

PARA SU PUBLICACIÓN:

En Washington (EDT): 10.00 h., 24 de enero de 2012

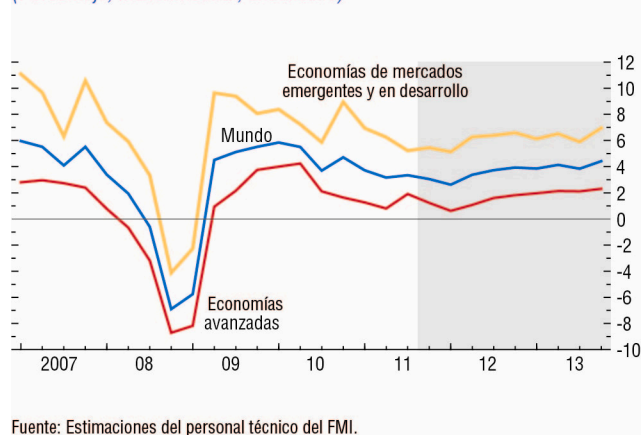
La recuperación mundial se estanca, los riesgos a la baja se intensifican

La recuperación mundial está amenazada por una agudización de las tensiones en la zona del euro y fragilidades en otras regiones. Las condiciones financieras se han deteriorado, las perspectivas de crecimiento se han ensombrecido y los riesgos a la baja se han intensificado. Según las proyecciones, el producto mundial se expandirá 3¼% en 2012 (cuadro 1 y gráfico 1), es decir, alrededor de ¾ de punto porcentual menos que lo proyectado en la edición de septiembre de 2011 de Perspectivas de la economía mundial. Esto se debe en gran medida a que ahora se prevé que la economía de la zona del euro sufrirá una recesión leve en 2012 como consecuencia del aumento de los rendimientos de los bonos soberanos, los efectos del proceso de desapalancamiento de los bancos en la economía real y el impacto de una consolidación fiscal adicional. Se prevé que el crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo también se desacelerará debido al deterioro del entorno externo y a un debilitamiento de la demanda interna. El desafío de política económica más inmediato es restablecer la confianza y poner fin a la crisis en la zona del euro, para lo cual las políticas han de apoyar el crecimiento y al mismo tiempo sustentar el ajuste, contener el desapalancamiento y proporcionar más liquidez y holgura monetaria. En otras grandes economías avanzadas, los objetivos básicos de las políticas son corregir los desequilibrios fiscales a mediano plazo y sanear y reformar los sistemas financieros, al tiempo que se mantiene la recuperación. En las economías emergentes y en desarrollo, las políticas a corto plazo deben centrarse en cómo se ha de responder a la moderación del crecimiento interno y a la desaceleración de la demanda externa proveniente de las economías avanzadas.

Se agudizan los riesgos financieros, el crecimiento mundial se desacelera

Las perspectivas de crecimiento mundial se empeoraron y los riesgos se agudizaron marcadamente durante el cuarto trimestre de 2011, al entrar la crisis de la zona del euro en una nueva fase peligrosa. La actividad siguió siendo relativamente vigorosa en el tercer trimestre, durante el cual el PIB mundial creció a una tasa anualizada de 3½%, es decir, solo levemente inferior a la pronosticada en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. El crecimiento en las economías avanzadas registró un alza sorpresiva, ya que los consumidores estadounidenses redujeron inesperadamente sus tasas de ahorro y la inversión fija

Gráfico 1. Crecimiento del PIB mundial
 (Porcentaje; intertrimestral, anualizado)



