5	22,0
Inversión	21,3	21,3	22,2	18,8	19,2	19,6	18,4	17,7	18,1	18,3	18,8
Préstamos netos	0,1	0,5	-0,7	0,3	0,6	0,8	2,1	2,9	3,0	3,2	3,1
Transferencias corrientes ²	-0,6	-0,9	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Renta de los factores ²	-0,5	-0,3	-0,6	-0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3
Saldo de los recursos ²	1,5	1,6	1,0	1,5	1,6	1,6	2,8	3,6	3,8	4,1	4,2
Alemania											
Ahorro	21,1	22,1	25,5	22,3	23,7	25,1	24,7	24,3	24,8	24,7	23,8
Inversión	22,1	18,9	19,3	16,4	17,3	18,3	17,3	16,7	17,4	17,6	17,6
Préstamos netos	-1,0	3,2	6,2	5,9	6,4	6,8	7,4	7,5	7,3	7,1	6,2
Transferencias corrientes	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
Renta de los factores	0,0	0,4	1,3	2,5	2,2	2,7	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8
Saldo de los recursos	0,5	4,1	6,2	4,8	5,7	5,4	6,0	6,2	6,1	5,8	4,9
Francia											
Ahorro	19,3	20,3	20,2	17,6	18,0	19,0	17,6	17,7	18,4	19,1	20,4
Inversión	17,8	19,8	21,9	18,9	19,3	20,8	19,8	19,4	19,7	19,8	20,1
Préstamos netos	1,5	0,5	-1,7	-1,3	-1,3	-1,8	-2,2	-1,6	-1,3	-0,7	0,3
Transferencias corrientes	-0,7	-1,1	-1,3	-1,8	-1,6	-1,8	-1,8	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Renta de los factores	0,0	1,3	1,7	1,7	2,0	2,3	1,5	1,7	2,0	2,0	2,0
Saldo de los recursos	2,2	0,3	-2,2	-1,3	-1,7	-2,3	-1,9	-1,4	-1,4	-0,7	0,2
Italia											
Ahorro	21,2	20,6	18,8	16,9	16,5	16,7	17,6	17,8	19,0	19,2	19,5
Inversión	20,0	21,2	21,6	18,9	20,1	19,8	18,0	17,1	17,9	18,1	19,3
Préstamos netos	1,2	-0,6	-2,9	-2,0	-3,5	-3,1	-0,4	0,8	1,1	1,1	0,2
Transferencias corrientes	-0,5	-0,7	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2
Renta de los factores	-1,4	-0,4	-1,2	-0,7	-0,5	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-1,2
Saldo de los recursos	3,1	0,4	-0,7	-0,5	-1,9	-1,5	1,1	2,5	2,9	3,2	2,6
Japón											
Ahorro	30,4	26,4	26,3	22,6	23,5	22,2	21,8	21,7	22,8	22,8	23,2
Inversión	27,9	23,1	23,0	19,7	19,8	20,2	20,8	21,0	21,6	21,5	21,8
Préstamos netos	2,4	3,3	3,3	2,9	3,7	2,0	1,0	0,7	1,2	1,3	1,4
Transferencias corrientes	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Renta de los factores	1,0	2,0	3,2	2,7	2,6	3,0	3,0	3,5	3,6	3,4	3,4
Saldo de los recursos	1,6	1,5	0,4	0,5	1,4	-0,7	-1,8	-2,6	-2,2	-1,9	-1,9
Reino Unido											
Ahorro	16,2	15,3	16,1	12,7	12,3	13,5	10,9	11,0	12,2	13,1	15,4
Inversión	17,2	17,5	17,1	14,1	15,0	14,9	14,7	14,4	14,9	15,3	16,5
Préstamos netos	-1,0	-2,2	-0,9	-1,4	-2,7	-1,5	-3,7	-3,3	-2,7	-2,2	-1,1
Transferencias corrientes	-0,8	-0,8	-0,9	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-1,4
Renta de los factores	-0,1	1,1	2,2	1,3	0,9	1,5	-0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,8
Saldo de los recursos	-0,1	-2,5	-2,2	-1,6	-2,2	-1,5	-2,1	-1,6	-1,3	-1,1	-0,5

Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (continuación)
(Porcentaje del PIB)

