

INTRODUCCIÓN

Lo que hasta ahora había sido una recuperación a dos velocidades, fuerte en las economías de mercados emergentes y en desarrollo pero más débil en las economías avanzadas, está convirtiéndose en una recuperación a tres velocidades. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo mantienen su dinamismo, pero las avanzadas parecen haber llegado a un punto de bifurcación entre Estados Unidos y la zona del euro.

Nuestros pronósticos así lo reflejan. El crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo alcanzará 5,3% en 2013 y 5,7% en 2014. En Estados Unidos, el pronóstico es de 1,9% en 2013 y 3,0% en 2014. En cambio, para la zona del euro se pronostica -0,3% en 2013 y 1,1% en 2014.

La tasa de crecimiento prevista para 2013 en Estados Unidos quizá no parezca muy alta, y en efecto no es suficiente para hacer mayor mella en la tasa de desempleo, que aún es elevada. Pero se alcanzará esa tasa en medio de una consolidación fiscal muy intensa, de hecho demasiado intensa, de aproximadamente 1,8% del PIB. La demanda privada subyacente en realidad es vigorosa, y está impulsada en parte por la expectativa de tasas de política monetaria bajas en el marco de la “orientación a futuro” de la Reserva Federal y la demanda reprimida de viviendas y bienes duraderos.

El pronóstico de crecimiento negativo en la zona del euro obedece no solo a la debilidad en la periferia sino también a cierta atonía en el núcleo. El crecimiento de Alemania está afianzándose, pero aun así se pronostica que será inferior al 1% en 2013. Para Francia se pronostica un crecimiento negativo en 2013, debido a una combinación de consolidación fiscal, flojo desempeño de las exportaciones y poca confianza. Esto puede poner en duda la capacidad del núcleo de la zona para ayudar a la periferia, en caso de que fuera necesario. Se prevé que la mayoría de los países de la periferia de la zona del euro, en particular España e Italia,

sufrirán contracciones importantes en 2013. El proceso de devaluación interna está avanzando lentamente, y la competitividad de la mayoría de estos países está aumentando poco o poco. Sin embargo, la demanda externa sencillamente no es lo suficientemente fuerte como para compensar la débil demanda interna. Los círculos viciosos entre los bancos débiles, las entidades soberanas débiles y la escasa actividad continúan alimentándose mutuamente.

Japón está forjándose su propio camino. Tras muchos años de deflación y crecimiento escaso o nulo, el nuevo gobierno ha anunciado una nueva política, basada en una fuerte expansión cuantitativa, una meta de inflación positiva, estímulo fiscal y reformas estructurales. Esta política impulsará el crecimiento a corto plazo, y así lo refleja nuestro pronóstico de crecimiento de 1,6% para 2013. No obstante, dado el alto nivel de endeudamiento público, embarcarse en un estímulo fiscal sin un plan de consolidación fiscal a mediano plazo implica riesgos: aumenta la probabilidad de que los inversionistas exijan una prima de riesgo y de que eso a su vez lleve a que la deuda sea insostenible.

A diferencia de este panorama ambiguo en las economías avanzadas, las economías de mercados emergentes van por buen camino. Las condiciones que se observan hoy —precios elevados para las materias primas, tasas de interés bajas, fuerte afluencia de capitales— seguramente habrían desembocado en auges de crédito y sobrecalentamiento en tiempos pasados. Pero esta vez las autoridades en general han logrado mantener la demanda agregada en línea con su nivel potencial. Al mismo tiempo, el crecimiento potencial aparentemente ha disminuido en varias economías de mercados emergentes, en comparación con las tendencias previas a la crisis. Si bien las circunstancias varían de un país a otro, los datos indican que parte de esta disminución se debe a distorsiones inducidas por políticas, que deberían corregirse.

Las políticas

En Estados Unidos la atención debería centrarse en trazar la ruta adecuada hacia la consolidación. Es cierto que los recortes automáticos del gasto presupuestario (“secuestro del gasto”) han reducido las preocupaciones acerca de la sostenibilidad de la deuda, pero es la manera equivocada de proceder. La consolidación fiscal ahora debería ser de menor magnitud y de mejor calidad, con un compromiso de mayor consolidación fiscal más adelante.

En la zona del euro se han registrado avances institucionales en el último año, particularmente en lo que se refiere al establecimiento de una hoja de ruta para establecer una unión bancaria. El programa de Operaciones Monetarias de Compraventa ofrecido por el Banco Central Europeo, incluso no habiendo sido utilizado, ya ha reducido los riesgos extremos. Pero esto no es suficiente. Las tasas de interés a las que se enfrentan los prestatarios en los países de la periferia siguen siendo demasiado altas para asegurar la recuperación, y se necesitan urgentes medidas adicionales para fortalecer los bancos, pero no en detrimento de las entidades soberanas. La atonía de la demanda privada también hace pensar que los países que tienen margen deberían permitir la activación de los estabilizadores automáticos, y algunos países que cuentan con espacio fiscal deberían ir incluso más allá.

Las economías de mercados emergentes tienen ante sí otros desafíos, y uno de ellos es la gestión de los flujos de capitales. Las perspectivas fundamentalmente favorables en las economías emergentes, sumadas a las bajas tasas de interés en las economías avanzadas, probablemente harán que se mantengan la afluencia neta de capitales y la presión sobre los tipos de cambio en muchas economías de mercados emergentes. Este es un proceso beneficioso y es parte del reequilibrio que debe ocurrir para que la economía mundial recupere la salud. Al mismo tiempo, como hemos visto, los flujos de capitales pueden ser volátiles, lo cual puede complicar más la gestión macroeconómica. El desafío para los países receptores consiste en adaptarse a las tendencias subyacentes y a la vez reducir la volatilidad de los flujos cuando estos amenacen la estabilidad macroeconómica o financiera.

En resumen, las recientes buenas noticias de Estados Unidos han venido acompañadas de inquietudes renovadas acerca de la zona del euro. Dadas las estrechas interconexiones entre los países, una recuperación desigual es una recuperación peligrosa. Algunos riesgos extremos han disminuido, pero en este momento las autoridades no deben bajar la guardia.

Olivier Blanchard
Consejero Económico

Las perspectivas económicas mundiales han vuelto a mejorar, pero el camino hacia la recuperación en las economías avanzadas seguirá siendo accidentado. Se pronostica que el producto mundial crecerá 3¼% en 2013 y 4% en 2014. En las economías avanzadas se prevé que la actividad se acelerará gradualmente a partir del segundo semestre de 2013. La demanda privada parece ser cada vez más robusta en Estados Unidos pero aún es muy floja en la zona del euro. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la actividad ya ha recuperado su impulso.

Perspectivas de una trayectoria mejor, pero accidentada y divergente, para las economías avanzadas

En los últimos seis meses, las autoridades de las economías avanzadas han logrado conjurar dos de las principales amenazas a corto plazo para la recuperación mundial: la amenaza de una ruptura de la zona del euro y una brusca contracción fiscal en Estados Unidos provocada por la caída en un “abismo fiscal”. En respuesta, los mercados financieros han registrado un repunte generalizado. Además, la estabilidad financiera ha mejorado, como se destaca en la edición de abril de 2013 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR).

El repunte del mercado financiero ha estado ayudando a la recuperación económica al mejorar las condiciones de financiamiento y apuntalar la confianza, pero las perspectivas de crecimiento en general no parecen haber experimentado cambios. Si bien la demanda privada en Estados Unidos ha dado señales de solidez a medida que se han reactivado los mercados de crédito e inmobiliarios, se proyecta que un ajuste fiscal mayor de lo previsto mantendrá el crecimiento del PIB real en alrededor de 2% en 2013. En la zona del euro, las mejores condiciones económicas en las entidades soberanas de la periferia todavía no se han trasladado a las

empresas y los hogares porque los bancos aún sufren los efectos de la escasa rentabilidad y los bajos niveles de capital, que restringen la oferta de crédito. Además, en muchas economías la actividad se verá frenada por el continuo ajuste fiscal, problemas de competitividad y debilidad de los balances. Por otro lado, han pasado a primer plano riesgos políticos y financieros que podrían entorpecer la recuperación, por lo que se proyecta una contracción del PIB real en comparación con 2012 de aproximadamente ¼%. En Japón, en cambio, la recuperación estará impulsada por un estímulo fiscal y monetario, con lo que el crecimiento del PIB real será de 1½%.

En general, el pronóstico de crecimiento anual para las economías avanzadas en 2013 —un moderado 1¼%— no es mejor que el observado en 2012. Pero aun así, suponiendo que las autoridades evitan contratiempos y cumplen sus promesas, las proyecciones en esta edición de *Perspectivas de la economía* (informe WEO, por sus siglas en inglés) se basan en una continua atenuación de los factores que frenan la actividad real. Por lo tanto, para 2013 se proyecta que, tras un primer semestre flojo, el crecimiento del PIB real de las economías avanzadas se situará por encima del 2% el resto del año y promediará 2¼% en 2014, impulsado por un crecimiento de alrededor de 3% en Estados Unidos.

Reaceleración de la actividad en las economías de mercados emergentes y en desarrollo

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo sufrieron una notable desaceleración durante 2012, debida a una marcada contracción de la demanda proveniente de economías avanzadas clave, la aplicación de políticas internas más restrictivas y el final del auge en algunas de las principales economías de mercados emergentes. Pero ante la solidez de la demanda de consumo, el compás de espera en que se encuentra la política macroeconómica y la reactivación de las exportaciones, la mayoría de las

economías de Asia y África subsahariana y muchas economías de América Latina y la Comunidad de Estados Independientes están ahora logrando un mayor crecimiento. La recuperación debería volver a acelerarse en las economías emergentes de Europa a la par del repunte paulatino de la demanda de las economías avanzadas de Europa. No obstante, las economías de Oriente Medio y Norte de África continúan atravesando difíciles procesos internos de transición. Y un par de economías de América del Sur están enfrentando altos niveles de inflación y una presión creciente en los mercados cambiarios.

En las economías en desarrollo las noticias son buenas. Aun cuando las estimaciones de crecimiento potencial de algunos de los principales mercados emergentes han sido revisadas a la baja en años recientes, ese crecimiento ha estado mejorando de forma constante en otras regiones. De hecho, en el capítulo 4 se destaca que las perspectivas de muchos de los actuales países de bajo ingreso dinámicos parecen ser más sólidas que las de sus símiles durante los años sesenta y setenta.