Cuadro 1. Panorama de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial**(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	Interanual						T4 a T4		
	Proyecciones				Diferencia con las proy. de sept. de 2011		Estimaciones		Proyecciones
	2010	2011	2012	2013	2012	2013	2011	2012	2013
Producto mundial 1/	5,2	3,8	3,3	3,9	-0,7	-0,6	3,3	3,4	4,0
Economías avanzadas	3,2	1,6	1,2	1,9	-0,7	-0,5	1,3	1,3	2,1
Estados Unidos	3,0	1,8	1,8	2,2	0,0	-0,3	1,8	1,5	2,4
Zona del euro	1,9	1,6	-0,5	0,8	-1,6	-0,7	0,8	-0,2	1,2
Alemania	3,6	3,0	0,3	1,5	-1,0	0,0	1,8	0,7	1,6
Francia	1,4	1,6	0,2	1,0	-1,2	-0,9	0,9	0,5	1,3
Italia	1,5	0,4	-2,2	-0,6	-2,5	-1,1	-0,1	-2,7	0,9
España	-0,1	0,7	-1,7	-0,3	-2,8	-2,1	0,2	-2,1	0,6
Japón	4,4	-0,9	1,7	1,6	-0,6	-0,4	-0,9	1,9	1,5
Reino Unido	2,1	0,9	0,6	2,0	-1,0	-0,4	0,8	1,0	2,4
Canadá	3,2	2,3	1,7	2,0	-0,2	-0,5	2,1	1,7	2,0
Otras economías avanzadas 2/	5,8	3,3	2,6	3,4	-1,1	-0,3	2,9	3,2	3,5
Economías asiáticas recientemente industrializadas	8,4	4,2	3,3	4,1	-1,2	-0,3	3,8	4,3	3,8
Economías de mercados emergentes y en desarrollo 3/	7,3	6,2	5,4	5,9	-0,7	-0,6	5,9	6,0	6,3
África subsahariana	5,3	4,9	5,5	5,3	-0,3	-0,2	...	...	...
Sudáfrica	2,9	3,1	2,5	3,4	-1,1	-0,6	2,4	3,0	3,7
América Latina y el Caribe	6,1	4,6	3,6	3,9	-0,4	-0,2	3,9	3,3	5,0
Brasil	7,5	2,9	3,0	4,0	-0,6	-0,2	2,1	3,8	4,1
México	5,4	4,1	3,5	3,5	-0,1	-0,2	4,1	3,1	3,6
Comunidad de Estados Independientes	4,6	4,5	3,7	3,8	-0,7	-0,6	3,2	3,5	3,7
Rusia	4,0	4,1	3,3	3,5	-0,8	-0,5	3,5	2,8	4,0
Excluido Rusia	6,0	5,5	4,4	4,7	-0,7	-0,4	...	...	...
Europa central y oriental	4,5	5,1	1,1	2,4	-1,6	-1,1	3,4	1,4	3,0
Países en desarrollo de Asia	9,5	7,9	7,3	7,8	-0,7	-0,6	7,4	7,9	7,6
China	10,4	9,2	8,2	8,8	-0,8	-0,7	8,7	8,5	8,4
India	9,9	7,4	7,0	7,3	-0,5	-0,8	6,7	6,9	7,2
ASEAN-5 4/	6,9	4,8	5,2	5,6	-0,4	-0,2	3,7	7,4	5,0
Oriente Medio y Norte de África 5/	4,3	3,1	3,2	3,6	...	...	...	...	...
<i>Partidas infomativas</i>									
Unión Europea	2,0	1,6	-0,1	1,2	-1,5	-0,7	0,8	0,3	1,7
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	4,1	2,8	2,5	3,2	-0,7	-0,4	...	...	...
Volumen de comercio mundial (bienes y servicios)	12,7	6,9	3,8	5,4	-2,0	-1,0	...	...	...
Importaciones									
Economías avanzadas	11,5	4,8	2,0	3,9	-2,0	-0,8	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	15,0	11,3	7,1	7,7	-1,0	-1,0	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	12,2	5,5	2,4	4,7	-2,8	-0,8	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	13,8	9,0	6,1	7,0	-1,7	-1,6	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)									
Petróleo 6/	27,9	31,9	-4,9	-3,6	-1,8	-3,1	...	...	...
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	26,3	17,7	-14,0	-1,7	-9,3	2,2	...	...	...
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	1,6	2,7	1,6	1,3	0,2	-0,1	2,9	1,2	1,3
Economías de mercados emergentes y en desarrollo 3/	6,1	7,2	6,2	5,5	0,3	0,4	6,5	5,6	4,8
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje) 7/									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	0,5	0,5	0,9	0,9	0,4	0,3	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	0,8	1,4	1,1	1,2	-0,1	-0,4	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0,4	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	...	...	...

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 14 de noviembre y 12 de diciembre de 2011. En los casos en que los países no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de las economías. Los datos trimestrales agregados están desestacionalizados.

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

2/ No incluyen los países del G-7 y de la zona del euro.

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

4/ Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

5/ En las proyecciones de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* no se incluyeron los datos de Libia debido a la incierta situación política del país, pero estos cálculos agregados de *Perspectivas de la economía mundial* sí incluyen los datos de ese país. Excluyendo Libia, las proyecciones de crecimiento de Oriente Medio y Norte de África para 2012 y 2013 son -1,6 y -1,2 puntos porcentuales más bajas, respectivamente, que en la edición de septiembre de 2011. Los agregados mundiales y los correspondientes a las economías emergentes y en desarrollo tampoco son directamente comparables con los de la edición de septiembre de 2011 debido a la inclusión de los datos de Libia, pero la ponderación de Libia en los estos agregados es mucho más pequeña.

6/ Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue US\$104,23 en 2011; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es US\$99,09 en 2012 y US\$95,55 en 2013.