	Promedios		2008	2009	2010	2011	2012	2013	Proyecciones		
	1992-99	2000-07							2014	2015	Promedio 2016-19
Canadá											
Ahorro	17,8	23,4	24,1	18,9	19,8	21,1	21,2	21,1	21,6	21,8	22,3
Inversión	19,8	21,7	24,0	21,8	23,3	23,8	24,7	24,4	24,3	24,3	24,6
Préstamos netos	-2,0	1,7	0,1	-2,9	-3,5	-2,8	-3,4	-3,2	-2,6	-2,5	-2,3
Transferencias corrientes	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Renta de los factores	-3,9	-2,3	-1,6	-1,3	-1,4	-1,3	-1,2	-1,4	-1,3	-1,4	-1,7
Saldo de los recursos	1,9	4,1	1,7	-1,5	-1,9	-1,2	-2,0	-1,7	-1,2	-1,0	-0,5
Economías de mercados emergentes y en desarrollo											
Ahorro	23,7	28,8	33,7	32,2	32,9	33,4	33,4	32,9	33,4	33,3	33,4
Inversión	25,3	26,2	30,0	30,7	31,4	31,7	32,0	32,2	32,6	32,8	33,1
Préstamos netos	-1,6	2,7	3,6	1,6	1,6	1,7	1,4	0,8	0,9	0,6	0,4
Transferencias corrientes	0,8	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8
Renta de los factores	-1,6	-1,8	-1,4	-1,4	-1,7	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	-1,6	-1,4
Saldo de los recursos	-0,8	3,0	3,6	1,6	2,1	2,6	2,3	1,8	1,7	1,4	1,0
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	2,2	7,0	6,4	4,6	6,9	5,9	4,9	4,2	3,9	3,7	3,2
Variación de las reservas	0,9	3,7	3,4	2,7	3,7	2,8	1,5	1,8	1,9	1,7	1,4
Por regiones											
África subsahariana											
Ahorro	13,7	19,4	22,5	19,8	21,1	20,7	20,1	19,5	19,6	19,2	19,1
Inversión	17,3	19,9	22,3	22,9	22,3	21,5	22,7	23,0	23,2	23,2	22,9
Préstamos netos	-3,6	-0,5	0,1	-3,1	-1,1	-0,8	-2,6	-3,6	-3,5	-3,9	-3,8
Transferencias corrientes	1,8	2,9	4,5	4,6	4,1	3,8	3,7	3,9	3,9	3,6	3,4
Renta de los factores	-4,3	-5,0	-5,4	-3,9	-4,6	-4,7	-5,0	-4,9	-4,5	-4,2	-3,7
Saldo de los recursos	-0,9	1,5	0,9	-3,8	-0,7	0,4	-1,4	-2,6	-2,9	-3,3	-3,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,5	3,9	4,1	2,6	3,1	3,2	2,4	0,6	1,8	2,0	1,9
Variación de las reservas	0,6	2,1	1,8	-0,9	0,1	1,9	1,5	0,4	0,4	0,6	0,6
América Latina y el Caribe											
Ahorro	18,4	20,0	22,0	19,7	20,0	20,0	19,2	18,5	18,3	18,3	18,8
Inversión	21,5	20,3	23,1	20,4	21,4	21,7	21,3	21,3	21,1	21,2	21,7
Préstamos netos	-3,2	-0,3	-1,1	-0,7	-1,4	-1,7	-2,1	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9
Transferencias corrientes	0,9	1,7	1,6	1,4	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1
Renta de los factores	-2,7	-3,1	-2,8	-2,6	-2,6	-2,9	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-2,7
Saldo de los recursos	-1,3	1,1	0,1	0,4	0,0	0,1	-0,5	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,4	3,1	2,2	3,5	5,0	4,1	3,3	2,3	1,0	1,1	1,0
Variación de las reservas	0,2	0,1	-0,2	0,6	1,3	1,4	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Comunidad de Estados Independientes³											
Ahorro	25,5	29,7	30,0	22,0	26,1	28,5	25,9	24,7	26,6	26,6	26,5
Inversión	25,1	22,0	25,2	19,2	22,5	24,1	23,3	23,9	24,7	25,2	25,6
Préstamos netos	0,5	7,6	4,9	2,8	3,6	4,4	2,6	0,8	2,0	1,5	1,0
Transferencias corrientes	0,7	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3
Renta de los factores	-2,4	-2,7	-3,3	-3,6	-3,6	-3,9	-3,9	-3,9	-3,7	-3,4	-2,4
Saldo de los recursos	2,1	9,9	8,1	6,0	6,9	8,1	6,4	4,7	5,6	4,8	3,1
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	2,7	12,3	10,0	1,6	5,8	5,9	4,9	2,6	3,4	4,0	3,7
Variación de las reservas	0,2	6,6	-1,2	0,4	2,6	1,0	1,1	-1,1	-0,7	0,1	0,2

Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (continuación)
(Porcentaje del PIB)

	Promedios								Proyecciones		
	1992-99	2000-07	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio 2016-19
Economías emergentes y en desarrollo de Asia											
Ahorro	32,7	37,7	44,6	45,3	44,7	43,3	43,8	43,8	43,9	43,8	43,4
Inversión	33,4	34,3	38,6	41,8	42,1	42,3	43,0	42,7	42,7	42,4	42,0
Préstamos netos	-0,6	3,3	5,9	3,5	2,5	0,9	0,8	1,0	1,2	1,3	1,4
Transferencias corrientes	1,0	1,8	1,8	1,6	1,5	1,3	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8
Renta de los factores	-1,4	-1,2	-0,2	-0,6	-0,9	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
Saldo de los recursos	-0,2	2,8	4,3	2,5	2,0	0,8	0,8	1,2	1,3	1,6	1,8
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	3,8	7,5	7,5	6,9	8,7	6,1	4,4	4,8	4,7	4,4	3,8
Variación de las reservas	1,8	5,6	6,6	5,9	6,0	3,9	1,1	3,3	3,4	2,9	2,3
Economías emergentes y en desarrollo de Europa											
Ahorro	19,3	16,6	16,7	15,7	15,7	16,5	16,2	16,4	16,5	16,5	16,4
Inversión	21,6	21,4	24,9	18,9	20,6	22,8	20,6	20,3	20,0	20,2	20,4
Préstamos netos	-2,3	-4,7	-8,1	-3,2	-4,9	-6,4	-4,5	-3,9	-3,5	-3,7	-4,0
Transferencias corrientes	1,8	1,9	1,4	1,6	1,5	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6	1,4
Renta de los factores	-1,1	-1,9	-2,4	-2,5	-2,5	-2,8	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0	-3,2
Saldo de los recursos	-3,1	-4,8	-7,3	-2,5	-4,0	-5,2	-3,4	-2,8	-2,3	-2,4	-2,3
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,3	3,5	2,1	2,1	2,7	-0,4	0,6	0,2	-0,3	0,1	-0,1
Variación de las reservas	1,2	1,7	0,4	2,1	2,1	0,7	1,3	0,2	0,1	0,2	0,3
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Exportadoras de combustibles											
Ahorro	24,6	34,9	39,5	30,5	34,0	37,6	35,9	33,2	32,7	31,6	30,1
Inversión	23,5	23,3	26,1	26,0	26,2	25,5	25,0	25,4	25,6	25,8	26,2
Préstamos netos	1,2	11,7	13,4	4,9	8,0	12,2	11,1	8,3	7,5	6,2	4,1
Transferencias corrientes	-2,1	-1,2	-0,7	-1,0	-1,1	-1,0	-1,2	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Renta de los factores	0,7	-1,1	-1,5	-1,4	-1,9	-2,1	-2,3	-2,3	-1,9	-1,5	0,0
Saldo de los recursos	2,7	14,0	15,6	6,9	10,7	15,4	14,3	11,6	10,5	8,8	5,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,9	14,2	12,5	3,0	7,9	11,3	10,8	7,7	7,2	6,8	5,3
Variación de las reservas	-0,5	4,7	2,5	-2,1	1,9	2,9	3,7	1,0	0,5	0,6	0,3
Exportadoras de otros productos											
Ahorro	23,5	27,3	31,9	32,6	32,7	32,2	32,7	32,8	33,6	33,8	34,1
Inversión	25,7	26,9	31,2	31,8	32,6	33,3	33,8	33,9	34,4	34,5	34,6
Préstamos netos	-2,2	0,5	0,6	0,8	0,0	-1,1	-1,1	-1,1	-0,7	-0,7	-0,5
Transferencias corrientes	1,4	2,1	2,1	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,5	1,4	1,3
Renta de los factores	-2,0	-2,0	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
Saldo de los recursos	-1,6	0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-0,4	-0,1
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	2,2	5,1	4,5	5,1	6,7	4,4	3,3	3,2	3,0	3,0	2,7
Variación de las reservas	1,2	3,4	3,7	4,0	4,2	2,8	0,9	2,0	2,2	1,9	1,6

Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (conclusión)
 (Porcentaje del PIB)

	Promedios								Proyecciones		
	1992-99	2000-07	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio 2016-19
Por fuentes de financiamiento externo											
Economías deudoras netas											
Ahorro	19,5	20,8	21,8	21,6	22,3	21,8	20,8	20,8	21,2	21,2	21,9
Inversión	22,4	22,3	25,6	23,5	24,7	25,0	24,5	24,3	24,5	24,6	25,3
Préstamos netos	-2,9	-1,4	-3,8	-1,9	-2,5	-3,2	-3,7	-3,5	-3,3	-3,4	-3,4
Transferencias corrientes	1,7	2,5	2,6	2,6	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,4	2,3
Renta de los factores	-2,2	-2,5	-2,4	-2,2	-2,4	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8
Saldo de los recursos	-2,3	-1,5	-4,0	-2,3	-2,4	-3,1	-3,6	-3,3	-3,2	-3,2	-3,0
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,4	3,2	1,1	2,9	4,0	2,0	1,9	1,2	0,9	1,1	1,1
Variación de las reservas	0,9	1,8	0,6	1,7	2,1	1,0	0,7	0,1	0,6	0,6	0,6
Financiamiento oficial											
Ahorro	15,8	19,4	19,2	19,5	20,6	20,8	19,7	20,0	20,7	20,6	21,9
Inversión	19,7	21,2	23,2	21,5	21,7	21,3	22,0	21,8	22,6	22,9	24,9
Préstamos netos	-4,0	-1,9	-4,1	-2,1	-1,1	-0,5	-2,3	-1,9	-1,9	-2,3	-3,0
Transferencias corrientes	4,0	5,5	5,4	6,0	6,4	6,6	6,9	6,6	6,6	6,7	6,6
Renta de los factores	-2,8	-2,9	-2,9	-2,7	-2,5	-2,2	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-3,1
Saldo de los recursos	-5,3	-4,6	-6,6	-5,5	-5,0	-5,0	-6,7	-6,0	-6,0	-6,4	-6,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,1	1,9	2,1	1,7	1,7	1,0	-3,4	-1,7	0,2	0,1	0,1
Variación de las reservas	1,2	1,5	2,4	2,7	1,6	0,9	-1,3	-0,4	1,2	1,1	0,9
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2008-12											
Ahorro	15,4	19,0	20,8	18,3	18,9	18,6	17,0	17,1	17,8	17,2	17,6
Inversión	18,8	18,9	23,8	21,3	22,4	22,4	21,4	21,3	21,8	21,8	22,1
Préstamos netos	-3,5	0,0	-3,0	-3,0	-3,6	-3,8	-4,4	-4,2	-4,1	-4,7	-4,5
Transferencias corrientes	2,6	4,3	4,1	4,0	4,0	3,8	3,9	4,0	4,8	4,1	4,1
Renta de los factores	-2,2	-2,9	-2,6	-2,6	-3,7	-4,0	-3,2	-3,0	-2,9	-2,7	-2,4
Saldo de los recursos	-3,9	-1,5	-4,6	-4,5	-3,9	-3,6	-5,1	-5,3	-6,0	-6,1	-6,2
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	2,6	3,3	1,7	0,4	2,7	1,6	-1,1	-1,0	-0,7	0,0	0,4
Variación de las reservas	1,0	1,2	0,4	0,8	1,3	-0,5	-1,6	-0,8	0,0	0,4	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.

¹Excluido Letonia.

²Cálculo proveniente de los datos de cada uno de los países que integran la zona del euro. Excluido Letonia.