Más riesgos simétricos

A pesar de los peligros del pasado y las nuevas turbulencias, el panorama de riesgos a corto plazo ha mejorado gracias a que las medidas de política recientemente adoptadas por Estados Unidos y Europa han servido para despejar algunos de los riesgos a corto plazo más graves. En la zona del euro, los principales peligros a corto plazo ahora giran en torno a la fatiga del ajuste, la debilidad de los balances, la interrupción de los canales de crédito en la periferia y el insuficiente grado de avance hacia el establecimiento de una unión económica y monetaria más sólida en la zona del euro. En Estados Unidos y Japón, los riesgos se derivan sobre todo de la política fiscal a mediano plazo. Un riesgo a corto plazo es que para el final del ejercicio fiscal en curso el Congreso de Estados Unidos no reemplace los recortes automáticos del gasto presupuestario (“secuestro del gasto”) con medidas de efecto diferido, lo cual implicaría un crecimiento algo inferior al proyectado a finales de 2013 y en años posteriores. Algo mucho más grave sería que no se elevara el tope de endeudamiento, aunque el riesgo de este daño autoinfligido parece ser redu-

cido. A mediano plazo, los riesgos a la baja giran en torno a los siguientes factores: falta de planes sólidos de consolidación fiscal en Estados Unidos y Japón; fuerte endeudamiento del sector privado, escaso margen de maniobra de la política económica y avances institucionales insuficientes en la zona del euro, que podrían dar lugar a un largo período de débil crecimiento; distorsiones derivadas de la adopción de una política monetaria laxa y no convencional en muchas economías avanzadas, e inversión excesiva y precios altos de los activos en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo. Si las políticas no abordan estos riesgos, la actividad mundial probablemente sufrirá retrocesos periódicos. De igual modo, una respuesta de política más enérgica que la proyectada también podría promover una recuperación más vigorosa de la actividad.

Las autoridades no pueden arriesgarse a bajar la guardia

En las economías avanzadas, la política debería emplear todas las medidas que sean prudentes para estimular la débil demanda. Sin embargo, los riesgos relacionados con el fuerte endeudamiento de las entidades soberanas limitan el margen de maniobra de la política fiscal. No hay una poción mágica para hacer frente a todas las preocupaciones con respecto a la demanda y la deuda. Más bien, el ajuste fiscal tiene que avanzar de forma gradual, a partir de medidas que protejan la demanda a corto plazo; la política monetaria tiene que seguir respaldando la actividad; las políticas financieras tienen que ayudar a mejorar la transmisión de la política monetaria, y las políticas estructurales y de otro tipo tienen que estimular el producto potencial y el reequilibrio de la demanda mundial. En lo que se refiere a la política monetaria, una conclusión clave del capítulo 3 es que las expectativas inflacionarias se han anclado más firmemente, con lo cual los bancos centrales disponen de más margen para apoyar la actividad, aunque deben tener en cuenta los riesgos para la estabilidad financiera que emanan de sus políticas y que se analizan a fondo en el informe GFSR de abril de 2013.

En materia de política fiscal, las necesidades críticas son llevar a cabo una consolidación persistente pero gradual y, en el caso de Estados Unidos

y Japón, formular y ejecutar planes integrales para reducir el déficit a mediano plazo. Estas necesidades son urgentes para Japón, en vista de los importantes riesgos relacionados con la renovación del estímulo en medio de elevadísimos niveles de deuda pública. En el caso de Estados Unidos, preocupa el hecho de que, después de tres años de deliberaciones, las autoridades no hayan acordado un plan creíble para reformar los impuestos y las prestaciones sociales, y que ante la mejora de las perspectivas a corto plazo se haya aplacado la premura por avanzar. Las necesidades específicas y los detalles con respecto a cada país se examinan en el informe *Monitor Fiscal* de abril de 2013.

En el informe GFSR de abril de 2013 se insiste en la necesidad de mayor saneamiento y reforma en el ámbito financiero, lo cual incluye reestructurar los bancos débiles y, en algunos casos, ofrecer a los hogares y las empresas acreedoras en una situación frágil otras opciones para solucionar el problema de sobreendeudamiento que no sean los procedimientos tradicionales de quiebra. En anteriores informes WEO también se ha destacado lo esenciales que son las reformas estructurales para restablecer la competitividad y estimular las perspectivas de crecimiento a mediano plazo en muchas economías de la zona del euro.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la aplicación de políticas ligeramente más restrictivas parece ser la medida correcta a mediano plazo. Este ajuste debe comenzar por la política monetaria y debe estar respaldado por las medidas prudenciales necesarias para contener los excesos que empiezan a observarse en los sectores financieros. Con el tiempo, las autoridades también deberían lograr que los saldos fiscales retornen a niveles que generen un amplio margen de maniobra para la aplicación de políticas. Algunos países tendrán que tomar medidas significativas ahora, en tanto que otros solo necesitarán mejoras leves a mediano plazo.

Efectos de contagio de las políticas

El carácter accidentado de la recuperación y la combinación asimétrica de políticas macroeconómicas en las economías avanzadas están complicando la formulación de políticas en las economías de mercados emergentes. Las preocupaciones volvieron a surgir recientemente, cuando la adopción de una política monetaria más laxa en Japón y otros factores provocaron una fuerte depreciación del yen. No obstante, las quejas acerca de la depreciación de los tipos de cambio para mejorar la competitividad parecen exageradas. En este momento, las principales monedas no parecen desviarse significativamente de los parámetros fundamentales a mediano plazo. El dólar de EE.UU. y el euro parecen estar ligeramente sobrevaluados, y el renminbi levemente subvaluado. Los datos sobre la valuación del yen son mixtos.

La manera óptima de abordar las inquietudes con respecto a los tipos de cambio es logrando que todas las economías adopten políticas que fomenten el equilibrio interno y externo. En las principales economías avanzadas, esto exige un mayor avance de los planes de ajuste fiscal a mediano y largo plazo, la reforma de las prestaciones sociales y el saneamiento de los balances. Así, las políticas fiscales a corto plazo podrían ser menos restrictivas, lo cual, junto con la mejora de los balances, aliviaría la presión derivada de la sobrecarga de la política monetaria. Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo enfrentan otros desafíos. Las economías de importancia clave que registran superávit deben permitir que sus tipos de cambio dependan más de las fuerzas del mercado e implementar políticas estructurales para reequilibrar la economía, favoreciendo un crecimiento impulsado por el consumo. Otras economías necesitan adoptar políticas estructurales para facilitar una absorción adecuada de las entradas de capital. Cuando estos flujos amenacen con desestabilizar sus economías, pueden adoptarse medidas macroprudenciales o de gestión de flujos de capitales para evitar la acumulación de fuertes desequilibrios internos.

Las perspectivas mundiales han vuelto mejorar, pero el camino hacia la recuperación en las economías avanzadas seguirá siendo accidentado. Se pronostica que el producto mundial crecerá 3¼% en 2013 y 4% en 2014 (cuadro 1.1). Se prevé que en las principales economías avanzadas la actividad se acelerará gradualmente, tras un inicio débil en 2013, con Estados Unidos a la cabeza. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la actividad ya ha repuntando. Las autoridades en las economías avanzadas han conjurado dos de las principales amenazas que pesaban sobre la economía mundial: una ruptura de la zona del euro y una brusca contracción fiscal en Estados Unidos provocada por una caída en el “abismo fiscal”. Sin embargo, persisten riesgos viejos y hay riesgos nuevos que han pasado a primer plano. A corto plazo, los riesgos están vinculados sobre todo a la evolución de la zona del euro, incluida la incertidumbre por las secuelas de los acontecimientos en Chipre y la situación política en Italia y los factores de vulnerabilidad en la periferia. A mediano plazo, los riesgos clave guardan relación con la fatiga del ajuste, una reforma institucional insuficiente y un estancamiento prolongado en la zona del euro, así como elevados niveles de déficit fiscal y endeudamiento en Estados Unidos y Japón. En este entorno, las autoridades no pueden cejar en sus esfuerzos. En las economías avanzadas, el enfoque macroeconómico adecuado sigue siendo un ajuste fiscal gradual pero sostenido, basado en medidas que limitan los daños a la actividad y una política monetaria acomodaticia destinada a respaldar la demanda interna. Estados Unidos y Japón aún tienen que formular y ejecutar planes firmes de consolidación fiscal a mediano plazo, mientras que la zona del euro tiene que reforzar la Unión Económica y Monetaria (UEM). En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la aplicación de políticas algo más restrictivas parece ser la medida correcta a mediano plazo. Este ajuste debe comenzar por la política monetaria y debe estar respaldado con medidas prudenciales necesarias para contener excesos que empiezan a observarse en los sectores financieros. Con el

tiempo, las autoridades también deberían lograr que los saldos fiscales retornen a los niveles saludables registrados antes de 2008, recomponiendo así un amplio margen de maniobra para la aplicación de políticas. Algunos países tendrán que tomar medidas significativas ahora, en tanto que otros solo necesitarán mejoras leves a mediano plazo.

La actividad está empezando a repuntar tras la desaceleración de 2012

La actividad se ha estabilizado en las economías avanzadas y ha repuntado en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, gracias al apoyo de las políticas y a un resurgimiento de la confianza. Antes de este repunte se había registrado una desaceleración en el primer semestre de 2012, que se vio reflejada en la producción industrial y el comercio internacional (gráfico 1.1, panel 1). La inversión en las principales economías también se contrajo, en tanto que el consumo evolucionó en general conforme a lo previsto, es decir, lentamente en muchas economías avanzadas, frenado por las bajas tasas de desempleo (gráfico 1.2, paneles 3 y 4), y con dinamismo en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, donde los mercados laborales continúan evolucionando positivamente (gráfico 1.1, panel 2).

Las firmes medidas adoptadas por las autoridades europeas ayudaron a mejorar la confianza y las condiciones financieras. Las autoridades estadounidenses evitaron el abismo fiscal pero no han encontrado soluciones duraderas para otros riesgos fiscales a corto plazo. Japón adoptó políticas macroeconómicas más expansivas en respuesta a una desaceleración mayor de la prevista. Mientras tanto, el relajamiento de las políticas en economías de mercados emergentes de importancia clave ha estimulado la demanda interna. Por otro lado, es posible que la dinámica de la producción y el consumo haya sentado las bases en muchas economías para una recuperación impulsada por los inventarios (gráfico 1.2, panel 5).