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

de las empresas siguió siendo sólida. La recuperación tras los trastornos en las cadenas de suministros causados por el terremoto de marzo de 2011 en Japón también fue más fuerte de lo previsto. Además, la estabilización de los precios del petróleo ayudó a estimular el consumo. No obstante, no se espera que estos factores sigan proporcionando un impulso significativo en el futuro.

En cambio, el crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo se desaceleró más de lo pronosticado, posiblemente porque las políticas macroeconómicas más restrictivas tuvieron un efecto mayor que el previsto o porque el crecimiento subyacente fue más débil.

Últimamente, las perspectivas a corto plazo se han deteriorado de manera considerable, como lo demuestra el empeoramiento de los indicadores de alta frecuencia en el último trimestre de 2011 (gráfico 2). La causa principal es el agravamiento de la crisis en la zona del euro, que está interactuando con las fragilidades financieras en otras partes del mundo (gráfico 3).

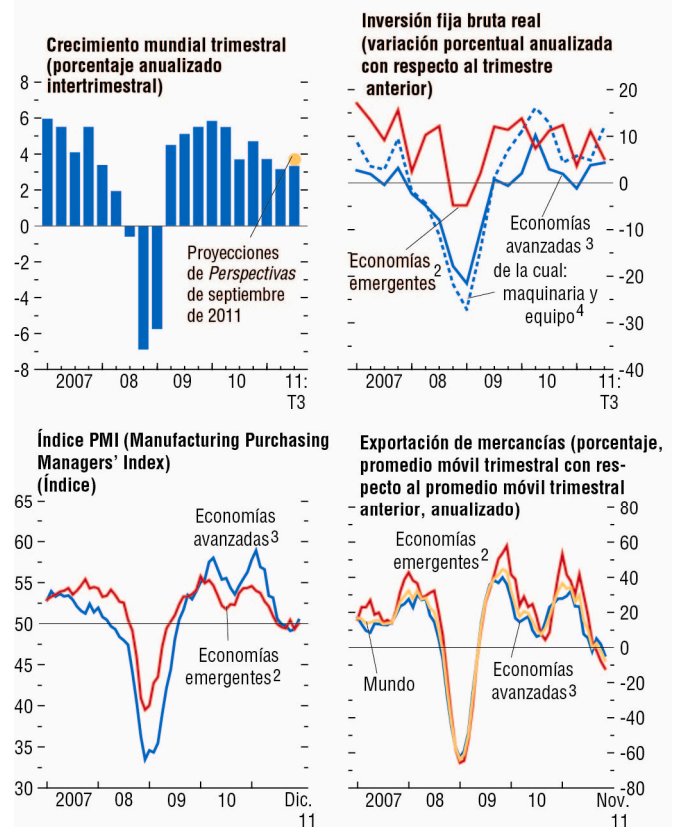
Específicamente, las inquietudes en torno a las pérdidas del sector bancario y la sostenibilidad fiscal ampliaron los diferenciales soberanos de muchos países de la zona del euro, elevándolos a máximos no registrados desde la creación de la

Unión Económica y Monetaria. El financiamiento bancario prácticamente se paralizó en la zona del euro, lo cual llevó al Banco Central Europeo (BCE) a ofrecer una operación de refinanciamiento a largo plazo de tres años. Las condiciones crediticias de los bancos se han desplazado lateralmente o se han deteriorado en varias economías avanzadas. Los flujos de capital hacia las economías emergentes disminuyeron drásticamente. En los mercados cambiarios se observó volatilidad, con una apreciación del yen japonés y depreciaciones significativas de las monedas de muchas economías de mercados emergentes.

Se prevé que la recuperación se estancará en muchas economías

Las proyecciones actualizadas de *Perspectivas de la economía mundial* apuntan a una desaceleración de la actividad mundial, pero no a su colapso. Según las proyecciones, la mayoría de las economías avanzadas evitan una nueva recesión, mientras que las economías emergentes y en desarrollo ven desacelerarse el fuerte ritmo de la actividad. Sin embargo, este pronóstico parte del supuesto de que en la zona del euro las autoridades redoblan sus esfuerzos para hacer frente a la crisis. Como resultado, las

Gráfico 2. Indicadores económicos recientes¹



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

¹No todas las economías están incluidas en las agregaciones. Los agregados se calculan en base a ponderaciones según la paridad del poder adquisitivo (PPA), salvo indicación contraria.