³Georgia, 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 A16. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo

	Promedios				Proyecciones			
	1996–2003		2004–11		2012	2013	Promedios	
	1996–2003	2004–11	2014	2015			2012–15	2016–19
	<i>Variación porcentual anual</i>							
PIB real mundial	3,5	4,0	3,2	3,0	3,6	3,9	3,4	3,9
Economías avanzadas	2,8	1,6	1,4	1,3	2,2	2,3	1,8	2,3
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,6	6,8	5,0	4,7	4,9	5,3	5,0	5,4
<i>Partida informativa</i>								
Producto potencial								
Principales economías avanzadas	2,5	1,6	1,3	1,3	1,5	1,5	1,4	1,7
Comercio mundial, volumen¹	6,1	5,6	2,8	3,0	4,3	5,3	3,9	5,7
Importaciones								
Economías avanzadas	6,1	4,0	1,1	1,4	3,5	4,5	2,6	5,3
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	6,5	9,6	5,8	5,6	5,2	6,3	5,7	6,3
Exportaciones								
Economías avanzadas	5,5	4,8	2,1	2,3	4,2	4,8	3,4	5,3
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	7,8	7,6	4,2	4,4	5,0	6,2	4,9	6,2
Términos de intercambio								
Economías avanzadas	0,1	-0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	0,5	2,1	0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-0,1	-0,4
Precios mundiales en dólares de EE.UU.								
Manufacturas	-1,3	2,9	0,2	-1,1	-0,3	-0,4	-0,4	0,5
Petróleo	6,7	17,4	1,0	-0,9	0,1	-6,0	-1,5	-3,0
Productos primarios no combustibles	-2,5	11,1	-10,0	-1,2	-3,5	-3,9	-4,7	-0,6
Precios al consumidor								
Economías avanzadas	1,9	2,1	2,0	1,4	1,5	1,6	1,6	1,9
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	11,1	6,5	6,0	5,8	5,5	5,2	5,6	4,9
Tasas de interés								
	<i>Porcentaje</i>							
LIBOR real a seis meses ²	2,7	0,5	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	1,3
Tasas de interés real mundial a largo plazo ³	3,0	1,5	0,1	0,8	1,0	1,5	0,9	2,3
Balanza en cuenta corriente								
	<i>Porcentaje del PIB</i>							
Economías avanzadas	-0,4	-0,6	-0,1	0,4	0,5	0,4	0,3	0,4
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	0,2	2,8	1,4	0,7	0,8	0,6	0,9	0,3
Deuda externa total								
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	36,5	26,9	24,1	24,4	24,4	24,3	24,3	23,7
Servicio de la deuda								
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	9,5	8,9	8,3	8,6	8,5	8,5	8,5	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</i> : La estructura demográfica mundial en transición	Septiembre de 2004
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Globalización y desequilibrios externos	Abril de 2005
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : El desarrollo de las instituciones	Septiembre de 2005
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Globalización e inflación	Abril de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Sistemas financieros y ciclos económicos	Septiembre de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Desbordamientos y ciclos de la economía mundial	Abril de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Globalización y desigualdad	Octubre de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La vivienda y el ciclo económico	Abril de 2008
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Tensiones financieras, desaceleraciones y recuperaciones	Octubre de 2008
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Crisis y recuperación	Abril de 2009
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Sustentar la recuperación	Octubre de 2009
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Reequilibrar el crecimiento	Abril de 2010
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Recuperación, riesgo y reequilibrio	Octubre de 2010
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Las tensiones de una recuperación a dos velocidades: Desempleo, materias primas y flujos de capital	Abril de 2011
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Desaceleración del crecimiento, agudización de los riesgos	Septiembre de 2011
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Reanudación del crecimiento, peligros persistentes	Abril de 2012
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Hacer frente a los altos niveles de deuda y al lento crecimiento	Octubre de 2012
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Esperanzas, realidades, riesgos	Abril de 2013
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Transiciones y tensiones	Octubre de 2013
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La recuperación se afianza, pero sigue siendo despareja	Abril de 2014

I. Metodología: Cifras agregadas, modelos y pronósticos

¿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

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

¿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
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
El cambio climático: Impacto económico y medidas de política	Octubre de 2007, apéndice 1.2
¿Qué riesgos plantean los mercados de la vivienda para el crecimiento mundial?	Octubre de 2007, recuadro 2.1
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
Efectos derivados de la incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos y Europa	Abril de 2013, capítulo 2, sección especial sobre los efectos de contagio
¿Podrán dar el salto decisivo los países de bajo ingreso dinámicos de hoy?	Abril de 2013, capítulo 4
¿Qué factores explican las desaceleraciones en el grupo BRICS?	Octubre de 2013, recuadro 1.2
¿Bailando juntos? Efectos de contagio, shocks comunes y el papel de los vínculos financieros y comerciales	Octubre de 2013, capítulo 3
Sincronicidad del producto en Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán y el Cáucaso y Asia central	Octubre de 2013, recuadro 3.1
Efectos de contagio de las variaciones de la política monetaria estadounidense	Octubre de 2013, recuadro 3.2
Ahorro y crecimiento económico	Abril de 2014, recuadro 3.1
Condiciones externas y crecimiento de los mercados emergentes antes, durante y después de la crisis financiera mundial	Abril de 2014, capítulo 4
Impacto de las condiciones externas en el crecimiento a mediano plazo de las economías de mercados emergentes	Abril de 2014, recuadro 4.1