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

	Interanual						T4 a T4		
	2011	2012	Proyecciones		Diferencia con las proyecciones de enero de 2013		Estimaciones	Proyecciones	
			2013	2014	2013	2014		2012	2013	2014
Producto mundial¹	4,0	3,2	3,3	4,0	-0,2	0,0	2,7	3,6	4,0
Economías avanzadas	1,6	1,2	1,2	2,2	-0,1	0,1	0,8	2,0	2,3
Estados Unidos	1,8	2,2	1,9	3,0	-0,2	-0,1	1,7	2,2	3,4
Zona del euro	1,4	-0,6	-0,3	1,1	-0,2	0,0	-0,9	0,6	1,1
Alemania	3,1	0,9	0,6	1,5	0,1	0,0	0,4	1,5	1,1
Francia	1,7	0,0	-0,1	0,9	-0,4	0,0	-0,3	0,4	1,0
Italia	0,4	-2,4	-1,5	0,5	-0,4	0,0	-2,8	-0,4	0,6
España	0,4	-1,4	-1,6	0,7	-0,1	-0,1	-1,9	-0,7	1,1
Japón	-0,6	2,0	1,6	1,4	0,4	0,7	0,4	3,8	-0,1
Reino Unido	0,9	0,2	0,7	1,5	-0,3	-0,3	0,3	1,1	1,5
Canadá	2,6	1,8	1,5	2,4	-0,3	0,1	1,1	2,0	2,5
Otras economías avanzadas ²	3,3	1,8	2,5	3,4	-0,3	0,1	2,0	3,0	3,4
Economías de mercados emergentes y en desarrollo³	6,4	5,1	5,3	5,7	-0,2	-0,1	5,2	5,7	5,9
África subsahariana ⁵	5,3	4,8	5,6	6,1	-0,2	0,4	...	...	...
Sudáfrica	3,5	2,5	2,8	3,3	0,0	-0,8	2,3	3,4	3,2
América Latina y el Caribe	4,6	3,0	3,4	3,9	-0,3	0,0	2,7	3,6	3,8
Brasil	2,7	0,9	3,0	4,0	-0,5	0,1	1,4	3,8	4,1
México	3,9	3,9	3,4	3,4	-0,1	-0,1	3,3	4,0	3,0
Comunidad de Estados Independientes	4,8	3,4	3,4	4,0	-0,4	-0,1	1,5	4,1	3,4
Rusia	4,3	3,4	3,4	3,8	-0,3	0,0	1,9	4,8	2,9
Excluido Rusia	6,1	3,3	3,5	4,6	-0,8	-0,1	...	...	...
Economías en desarrollo de Asia	8,1	6,6	7,1	7,3	0,0	-0,1	7,2	7,0	7,4
China	9,3	7,8	8,0	8,2	-0,1	-0,3	7,9	7,8	8,3
India	7,7	4,0	5,7	6,2	-0,2	-0,1	4,1	5,8	6,2
ASEAN-5 ⁴	4,5	6,1	5,9	5,5	0,3	-0,2	9,0	5,3	5,5
Europa central y oriental	5,2	1,6	2,2	2,8	-0,3	-0,4	1,4	3,1	2,4
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	3,9	4,7	3,1	3,7	-0,3	-0,1	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>									
Unión Europea	1,6	-0,2	0,0	1,3	-0,2	-0,1	-0,6	0,9	1,2
Oriente Medio y Norte de África	4,0	4,8	3,1	3,7	-0,3	-0,2	...	...	...
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	2,9	2,5	2,6	3,4	-0,2	0,0	1,9	3,0	3,3
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	6,0	2,5	3,6	5,3	-0,2	-0,1	...	...	...
Importaciones									
Economías avanzadas	4,7	1,0	2,2	4,1	0,0	0,0	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,6	4,9	6,2	7,3	-0,3	-0,4	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	5,6	1,9	2,8	4,6	0,0	0,1	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	6,4	3,7	4,8	6,5	-0,8	-0,4	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)									
Petróleo ⁶	31,6	1,0	-2,3	-4,9	2,8	-2,0	-1,2	-1,3	-4,7
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	17,8	-9,8	-0,9	-4,3	2,2	-1,3	1,2	-3,3	-2,7
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	2,7	2,0	1,7	2,0	0,1	0,2	1,8	1,7	2,1
Economías de mercados emergentes y en desarrollo ³	7,2	5,9	5,9	5,6	-0,1	0,1	4,9	5,3	5,2
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)⁷									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	0,5	0,7	0,5	0,6	-0,1	0,0	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	1,4	0,6	0,2	0,4	0,1	0,2	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0,3	0,3	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 11 de febrero y el 11 de marzo de 2013. En los casos en que las economías no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de la economía. Los datos trimestrales agregados se han ajustado estacionalmente.

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

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

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

⁴Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

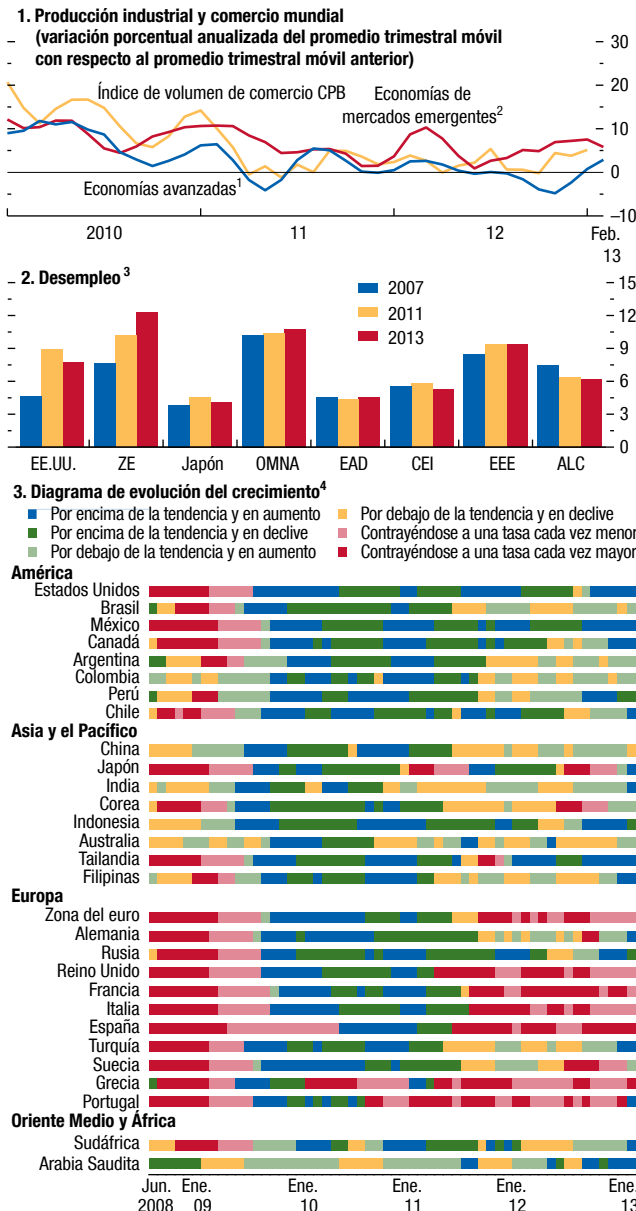
⁵Los agregados regionales y mundiales incluyen Sudán del Sur.

⁶Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue US\$105,01 el barril 2012; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es US\$102,60 en 2013 y US\$97,58 en 2014.

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

Gráfico 1.1. Indicadores mundiales

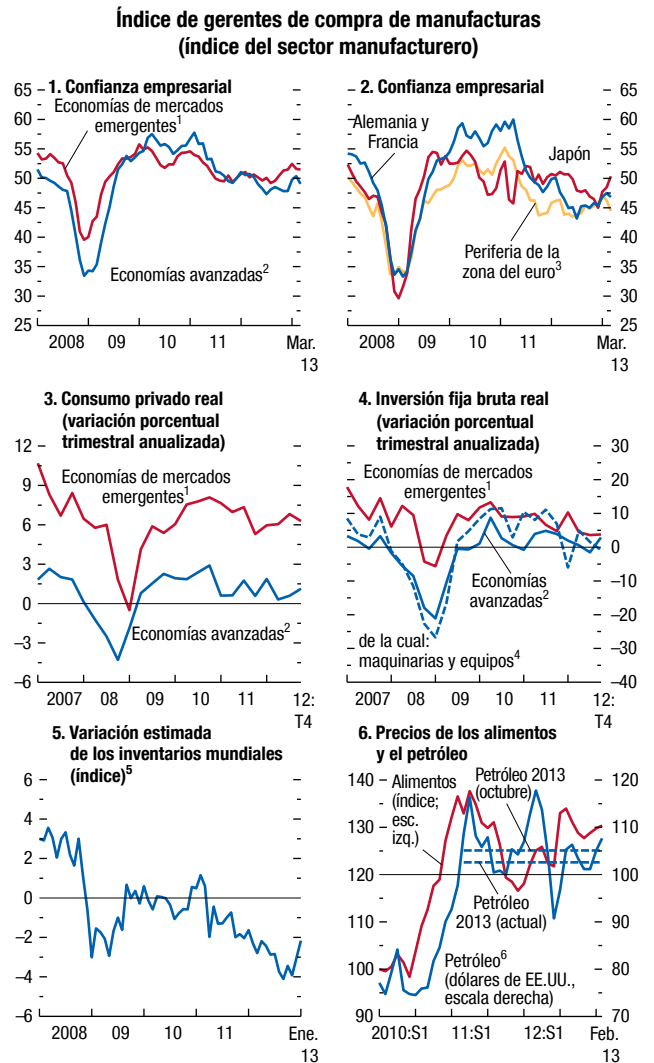
El ciclo mundial de manufactura y comercio ha empezado a reaccelerarse, particularmente en las economías de mercados emergentes. Los indicadores coyunturales señalan que muchas economías avanzadas de Europa están a la zaga de la recuperación mundial. El desempleo seguirá en aumento en Europa y Oriente Medio y el Norte de África



Fuentes: Haver Analytics; Oficina de Análisis de la Política Económica de los Países Bajos, en el caso del índice de volumen de comercio CPB, y estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: EE.UU. = Estados Unidos; ZE = zona del euro; CEI = Comunidad de Estados Independientes; EAD = economías de Asia en desarrollo; EEE = economías emergentes de Europa; ALC = América Latina y el Caribe; OMNA = Oriente Medio y Norte de África.
¹Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelandia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.
²Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.
³África subsahariana (AS) se omite debido a limitaciones de datos.
⁴El diagrama de evolución del crecimiento se describe en Matheson (2011). Dentro de las regiones, los países se clasifican por el tamaño de su economía. Los colores indican si el crecimiento mensual estimado es positivo o negativo, mayor o menor que el crecimiento tendencial estimado y si el crecimiento ha estado aumentando o disminuyendo en el trimestre previo. El crecimiento tendencial se estima utilizando un filtro Hodrick-Prezcott, y puede diferir de las estimaciones de crecimiento potencial del personal técnico del FMI, en los casos en que estas estén disponibles.