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

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

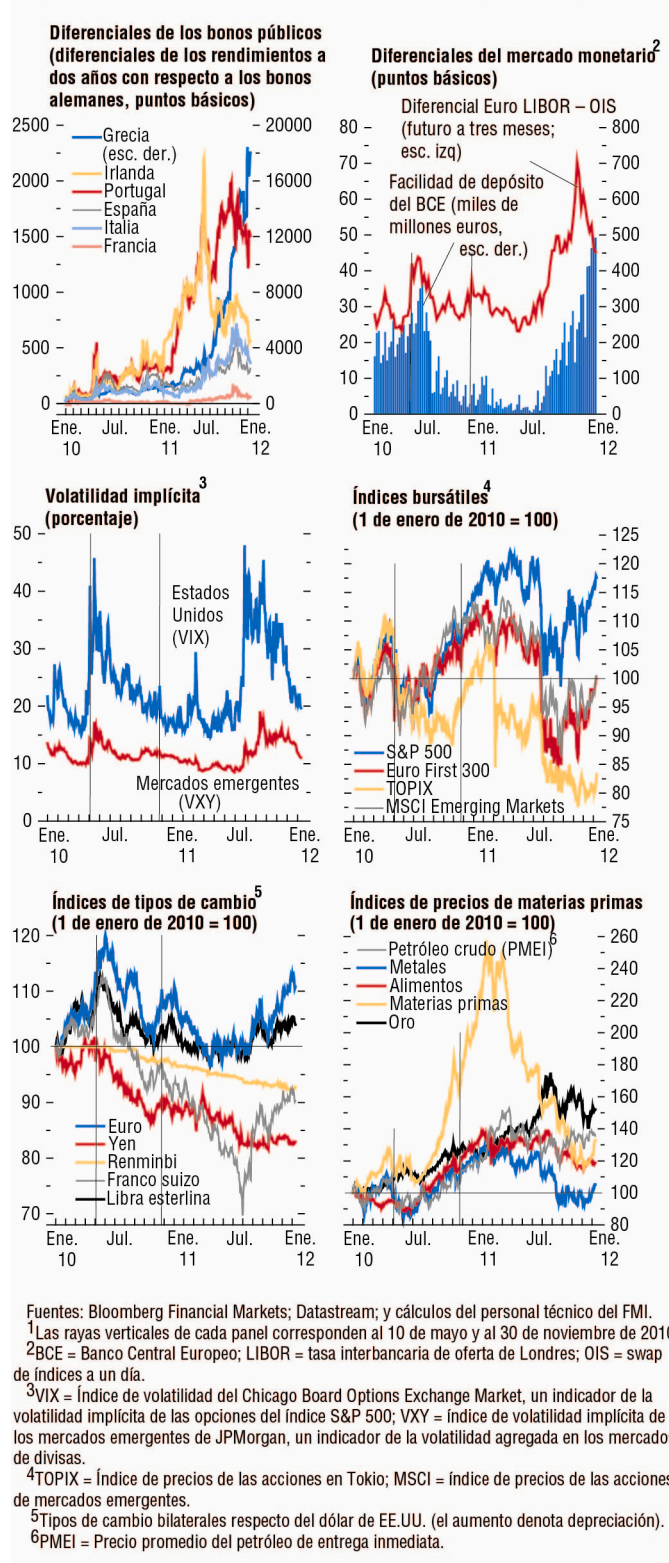
⁴Promedios ponderados según la PPA de productos de metal y maquinaria para la zona del euro, plantas y equipos para Japón, plantas y maquinaria para el Reino Unido, y equipo y programas informáticos para Estados Unidos.

primas de los bonos soberanos se estabilizan alrededor de los niveles actuales y empiezan a normalizarse a comienzos de 2013. Además, las políticas logran contener el desapalancamiento de los bancos de la zona del euro. El crédito y la inversión en dicha zona se contraen solo moderadamente, con escasas repercusiones en otras regiones por los canales financieros y comerciales.

En general, ahora se proyecta que la actividad en las economías avanzadas se expandirá 1½% en promedio en 2012–13. Dada la profundidad de la recesión de 2009, estas tasas de crecimiento son demasiado lentas como para dar lugar a una reducción marcada del desempleo, que es muy alto. Además, la proyección de crecimiento para 2012 representa una revisión a la baja de ¾ de punto porcentual con respecto a la proyección presentada en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*.

- Ahora se prevé que la economía de la zona del euro sufrirá una recesión leve en 2012, consecuente con el escenario a la baja presentado en la actualización de enero de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. La marcada revisión a la baja (1½ puntos porcentuales) desde la publicación de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* obedece al aumento de los rendimientos de los bonos soberanos, los efectos del proceso de desapalancamiento de los bancos en la economía real y el impacto de una nueva consolidación fiscal anunciada por los gobiernos de la zona del euro.
- Como el margen de maniobra para la adopción de políticas es limitado, el crecimiento en la mayoría de las otras economías avanzadas también es más bajo, sobre todo debido a las repercusiones negativas originadas en la zona del euro y que se transmiten por los canales financieros y comerciales y que exacerban las debilidades existentes. En el caso de Estados Unidos, el impacto de esas repercusiones en el crecimiento en general se ve contrarrestado por una dinámica más fuerte de la demanda interna subyacente en 2012. Aun así, la actividad se desacelera con respecto al ritmo alcanzado durante el segundo semestre de 2011, a medida que la mayor aversión al riesgo provoca un endurecimiento de las condiciones financieras y que la política fiscal se torna más contractiva.