IV. Inflación y deflación, mercados de materias primas

¿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
Las empresas petroleras internacionales y nacionales y los cambios en el sector petrolero	Septiembre de 2006, recuadro 1.4
Shocks de precios de los productos básicos, crecimiento y financiamiento en África subsahariana	Septiembre de 2006, recuadro 2.2
¿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, capítulo 1 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, capítulo 1, sección especial
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

Análisis de los mercados de materias primas	Abril de 2013, capítulo 1, sección especial
El perro que no ladró: ¿Ha sido amordazada la inflación o estaba simplemente dormida?	Abril de 2013, capítulo 3
¿Todavía tiene sentido la fijación de metas de inflación con una curva de Phillips más plana?	Abril de 2013, recuadro 3.1
Análisis de los mercados de materias primas	Octubre de 2013, capítulo 1, sección especial
Auges de la energía y la cuenta corriente: Comparación entre países	Octubre de 2013, recuadro 1.SE.1
Factores determinantes del precio del petróleo y reducción del diferencial WTI-Brent	Octubre de 2013, recuadro 1.SE.2
Anclaje de las expectativas inflacionarias cuando la inflación es inferior al objetivo	Abril de 2014, recuadro 1.3
Precios de las materias primas y pronósticos	Abril de 2014, capítulo 1, sección especial
V. Política fiscal	
¿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
¿Sigue 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
La gran divergencia de las políticas	Abril de 2013, recuadro 1.1
Sobreendeudamiento público y desempeño del sector privado	Abril de 2013, recuadro 1.2
VI. Política monetaria, mercados financieros, flujo de fondos	
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
Implicaciones macroeconómicas de la reciente turbulencia en los mercados financieros: Evolución con respecto a episodios anteriores	Octubre de 2007, recuadro 1.2
¿Qué es la liquidez mundial?	Octubre de 2007, recuadro 1.4
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
¿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 desapalancamiento de los bancos de la zona del euro	Abril de 2012, capítulo 2, sección especial

La transmisión financiera de las tensiones en la economía mundial	Octubre de 2012, capítulo 2, sección especial sobre los efectos de contagio
La gran divergencia de las políticas	Abril de 2013, recuadro 1.1
Planes de ajuste: ¿Qué cabe esperar de una contracción de la política monetaria de Estados Unidos?	Octubre de 2013, recuadro 1.1
Oferta de crédito y crecimiento económico	Abril de 2014, recuadro 1.1
¿Deberían preocuparse las economías avanzadas por los shocks del crecimiento de las economías de mercados emergentes?	Abril de 2014, capítulo 2, Sección especial sobre los efectos de contagio
Panorama de las tasas de interés reales mundiales	Abril de 2014, capítulo 3

VII. Mercado laboral, pobreza y desigualdad

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

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
Regímenes cambiarios y susceptibilidad a la crisis en los mercados emergentes	Abril de 2014, recuadro 1.4

IX. Pagos externos, comercio exterior, movimientos de capital y deuda externa

¿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
La evolución de los déficits en cuenta corriente en la zona del euro	Abril de 2013, recuadro 1.3
Reequilibrio externo en la zona del euro	Octubre de 2013, recuadro 1.3
El yin y el yang de la gestión de los flujos de capitales: Cómo lograr un equilibrio entre la entrada y salida de capitales	Octubre de 2013, capítulo 4
Simulación de la vulnerabilidad a las condiciones del mercado internacional de capitales	Octubre de 2013, recuadro 4.1

X. Temas regionales

¿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
La evolución de los déficits en cuenta corriente en la zona del euro	Abril de 2013, recuadro 1.3

XI. Análisis de situaciones específicas

¿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
La Abeconomía: ¿Riesgos después del éxito inicial?	Octubre de 2013, recuadro 1.4
¿Está reorientando China el gasto en materias primas?	Abril de 2014, recuadro 1.2

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