Gráfico 1.2. Indicadores de crecimiento corrientes y anticipados

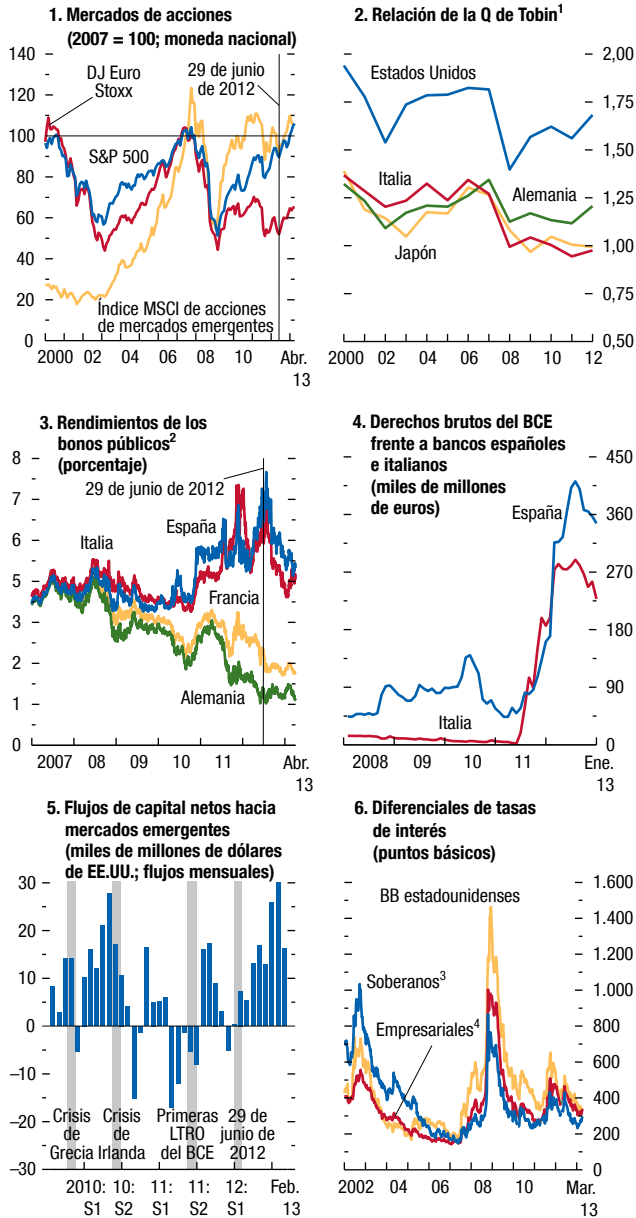
Los indicadores de la actividad manufacturera apuntan a que la reacceleración en las economías de mercados emergentes está bastante bien encaminada pero que la actividad en las economías avanzadas está recién empezando a estabilizarse, ya que se ha visto reprimida por importantes debilidades en la periferia de la zona del euro y Japón. El crecimiento del consumo menguó marginalmente durante la más reciente desaceleración. Sin embargo, la inversión se ha estancado en medio de la contracción del producto y el comercio manufacturero. Esto puede haber traído aparejado una reducción de inventarios, lo cual sienta las bases para una recuperación impulsada por la reposición de dichos inventarios.



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

Gráfico 1.3. Condiciones en los mercados financieros

Las medidas más solidas en las principales economías avanzadas propiciaron una recuperación generalizada de los mercados financieros. Desde mediados de 2012, los precios de las acciones han subido un 15%. Los diferenciales de riesgo de la periferia de la zona del euro han descendido más de lo previsto, y los pasivos del sistema Target 2 de España e Italia se han reducido. Los flujos de capital a las economías de mercados emergentes se han reanudado, empujando a la baja sus diferenciales de riesgo.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Capital Data, EPFR Global/Haver Analytics; bancos centrales nacionales; Worldscope, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: BCE = Banco Central Europeo; LTRO = Operaciones de financiación a plazo más largo.
¹Tobin (1969).
²Bonos públicos a 10 años.
³Diferencial del índice EMBI Global de JPMorgan.
⁴Diferencial del índice CEMBI Broad de JPMorgan.

Las condiciones financieras y monetarias se han tornado más favorables

Los mercados financieros han estado a la cabeza de la reacceleración de la actividad. Desde mediados de 2012 se ha observado un repunte amplio en el mercado. Las tasas de política monetaria han evolucionado en general de acuerdo con las previsiones, y varios bancos centrales en las economías avanzadas y de mercados emergentes han recortado moderadamente las tasas en respuesta a la desaceleración más reciente. Si bien los mercados quizá se hayan adelantado a la economía real, en la edición de abril de 2013 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR) se hace hincapié en que los riesgos para la estabilidad financiera a corto plazo han cedido.

- Los precios de las acciones en los mercados avanzados y emergentes han aumentado alrededor de un 15%, y la volatilidad de los precios de las acciones ha descendido a los niveles previos a 2008 (gráfico 1.3, panel 1). Pero las variables representativas de la relación de la Q de Tobin (Tobin, 1969) aún se sitúan muy por debajo de los niveles observados antes de la crisis (gráfico 1.3, panel 2), de conformidad con las atenuadas perspectivas de los inversionistas en acciones acerca del futuro. La emisión de bonos de alto rendimiento supera con creces los niveles previos a la crisis en Estados Unidos, gracias a los mínimos sin precedentes de los rendimientos y las restrictivas condiciones del crédito bancario. No obstante, esto no ha supuesto un auge de la inversión.
- En la zona del euro, los diferenciales soberanos de los países de la periferia han descendido (gráfico 1.3, panel 3). Por primera vez en un año, ciertas economías de la periferia han logrado colocar montos importantes de bonos soberanos sindicados a largo plazo. Pero estas mejoras son frágiles, como lo indica la mayor volatilidad de los diferenciales de los países de la periferia en respuesta a la incertidumbre política en Italia y los acontecimientos en Chipre.
- Los diferenciales de riesgo de los gobiernos y las empresas de los mercados emergentes han disminuido al reanudarse las entradas de capitales (gráfico 1.3, paneles 5 y 6). La emisión de bonos y préstamos sindicados ha sido sólida. Además, los niveles sumamente bajos de las tasas de interés en dólares de EE.UU. y euros han llevado a las empresas a incrementar sus emisiones de deuda denominada en moneda extranjera.

Sin embargo, el crédito bancario sigue deprimido en muchas economías avanzadas, pese al repunte de los mercados financieros. Las fuerzas de la demanda y la oferta están en acción.

- En Estados Unidos, la tasa de crecimiento del crédito ha estado recuperándose de forma gradual, y las condiciones del crédito bancario, que eran muy restrictivas, han estado relajándose lentamente (gráfico 1.4, paneles 2 y 3). Esto, sumado a los diferenciales más bajos de riesgo de mercado, ha flexibilizado considerablemente las condiciones financieras (gráfico 1.5, panel 1). Este proceso está respaldado por el repunte de los precios inmobiliarios, el aumento del patrimonio neto de los hogares y una mayor solidez de los balances y la rentabilidad de los bancos (gráfico 1.4, paneles 4 y 5). No obstante, muchos hogares de ingreso mediano siguen soportando pesadas cargas de deuda.
- En la zona del euro, una interacción positiva y sostenida entre la actividad y el crédito aún sigue pareciendo una posibilidad remota. Según el análisis del informe GFSR, el desapalancamiento de los bancos está evolucionando conforme a las “políticas actuales” de base previstas en octubre de 2012, dada la continua preocupación con respecto al capital y la liquidez. El crédito en la zona del euro sigue contrayéndose y las condiciones de los préstamos cada vez son más restrictivas, debido sobre todo a las condiciones en las economías de la periferia, pero también a las desfavorables perspectivas económicas de la región en general. Las empresas en el núcleo de la zona se enfrentan a un entorno incierto y una demanda débil; en la periferia, las empresas y los hogares siguen bregando contra la debilidad de los balances, o las deficientes perspectivas de los ingresos, o ambas cosas.

Para el futuro se pronostican niveles bajos para las tasas de interés de política monetaria en las principales economías avanzadas (gráfico 1.4, panel 1), y se espera que dichas tasas se traduzcan lentamente en un crédito bancario más dinámico, siempre que los riesgos para la estabilidad financiera continúen disipándose. Este proceso demorará mucho más en la zona del euro que en Estados Unidos. En Japón, el nuevo marco de expansión cuantitativa y cualitativa de la política monetaria introduce un importante estímulo monetario adicional y debería ayudar a acelerar el cumplimiento de la nueva meta de inflación del 2% del Banco de Japón.

En muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crédito y la actividad se impulsan

mutuamente. En algunas economías, las subidas de las tasas de interés de política monetaria y las medidas prudenciales frenaron el ritmo muy veloz de expansión del crédito (gráfico 1.6, paneles 2 y 3). Pero en muchas economías de Asia y América Latina, la expansión del crédito ha continuado a un ritmo acelerado y las relaciones crédito/PIB han mantenido su trayectoria ascendente.