Gráfico 3. Evolución reciente de los mercados financieros¹



Se prevé que en 2012–13 las economías emergentes y en desarrollo crecerán en promedio un 5¾%, lo cual representa una desaceleración significativa con respecto al crecimiento de 6¾% registrado en 2010–11; y dicho crecimiento será aproximadamente ½ punto porcentual inferior al proyectado en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. Esto se debe a un deterioro de las condiciones externas, así como a una desaceleración de la demanda interna en economías emergentes clave. Pese a una sustancial revisión a la baja equivalente a ¾ de punto porcentual, se sigue proyectando que el crecimiento más rápido se registrará en los países en desarrollo de Asia, con una tasa media de 7½% en 2012–13. Se prevé que la actividad económica en Oriente Medio y Norte de África se acelerará en 2012–13, impulsada sobre todo por la recuperación en Libia y el continuo desempeño vigoroso de otros países exportadores de petróleo. Pero para la mayoría de los países importadores de petróleo de la región, las perspectivas de crecimiento se ven atemperadas debido a transiciones políticas que han tomado más tiempo del previsto y a condiciones externas desfavorables. El impacto de la desaceleración mundial en África subsahariana hasta la fecha se ha limitado a unos pocos países —muy particularmente, Sudáfrica—, y se prevé que el producto de la región se expandirá aproximadamente 5½% en 2012. Según las proyecciones, las repercusiones negativas serán mayores en Europa central y oriental, dados los estrechos vínculos comerciales entre esa región y las economías del euro. El impacto en otras regiones será relativamente moderado, ya que se prevé que la aplicación de una política macroeconómica expansiva contrarrestará en gran medida los efectos de la desaceleración de la demanda de las economías avanzadas y la creciente aversión al riesgo a escala mundial. En el caso de muchas economías emergentes y en desarrollo, la solidez de los pronósticos también obedece a los precios relativamente altos de las materias primas (véase más adelante).

Los precios de las materias primas y la inflación de los precios al consumidor retroceden, pero persisten riesgos

Los precios de las materias primas en general disminuyeron en 2011, como consecuencia de la menor demanda mundial. Sin embargo, los precios del petróleo se han mantenido firmes en los últimos meses, debido principalmente a factores relacionados con la oferta. Además, los riesgos geopolíticos a los que están expuestos dichos precios han recrudecido. Se prevé que estos riesgos permanecerán elevados por cierto tiempo, y que los precios del petróleo retrocederán solo marginalmente en 2012, pese a las perspectivas menos favorables de la actividad mundial. Por ende, la proyección de base del precio del petróleo elaborada por el FMI para 2012 en general no varía con respecto a la de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* (US\$99 el barril, frente a US\$100). En lo que se refiere a las otras materias primas, se prevé que la mejora de las condiciones de la oferta y la desaceleración de la demanda provocarán nuevas reducciones de precios. Según las proyecciones, los precios de las materias primas distintas del petróleo se reducirán un 14% en 2012. A corto plazo, los precios de la mayoría de estas materias primas están expuestos a riesgos a la baja.

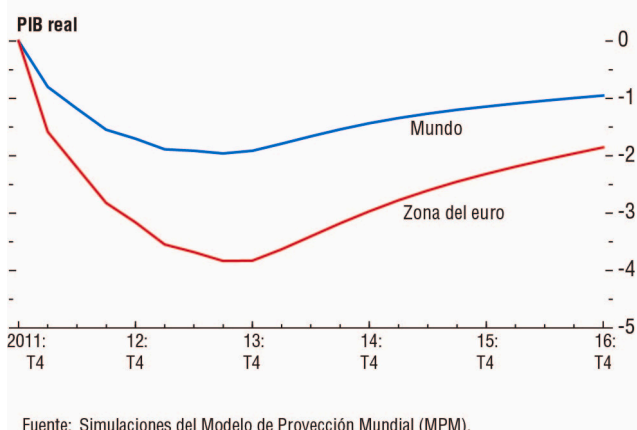
Se proyecta que la inflación mundial de los precios al consumidor cederá a medida que la demanda se atenúe y que los precios de las materias primas se estabilicen o retrocedan. En las economías avanzadas, la abundante capacidad económica ociosa y las expectativas de inflación bien ancladas mantendrán las presiones inflacionarias bajo control, al disiparse los efectos del alza de precios de las materias primas del año pasado. Según las proyecciones, en el transcurso del año la inflación descenderá a alrededor de 1½%, desde el máximo de aproximadamente 2¾% registrado en 2011. En las economías emergentes y en desarrollo también se espera una disminución de las presiones, al desacelerarse el crecimiento y la inflación de precios de los alimentos. Aun así, se prevé que la inflación persistirá en algunas regiones. En general, se proyecta que los precios al consumidor en esas economías se desacelerarán, y que la inflación bajará a aproximadamente 6¼% durante 2012, con respecto a un nivel de más de 7¼% en 2011.