Con unas pocas excepciones, los bancos centrales han mantenido las tasas de interés de política monetaria constantes o las han recortado moderadamente en respuesta a la desaceleración de 2012. Las tasas de política monetaria reales por lo tanto permanecen bastante por debajo de los niveles previos a 2008 (gráfico 1.6, panel 1). Sin embargo, mientras tanto, la actividad y las entradas de capital están cobrando nuevo ímpetu, lo cual probablemente promoverá el financiamiento de los bancos y flexibilizará las condiciones de crédito (gráfico 1.6, paneles 4 y 5). Las autoridades monetarias y regulatorias deben vigilar los riesgos para la estabilidad financiera que puedan sobrevenir.

La orientación de la política fiscal permanecerá en general inalterada

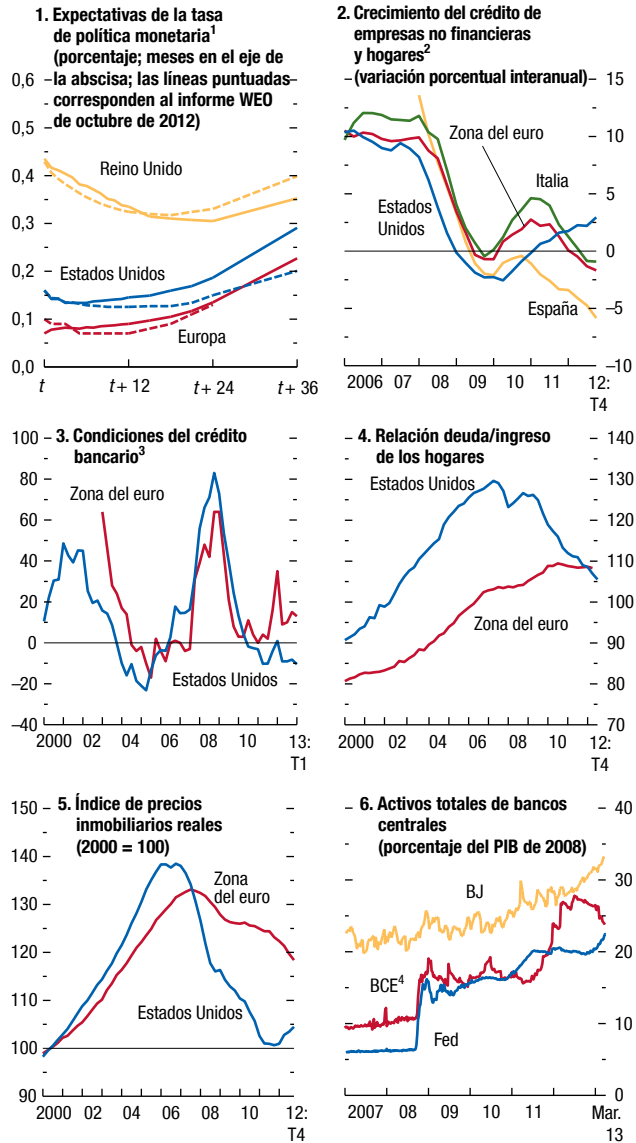
Como se observa en el informe *Monitor Fiscal* de abril de 2013, la política fiscal ha evolucionado según lo previsto en términos generales en 2012. Las economías avanzadas pudieron reducir los déficits del gobierno general como porcentaje del PIB a menos de 6% en 2012, pese a una débil actividad (gráfico 1.7, panel 2). Sin embargo, las relaciones deuda/PIB siguieron aumentando (gráfico 1.7, panel 3). En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las relaciones de déficit aumentaron más moderadamente frente al debilitamiento de la actividad, mientras que los coeficientes de endeudamiento se redujeron.

En 2013, la contracción fiscal en las economías avanzadas será de alrededor del 1% del PIB (gráfico 1.7, panel 1). Los principales factores fiscales que determinan las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) son los siguientes:

- En Japón, la política fiscal se encaminaba hacia una contracción debido a un menor gasto relacionado con la reconstrucción. No obstante, la aprobación de un nuevo programa de estímulo de aproximadamente 1½% del PIB durante 2013–14 implica una orientación fiscal moderadamente más expansiva este año. El déficit permanecerá cercano al 10% del PIB por quinto año consecutivo, pero se prevé que

Gráfico 1.4. Condiciones monetarias y crédito bancario

Para los próximos tres años se pronostican tasas de interés de política monetaria muy bajas. El crédito está contrayéndose en la zona del euro, debido sobre todo a las condiciones en la periferia, y las condiciones de préstamos continúan endureciéndose. En cambio, en Estados Unidos, el crecimiento del crédito está repuntando una vez más, y las condiciones de préstamo han empezado a relajarse, a lo cual están ayudando la recuperación de los precios inmobiliarios y la mejora de los balances de los hogares.



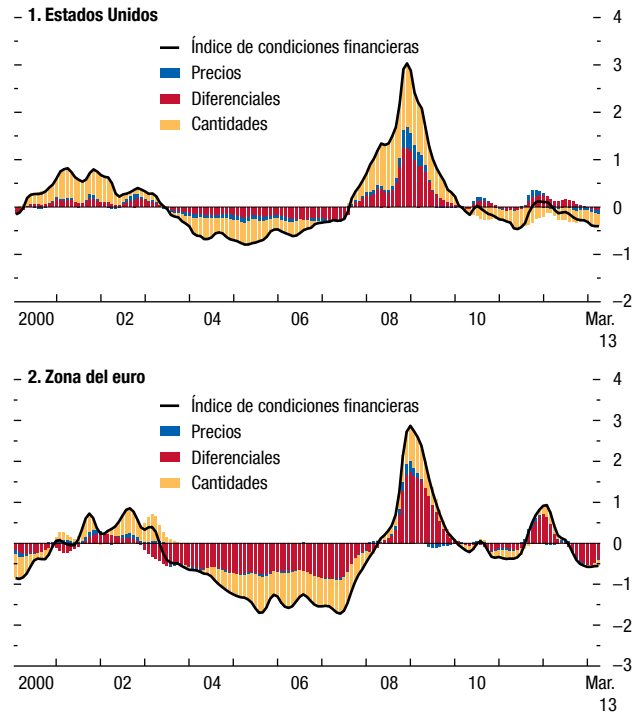
Fuentes: Bank of America/Merrill Lynch; Banco de Italia; Banco de España; Bloomberg; L.P.; Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: BCE = Banco Central Europeo; BJ = Banco de Japón; Fed = Reserva Federal.
¹Las expectativas se basan en la tasa de fondos federales (Estados Unidos), la tasa media interbancaria a un día en libra esterlina (Reino Unido) y las tasas a término ofrecidas en el mercado interbancario en euros (Europa); datos actualizados al 2 de abril de 2013.
²Los datos sobre flujos de fondos se utilizan en los casos de España, Estados Unidos y la zona del euro. Los préstamos de bancos italianos a residentes italianos se corrigen para tener en cuenta las titulizaciones.
³Porcentaje de encuestados que declararon que las normas de crédito eran "considerablemente" o "un poco" más estrictas que tres meses antes, menos los que declararon que eran "considerablemente" o "un poco" menos estrictas. Encuesta sobre la evolución de las normas de préstamos o líneas de crédito a empresas en la zona del euro; promedio de encuestas sobre la evolución de las normas de préstamos comerciales e industriales e inmobiliarios comerciales en Estados Unidos.
⁴Los cálculos del BCE se basan en el estado financiero semanal del Eurosistema.

Gráfico 1.5. Índice de condiciones financieras

(Positivo = endurecimiento; desviaciones estándar con respecto a la media)

Las condiciones financieras se contrajeron drásticamente hacia finales de 2011 a medida que se deterioraban las perspectivas económicas y que se intensificaban las tensiones en la zona del euro. Más recientemente, la confianza del mercado se ha reforzado gracias a la mejora de las perspectivas de crecimiento y a medidas de política más sólidas. Como consecuencia, los diferenciales de riesgo han disminuido. Se prevé que las condiciones financieras seguirán relajándose a medida que continúe afianzándose el crecimiento mundial.



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI.

mejorará marcadamente en 2014 con el retiro del estímulo y el gasto en reconstrucción y el aumento del impuesto al consumo en abril de 5% a 8%. La fuente de preocupación es que la relación deuda/PIB seguirá aumentando, y alcanzará el 255% del PIB en 2018.

- Se supone que la política fiscal de Estados Unidos se contraerá aproximadamente 1¾% del PIB, es decir, ½ punto porcentual del PIB más que en 2012, debido en gran medida a los recortes automáticos del gasto presupuestario (“secuestro del gasto”). Así, el déficit seguirá superando el 5% del PIB en 2014, y el coeficiente de deuda pública se situará en alrededor del 110%. Este pronóstico supone que se elevará el tope de la deuda y que el secuestro del gasto presupuestario será reemplazado al final del actual ejercicio fiscal con medidas de efecto diferido.
- En la zona del euro, los déficits ya se han reducido mucho más que en Estados Unidos y Japón, y el ritmo de consolidación disminuirá a ¾ de punto porcentual del PIB en 2013, desde un nivel un poco inferior a 1½ puntos porcentuales en 2012. En particular, Alemania pasará de una orientación de ajuste estructural a una de relajamiento leve, y en Italia el ajuste será de aproximadamente el 1% del PIB, frente a la cifra anterior de 2¼%. Las economías de la periferia seguirán enfrentando una combinación peligrosa de crecimiento escaso, altas tasas de interés y niveles elevados de déficit y endeudamiento. En el Reino Unido el pronóstico ahora indica que la consolidación fiscal será más lenta de lo que se preveía.

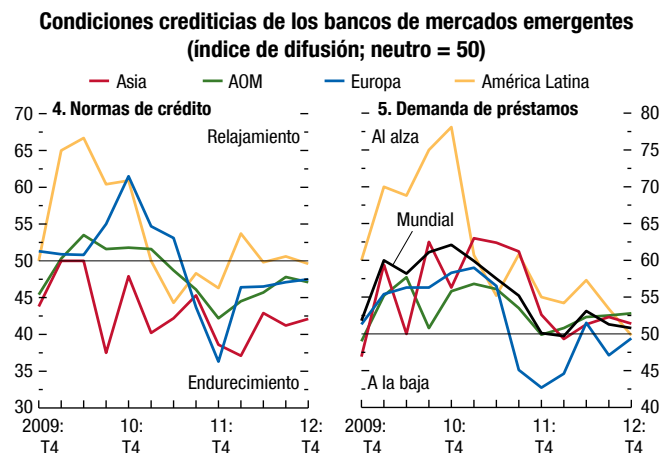
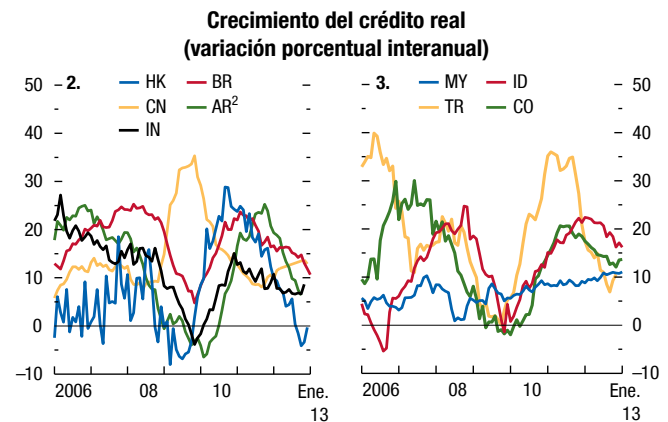
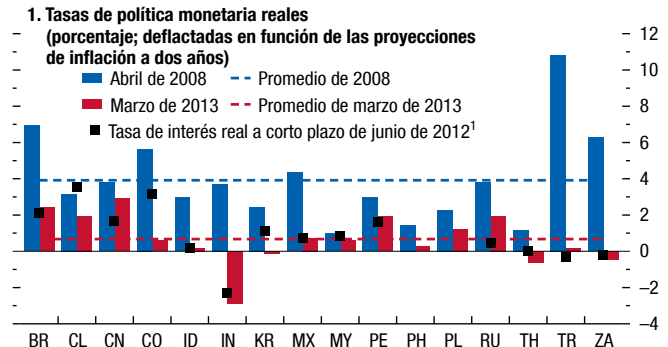
En las economías de mercados emergentes y en desarrollo se prevé que la política fiscal seguirá aproximándose a una orientación neutral. El mayor crecimiento reducirá aún más los coeficientes de deuda, a 30% del PIB para 2018. Sin embargo, algunos países continúan enfrentándose a importantes desafíos fiscales, como por ejemplo los países importadores de petróleo de Oriente Medio con fuerte gasto de subsidios a la energía, varias economías emergentes de Europa e India.

Se proyecta que el crecimiento mundial seguirá aumentando gradualmente

El crecimiento mundial llegó a un nivel mínimo de aproximadamente 2¼% en el segundo trimestre de 2012 y se situó en 2¾% en el segundo semestre del año. Los indicadores anticipados apuntan a una aceleración de la actividad (gráfico 1.1, panel 3; gráfico 1.2, panel 1). Se pronostica que el crecimiento anual medio del PIB real será de 3¼% en 2013 y 4% en 2014 (véase el

Gráfico 1.6. Políticas monetarias y crédito en las economías de mercados emergentes

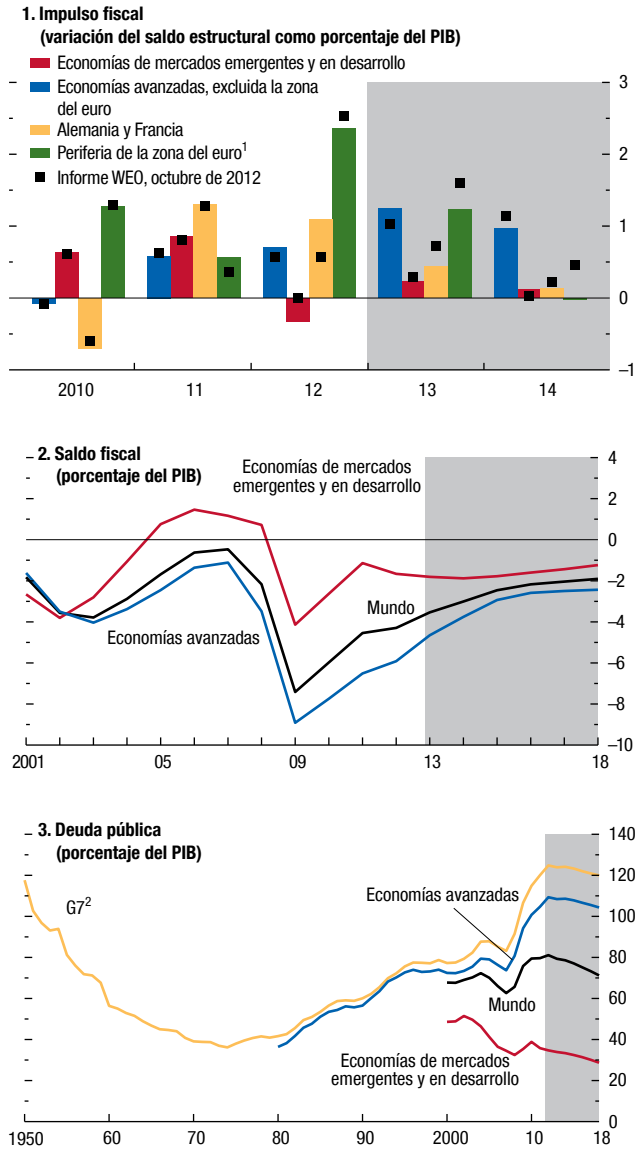
En las economías de mercados emergentes, las tasas de interés de política monetaria han caído en los últimos seis meses. Además, el ritmo de crecimiento del crédito real ha menguado conforme ha disminuido la demanda de préstamos, aunque en muchas economías permanece en un nivel que en general se considera alto. La demanda de préstamos ha estado desacelerándose, excepto en las economías emergentes de Europa, que están recuperándose de un colapso del crédito. Las normas de crédito han tendido a ser más restrictivas desde 2011, pero últimamente son menos restrictivas.



Fuentes: Haver Analytics; IIF Emerging Markets Bank Lending Survey; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: AR = Argentina; BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; HK = RAE de Hong Kong; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; TH = Tailandia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica; AOM = África y Oriente Medio.
¹Tasa del Banco de Indonesia, en el caso de Indonesia; el costo de financiamiento efectivo marginal del Banco Central de la República de Turquía estimado por el personal técnico del FMI.
²El crédito nominal se deflacta utilizando la estimación del personal técnico del FMI del promedio de la inflación provincial.

Gráfico 1.7. Políticas fiscales

La política fiscal seguirá siendo restrictiva en las economías avanzadas y permanecerá en general neutra en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. El ritmo de contracción disminuirá considerablemente en la zona del euro en 2013-14. En las economías avanzadas se pronostica que los coeficientes de endeudamiento se estabilizarán pronto, pero que volverán a aumentar a mediano plazo debido al gasto en prestaciones sociales. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo se proyecta que los coeficientes de endeudamiento seguirán reduciéndose gracias a un crecimiento vigoroso y al bajo nivel de las tasas de interés.



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.

cuadro 1.1), es decir, sin variaciones significativas con respecto a la actualización del informe WEO de enero de 2013. En el capítulo 2 se analizan en más detalle las proyecciones de las diversas regiones.

En las economías avanzadas, la recuperación seguirá avanzando a distintas velocidades. La principal revisión está vinculada al secuestro del gasto en Estados Unidos, que reduce el pronóstico de crecimiento de ese país para 2013. Tras un decepcionante cierre en 2012, las condiciones financieras más favorables, las políticas monetarias más laxas, la recuperación de la confianza y factores especiales propiciarán una reaceleración de la actividad, pese a una política fiscal aún restrictiva en Estados Unidos y la zona del euro. La reaceleración, que supone que las autoridades evitan nuevos reveses y cumplen sus compromisos, se notará en el segundo semestre de 2013, ya que para entonces se proyecta que el crecimiento del PIB real superará una vez más el 2%.

- Gracias a una demanda privada cada vez más robusta, se proyecta que el crecimiento del PIB real alcanzará aproximadamente el 2% en 2013, pese a un importante ajuste fiscal, y se acelerará a 3% en 2014. El débil crecimiento en Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2012 se debió a la retracción de un aumento de la inversión en inventarios y del gasto de defensa en el tercer trimestre (gráfico 1.8, panel 1). Indicadores preliminares apuntan a que la demanda privada siguió siendo resistente este año, pero es de esperar que los recortes generales del gasto público hagan mella en la recuperación en el futuro.
- La actividad en la zona del euro repuntará de manera muy paulatina, gracias en gran medida a un menor freno fiscal y cierto relajamiento de las condiciones de préstamo. Sin embargo, el producto permanecerá reprimido, previéndose una contracción de aproximadamente ¼% en 2013 debido a la persistencia del ajuste fiscal, la fragmentación financiera y los ajustes de los balances que están en curso en las economías de la periferia (gráfico 1.8, panel 2). La proyección supone que no aumenta la incertidumbre de las políticas y que se sigue avanzando en los ajustes a escala nacional y la creación de una sólida unión económica y monetaria.
- Se prevé que la actividad en Japón se acelerará marcadamente en el primer trimestre de 2013, a medida que la economía reciba el empuje del reciente estímulo fiscal, un yen más débil y una mayor demanda externa. El crecimiento alcanzará 1½% en 2013, según las proyecciones del informe WEO, y se desacelerará solo levemente en 2014 a medida que la demanda privada siga cobrando impulso gracias a

la nueva y fuerte expansión monetaria, que se verá contrarrestada por el retiro del estímulo y el aumento del impuesto al consumo.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo se prevé que la expansión del producto pasará a ser de amplia base y que se acelerará de forma constante, de 5% en el primer semestre de 2012 a cerca de 6% para 2014. Los factores detrás de estas circunstancias son las condiciones macroeconómicas favorables y la recuperación de la demanda de las economías avanzadas.