Los riesgos a la baja han aumentado drásticamente

Los riesgos a la baja se derivan de varias fuentes. El riesgo más inmediato es la intensificación de las interacciones negativas entre las presiones de financiamiento de las entidades soberanas y los bancos en la zona del euro, cuya consecuencia es un proceso de desapalancamiento de los bancos mucho mayor y más prolongado y contracciones considerables del crédito y el producto. En el gráfico 4 se presenta un escenario a la baja de ese tipo. Se supone que los diferenciales soberanos aumentan temporalmente. Las inquietudes crecientes acerca de la sostenibilidad fiscal obligan a realizar una consolidación fiscal con ajustes concentrados en la etapa inicial, lo cual deprime la demanda y el crecimiento a corto plazo. La calidad de los activos bancarios se deteriora más que en el escenario de base, debido a pérdidas más cuantiosas por tenencias de deuda soberana y préstamos al sector privado. La inversión privada sufre una contracción adicional de $1\frac{3}{4}$ puntos porcentuales del PIB (en relación con lo proyectado en *Perspectivas de la economía mundial*). Como resultado, el producto en la zona del euro se reduce aproximadamente 4% con respecto al pronóstico de *Perspectivas de la economía mundial*. Suponiendo que el contagio financiero al resto del mundo es más intenso que en el escenario de base (pero menor

Gráfico 4. Escenario a la baja de *Perspectivas de la economía mundial*

(Desviación porcentual respecto de la proyección de base de *Perspectivas*)



que el observado tras el colapso de Lehman Brothers en 2008), y teniendo en cuenta las repercusiones por vía del comercio internacional, el producto mundial será aproximadamente 2% inferior al proyectado en *Perspectivas de la economía mundial*.

Otro riesgo a la baja se deriva del avance insuficiente en la formulación de planes de consolidación fiscal a mediano plazo en Estados Unidos y Japón. A corto plazo, este riesgo podría verse mitigado gracias a que la turbulencia en la zona del euro hace que la deuda pública de estas economías sea más atractiva para los inversionistas. Sin embargo, mientras se siga proyectando el aumento de los niveles de deuda a mediano plazo y mientras no existan estrategias de consolidación fiscal bien definidas y creíbles,

existirá la posibilidad de turbulencia en los mercados mundiales de bonos y de monedas. Un riesgo más inmediato es que, en Estados Unidos, una economía política que tiende a ser accidentada dé lugar a un ajuste fiscal excesivo a corto plazo.

En las economías emergentes de importancia clave, los riesgos se derivan de la posibilidad de un aterrizaje brusco, sobre todo en un contexto de incertidumbre (y quizá desaceleración) del producto potencial. En años recientes, en varias de las grandes economías emergentes se ha observado un crecimiento vigoroso del crédito y de los precios de los activos, así como un aumento de las vulnerabilidades financieras. Esto ha impulsado la demanda y puede haber llevado a sobrestimar las tasas de crecimiento tendencial en estas economías. Si la dinámica de los mercados inmobiliarios y crediticios llegara a quebrantarse —debido a pérdidas de confianza y a un retroceso de las expectativas internas, o a una reducción de la demanda del exterior—, el impacto en la actividad económica podría ser muy perjudicial.

Además, están aumentando una vez más las inquietudes con respecto a los riesgos geopolíticos que afectan a la oferta de petróleo. Una agudización de las preocupaciones en torno a un shock de la oferta de petróleo (o una interrupción efectiva del suministro) debido a la situación en Irán tendría un impacto considerable en el mercado petrolero, habida cuenta de los niveles limitados de existencias y de

capacidad excedentaria, así como de las condiciones del mercado físico que se prevé seguirán siendo restrictivas a lo largo de 2012.

Urge tomar medidas de política decisivas y coherentes

El actual entorno —caracterizado por sistemas financieros frágiles, niveles elevados de déficits públicos y deuda pública y tasas de interés cercanas a cero— es muy propicio para que se autoperpetúe el pesimismo y para que se propaguen los shocks adversos, siendo el más grave de estos un agravamiento de la crisis en la zona del euro. En este contexto, para lograr una recuperación más resistente deben conjugarse tres factores: un ajuste sostenido pero gradual; abundante liquidez y una política monetaria expansiva, sobre todo en las economías avanzadas; y un resurgimiento de la confianza en la capacidad de acción de las autoridades. Para evitar esfuerzos en vano, es importante señalar que no todos los países deben realizar el ajuste de la misma manera, en la misma medida o al mismo tiempo. Por ejemplo, el ajuste en los países con posiciones fiscales y externas relativamente sólidas no debería ser de la misma magnitud que en los países que carecen de esas ventajas y que soportan presiones del mercado. Al coordinar sus medidas para que sean mutuamente coherentes, las autoridades pueden ayudar a anclar las expectativas y a restablecer la confianza.

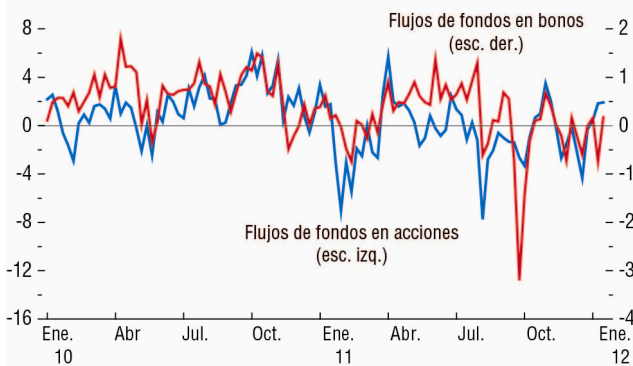
- *Ajuste fiscal.* A corto plazo, el ajuste fiscal que está en marcha en la mayoría de las economías avanzadas es suficiente. Los países deben dejar que los estabilizadores automáticos actúen libremente mientras estén en condiciones de financiar sin problema déficits más altos. Entre esos países, aquellos en donde las tasas de interés sean muy bajas o en donde existan otros factores que generen un espacio fiscal adecuado, incluidos algunos países de la zona del euro, deberían reconsiderar el ritmo de la consolidación a corto plazo. La aplicación de un ajuste fiscal excesivo a corto plazo para compensar las pérdidas cíclicas de ingresos socavaría aún más la actividad, reducirá el respaldo con que cuenta el ajuste entre el público y minará la confianza del mercado. En las economías más grandes, una preocupación específica es que la paralización política en Estados Unidos desemboque en un retiro precipitado del gasto de estímulo. A mediano plazo, Estados Unidos y Japón deberían impulsar la formulación y ejecución de planes de consolidación a mediano plazo creíbles, porque ninguno de los dos países debe dar por sentada su condición de refugio seguro. Entre las medidas que podrían tomar se incluyen reformas para frenar el crecimiento del gasto en atención de la salud y pensiones, topes al gasto discrecional y reformas del sistema impositivo para reforzar el ingreso fiscal. La puesta en marcha de planes creíbles a mediano plazo también creará margen de maniobra para la adopción de políticas que apoyen el saneamiento de los balances, el crecimiento y la creación de empleo. Las políticas fiscales se analizan más detalladamente en la actualización de enero de 2012 del *Monitor Fiscal*.
- *Liquidez.* A medida que avanza la consolidación fiscal en las economías avanzadas, la política monetaria debería seguir apoyando el crecimiento, siempre y cuando las expectativas inflacionarias permanezcan ancladas y el nivel de desempleo siga siendo elevado. Si los riesgos a la baja para el crecimiento se materializaran, bien podría resultar necesario un estímulo monetario adicional, inclusive a través de una expansión cuantitativa. En este sentido, los programas focalizados para ayudar a aliviar las restricciones crediticias a las que se enfrentan las empresas y los hogares serían útiles en las economías en donde la transmisión monetaria se ve limitada. En la zona del euro es esencial romper las interacciones negativas entre un crecimiento deficiente, el deterioro de los saldos fiscales y el debilitamiento de los balances de los bancos, que fácilmente podrían dar lugar a un período prolongado de deflación de los precios de los activos y los precios al consumidor. Para abordar este problema hay que tomar medidas en varios frentes. En primer lugar, será importante que el BCE aplique una distensión monetaria adicional y oportuna, consecuente con su mandato de garantizar la estabilidad de precios. Además, el BCE debe seguir proporcionando liquidez y participando plenamente en la compra de valores para ayudar a mantener la confianza en el euro. Y a

los países que enfrentan fuertes restricciones de financiamiento se les debe proporcionar un nivel suficiente de recursos a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEDE).