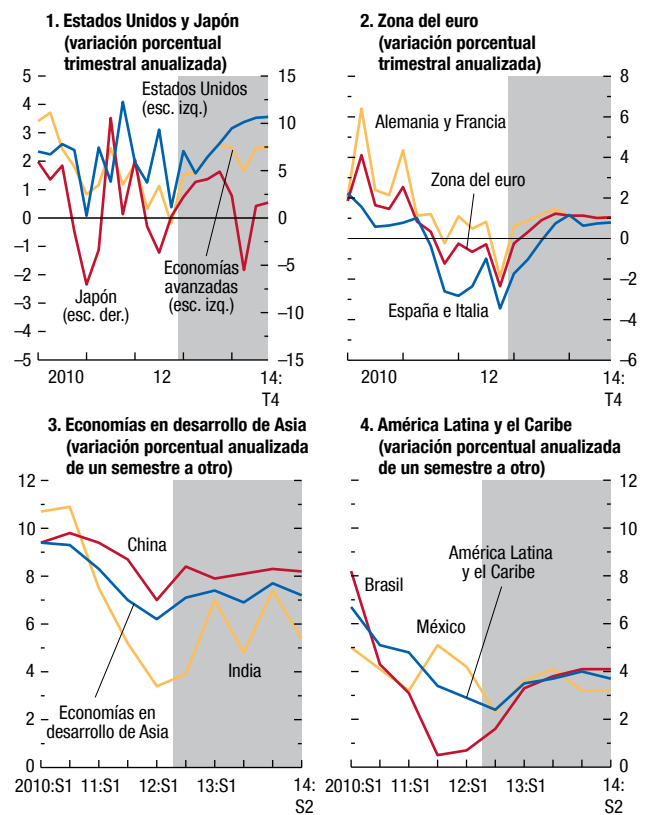
- En Asia, el crecimiento ya ha recuperado un ritmo saludable en China. Se prevé que la demanda externa, el consumo sólido, una temporada de monzones más benigna y mejoras en las políticas impulsarán la actividad en India (gráfico 1.8, panel 3).
- El crecimiento en América Latina se afianzará este año. Se prevé una recuperación de la actividad en Brasil, la economía más grande de la región, en respuesta a los profundos recortes de las tasas de interés de política monetaria introducidos en el último año y a medidas focalizadas en estimular la inversión privada (gráfico 1.8, panel 4).
- Se prevé que las economías emergentes de Europa y la Comunidad de Estados Independientes (CEI) se beneficiarán de la recuperación de las economías avanzadas y de políticas macroeconómicas más laxas.
- Según los pronósticos, la actividad en África subsahariana mantendrá su dinamismo, y tanto las economías ricas en recursos naturales como las de ingresos más bajos se beneficiarán de una sólida demanda interna.
- La región de Oriente Medio y Norte de África (OMNA) es una notable excepción: se prevé que una pausa en el aumento de la producción de crudo entre los países exportadores de petróleo provocará una desaceleración temporal del crecimiento económico de la región, en tanto que las transiciones políticas y un complicado entorno externo están impidiendo una recuperación más rápida en algunos países importadores de petróleo.

La presión inflacionaria permanece en general bajo control

No se observan presiones de exceso de demanda en las principales economías avanzadas. Las tasas de inflación también permanecen en general bajo control en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, pese a que las tasas de desempleo se encuentran en niveles típicamente bajos, los saldos en cuenta corriente están disminuyendo, el crédito es pujante y los precios de los activos son altos (gráfico 1.9).

Gráfico 1.8. Crecimiento del PIB

El crecimiento del PIB real se reacceleró durante 2012 y se pronostica que mantendrá esa tendencia. Entre las economías avanzadas, se proyecta que el crecimiento seguirá reprimido en la zona del euro. Entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el desempeño de las economías en desarrollo de Asia y América Latina depende en gran medida de que se reaccelere la actividad en India y Brasil, respectivamente.



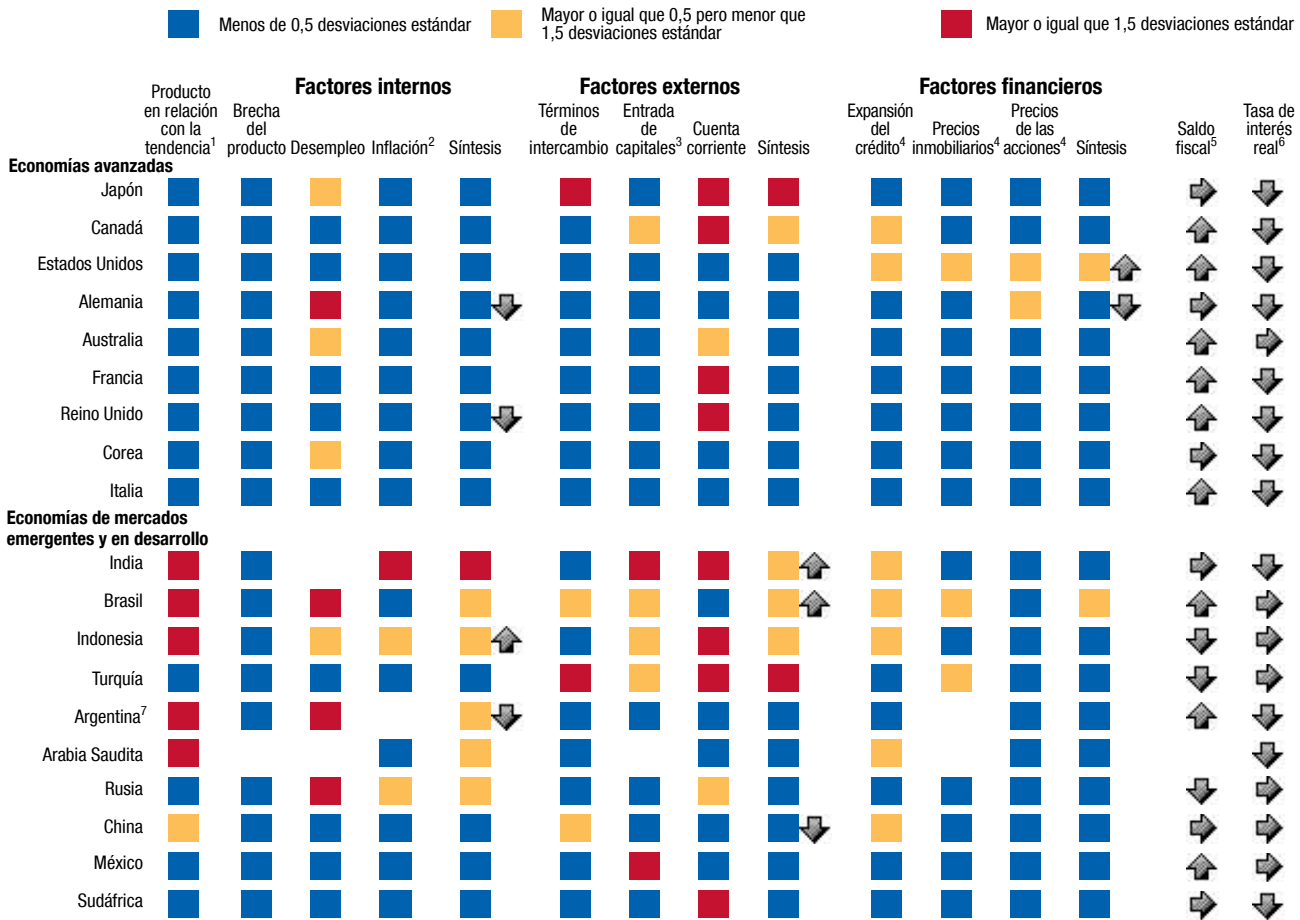
Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

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

Los indicadores de sobre calentamiento interno apuntan a una amplia capacidad ociosa en las economías avanzadas; la mayoría de los indicadores son de color azul, aunque un poco menos en Canadá. En cambio, varios indicadores amarillos y rojos en economías de mercados emergentes y en desarrollo señalan limitaciones de capacidad. Los indicadores de sobre calentamiento externo son de color rojo en el caso de Japón. En lugar de generar intranquilidad, estos son síntomas de un proceso de reequilibrio de la demanda interna que ha ayudado a reducir los desequilibrios mundiales en cuenta corriente.

En Alemania, que es la otra economía superavitaria importante, el proceso de reequilibrio sigue rezagado. El desempleo se encuentra en los niveles más bajos después de la unificación, gracias a un sólido desempeño económico y a cambios estructurales en el mercado laboral, y no es una señal de sobre calentamiento. Los indicadores amarillos y rojos de India, Indonesia y Turquía denotan factores de vulnerabilidad externa. Los indicadores de crédito apuntan a excesos en muchas economías de mercados emergentes. Otros indicadores financieros son en general tranquilizadores en lo que se refiere a sobre calentamiento, excepto en el caso de Brasil.

Estimaciones de 2013 por encima del promedio de 1997–2006, salvo en los casos de las siguientes indicaciones:



Fuentes: Oficina de Estadística de Australia; Banco de Pagos Internacionales; CEIC; *Global Property Guide*; Haver Analytics; FMI, *Estadísticas de Balanza de Pagos*; FMI, *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 2013 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 sobre calentamiento (enfriamiento) en comparación con el informe WEO de octubre de 2012.

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

²En el informe WEO de abril de 2013 se emplea una nueva metodología en el caso de las siguientes economías con metas de inflación: Australia, Brasil, Canadá, Corea, Indonesia, México, el 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 las economías sin metas de inflación, se asigna el color rojo si la inflación es aproximadamente 10% o más, amarillo si la inflación es aproximadamente 5% a 9% y azul si la inflación es inferior a 5%.

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 inmobiliarios y aumento de los precios de las acciones se refieren a los valores más recientes en relación con el promedio de 1997–2006 de 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 2012–13. Una mejora de más de 0,5% del PIB está indicada por una flecha ascendente; un deterioro de más de 0,5% del PIB está indicado por una flecha descendente.

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 de política monetaria reales se deflactan con proyecciones de inflación futura a dos años.

⁷Las cifras se basan en los datos oficiales declarados por Argentina. Sin embargo, el FMI emitió una declaración de censura y pidió a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales del índice de precios al consumidor, IPC-GBA. Otras fuentes de datos han arrojado tasas de inflación considerablemente más altas que las que indican los datos oficiales desde 2007. En este contexto, el FMI también está utilizando otras estimaciones de la inflación del IPC a los efectos de la supervisión de la evolución macroeconómica de Argentina.