- *Desapalancamiento de los bancos.* Para romper la cadena de interacciones negativas entre el crecimiento débil y el deterioro de los balances de los bancos es necesario inyectar más capital en los bancos de la zona del euro (inclusive a partir de fuentes públicas), y los supervisores tienen que hacer todo lo posible para evitar un desapalancamiento demasiado rápido que podría culminar en una contracción del crédito de efectos devastadores (véase la actualización de enero de 2012 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial, *Global Financial Stability Report*). Es posible que, a escala individual, los países que soportan presiones necesiten acceder a recursos generales de la zona del euro para facilitar la recapitalización de los bancos.
- *Ajuste financiero.* El financiamiento a corto plazo en condiciones favorables debe ir unido a avances continuos en el saneamiento y la reforma de los sistemas financieros. Este es un elemento crítico de la normalización de las condiciones crediticias y contribuiría a aliviar la carga que significa para la política monetaria y fiscal la tarea de respaldar la recuperación. Las políticas del sector financiero se analizan más detalladamente en la actualización de enero de 2012 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial.

Gráfico 5. Flujos netos de fondos hacia los mercados emergentes

(Miles de millones de dólares de EE.UU.; flujos semanales)



Fuente: EPFR Global.

La recuperación de la confianza en la viabilidad de la zona del euro depende de la profundización financiera y de la integración fiscal a lo largo del tiempo y de la ejecución de reformas estructurales para ayudar a corregir los desequilibrios internos. En el ámbito financiero, la adopción de un modelo común de supervisión, resolución y garantía de depósitos afianzará y unificará el sistema financiero de la zona del euro y romperá el círculo de interacciones negativas entre los bancos y las entidades soberanas. A corto plazo, un servicio a nivel de toda la zona del euro que sea capaz de asumir participaciones directas en los bancos ayudará a quebrar este círculo vicioso. Otro aspecto esencial es una mayor integración fiscal, que debe incluir una distribución más amplia de

los riesgos entre los países miembros de la zona del euro, así como una mayor disciplina o centralización fiscal. El FEEF y el MEDE constituyen pasos importantes en este sentido. Pero sería muy útil ampliar de manera significativa los recursos reales que ya están disponibles, incorporando el FEEF en el MEDE e incrementando el tamaño de este último. A mediano plazo, las reformas de los mercados de trabajo y de productos ayudarán a corregir los desequilibrios internos subyacentes y los problemas de competitividad, que son la causa fundamental de las aflicciones; a corto plazo, las reformas pueden ayudar a anclar las expectativas del mercado.

En las economías emergentes y en desarrollo, la atención a corto plazo debe centrarse en las medidas de respuesta ante la moderación de la demanda interna y la desaceleración de la demanda externa proveniente de las economías avanzadas, a la vez que se hace frente al problema de los flujos de capital volátiles. Las condiciones específicas a las que se enfrentan estas economías y el margen de maniobra del que disponen para la aplicación de políticas varían mucho, y asimismo variarán las políticas de respuesta adecuadas en cada caso. En general, las presiones de inflación han cedido, el crecimiento del

crédito ha llegado a un máximo y las entradas de capital han disminuido (gráfico 5). Las economías en donde la inflación está bajo control, la deuda pública no es alta y los superávits externos son considerables (como por ejemplo China y ciertas economías emergentes de Asia) pueden permitirse ampliar el gasto social para apoyar a los hogares pobres frente al debilitamiento de la demanda externa. Las economías donde la presión inflacionaria está disminuyendo pero cuyos fundamentos fiscales son más débiles (como por ejemplo varias economías de América Latina) pueden poner fin al ajuste o relajar la política monetaria, siempre que puedan controlar el crédito a los sectores sobrecalentados (como el inmobiliario) con medidas macroprudenciales. Los países en donde tanto la inflación como la deuda pública son relativamente altas (como India y varias economías de Oriente Medio) quizá deberían abordar con mayor cautela cualquier relajamiento de la política.

Las medidas colectivas pueden ayudar a establecer una trayectoria de crecimiento más vigoroso para la economía mundial al propiciar un reequilibrio de la demanda mundial. En muchas economías avanzadas, en particular las que presentan déficits externos, el desapalancamiento de los hogares continuará por algún tiempo. Las reformas estructurales para estimular el crecimiento potencial —incluidas las medidas para reformar los mercados de trabajo y de productos y para reforzar la resistencia de las economías ante el envejecimiento de la población— pueden aliviar pero no eliminar la necesidad de desapalancamiento. Para lograr en este contexto un crecimiento mundial más resistente será necesario que las economías con sólidos balances de los hogares y fuertes posiciones externas eliminen las distorsiones que inciden en la demanda interna. Dependiendo de los desafíos específicos a los que se enfrenten estas economías, sería útil que las medidas que se tomen estén centradas en desarrollar sistemas cambiarios con una orientación más de mercado; mejorar las redes de protección social y los sistemas de pensiones, atención de la salud y educación; reforzar los sectores financieros; y mejorar el clima de negocios para la inversión privada.