La inflación mundial disminuyó de 3¾% a comienzos de 2012 a aproximadamente 3¼%, y se proyecta que permanecerá alrededor de ese nivel hasta 2014, inclusive (gráfico 1.10, panel 1). La evolución de la oferta de alimentos y combustibles ayudará a contener la presión alcista sobre los precios de las principales materias primas pese al repunte previsto de la actividad mundial, según el análisis de los mercados de materias primas en este informe WEO.

- En las principales economías avanzadas, la inflación disminuirá de aproximadamente 2% a 1¾% en Estados Unidos, y de 2¼% a 1½% en la zona del euro. La inflación superará el nivel de cero en Japón en 2013 y se elevará temporalmente en 2014 y 2015 como consecuencia de los aumentos del impuesto al consumo. El nuevo marco de expansión cuantitativa y cualitativa del Banco de Japón propiciará una aceleración constante de la inflación, conforme al objetivo de política de la institución (gráfico 1.10, paneles 2 y 3). Como se analiza en el capítulo 3, si las metas de inflación del banco central no hubieran tenido un alto nivel de credibilidad, los años de capacidad económica ociosa fácilmente habrían dado lugar a deflación en muchas economías avanzadas.
- Se proyecta que la presión inflacionaria seguirá contenida en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, gracias a la reciente desaceleración y al descenso de los precios de los alimentos y la energía (gráfico 1.2, panel 6). Las estimaciones del personal técnico del FMI apuntan a la presencia de capacidad ociosa en las economías emergentes de Asia en 2013, pero el producto se sitúa bastante por encima de los niveles previos a la crisis. Esto último también se observa en las economías de América Latina, en cuyo caso se proyecta que se cerrarán las brechas del producto estimadas en el informe WEO. Los principales países exportadores de petróleo también parecen estar operando cerca o por encima de su capacidad, y en algunas economías de OMNA en transición se han registrado fuertes aumentos de precios a raíz de los shocks. Por estas u otras razones, se proyecta que algunas economías y regiones (Argentina, Venezuela, partes de OMNA, varias economías de la CEI y África subsahariana) seguirán soportando una presión bastante fuerte, estimulada por los precios de los alimentos en ciertos casos (India), que podría sorprender al alza.

Los saldos mundiales en cuenta corriente han seguido reduciéndose

Los reveses que sufrió la recuperación mundial en 2012 se vieron reflejados en una desaceleración del crecimiento del comercio mundial, que ya se había enfriado en 2011. Las fluctuaciones de los volúmenes de comercio en general son más amplificadas que las del PIB mundial y, conforme a experiencias anteriores, dichos volúmenes sufrieron fuertes desaceleraciones (gráfico 1.11, panel 1). Esto demuestra la intensidad de los efectos de contagio por la vía del comercio.

En general, las monedas han respondido adecuadamente a los cambios recientes de las políticas macroeconómicas y la menor aversión al riesgo: se ha observado cierta apreciación del euro y varias otras monedas de mercados emergentes y cierta depreciación del dólar de EE.UU. El yen se ha depreciado aproximadamente 20% en términos efectivos reales desde mediados de 2012, en respuesta a las expectativas de una política monetaria más laxa y una mayor inflación en el futuro, así como a un mayor déficit comercial y una menor aversión mundial al riesgo.

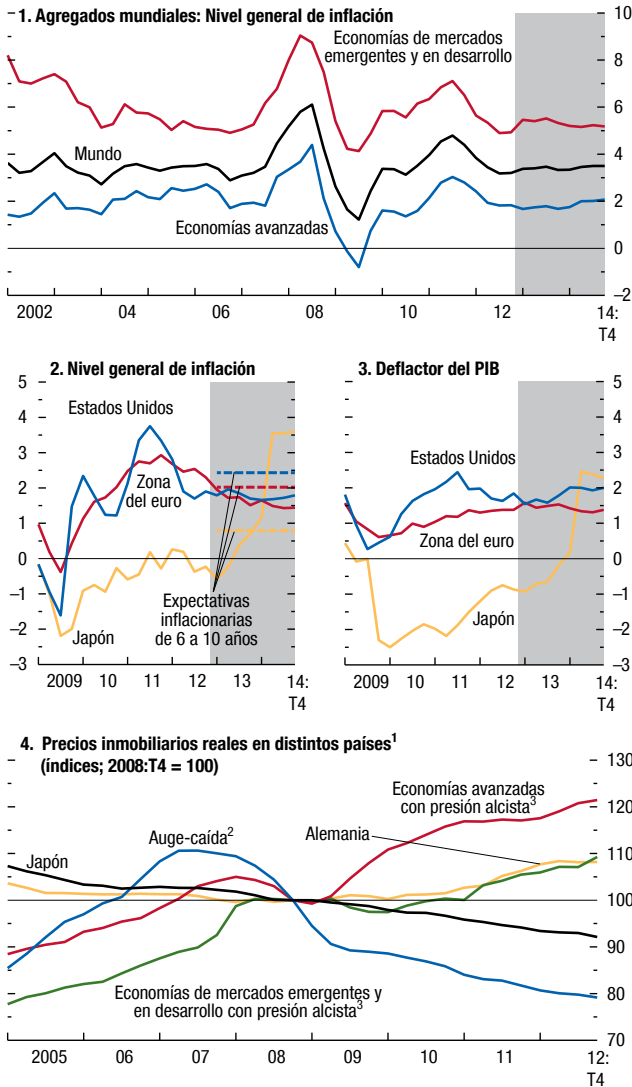
Desde un punto de vista a más largo plazo, los desequilibrios mundiales en cuenta corriente se han reducido considerablemente (gráfico 1.11, panel 5). La mayor parte del ajuste, que ocurrió durante la Gran Recesión de 2008–09, cuando el crecimiento mundial fue negativo, se debe a una contracción de la demanda en las economías con déficits externos, que estuvo acompañada de fuertes mermas de la inversión, cierto aumento del ahorro privado y un ahorro público mucho menor. El ajuste de los tipos de cambio tuvo cierta incidencia; la contribución del ajuste de las políticas en los ámbitos clave especificados en el *Pilot External Sector Report* (FMI, 2012a) fue frustrantemente escasa.

La pregunta es si la reducción de los desequilibrios mundiales será duradera. Esto depende de la trayectoria futura del producto y, a su vez, de las brechas del producto en las economías con déficits y superávits externos. Según las estimaciones del informe WEO, no hay diferencias importantes entre las brechas del producto en las economías deficitarias y superavitarias. Esto quizá parezca sorprendente, pero se condice con los datos de que las crisis financieras de los tipos que afectaron a muchas economías deficitarias suelen implicar bajas permanentes del nivel del producto en relación con las tendencias previas a la

Gráfico 1.10. Inflación mundial

(Variación porcentual interanual, salvo indicación en contrario)

La inflación mundial se desaceleró y se prevé que mantendrá esa tendencia, gracias a la estabilización de los precios de las materias primas. En las principales economías avanzadas, la inflación interna está por debajo de las metas de inflación a mediano plazo. Esto hace pensar que hay más margen para aplicar una política monetaria más laxa. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las incipientes restricciones de la capacidad significan que la inflación podría arrojar sorpresas al alza, y podría ser necesario volver a aplicar políticas más restrictivas para evitar un repunte de la inflación.

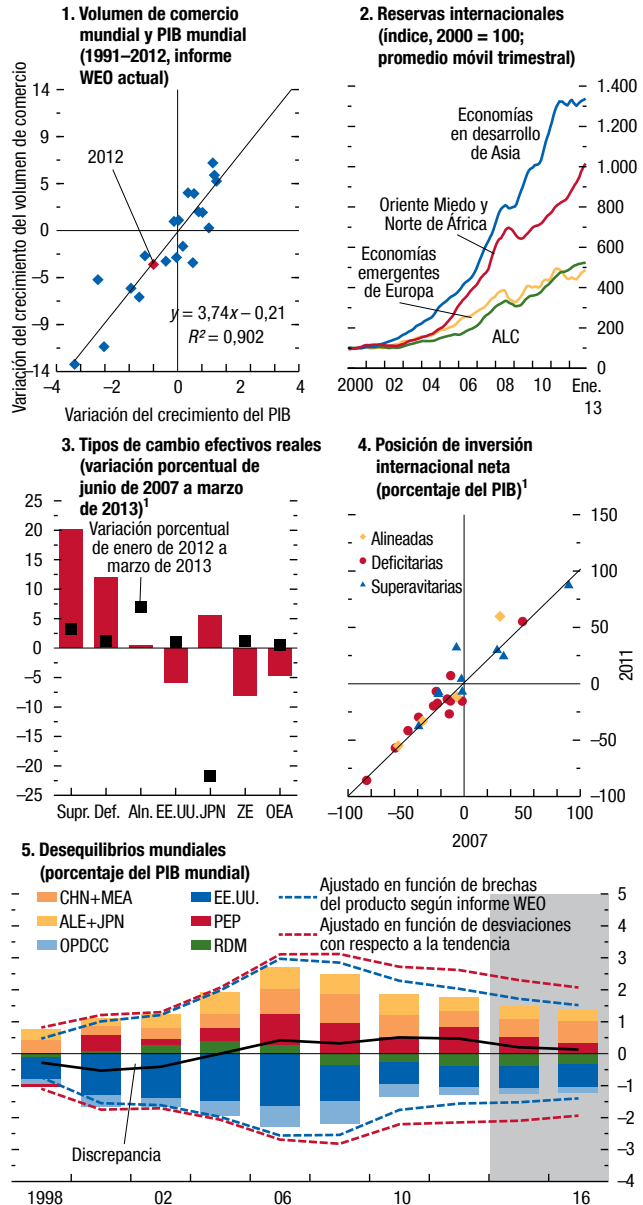


Fuentes: Haver Analytics; Consensus Economics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, *Global Property Guide*; fuente nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹En los casos de los siguientes países se utilizaron promedios regionales o metropolitanos en lugar de los compuestos nacionales: Estonia, Filipinas, Hungría, India, Letonia, Lituania, Polonia, Ucrania y Uruguay.
²Los países de auge-caída son: Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Nueva Zelandia, los Países Bajos, Polonia, el Reino Unido, la República Checa, la República Eslovaca, Rusia, Sudáfrica, Turquía y Ucrania. Los países de auge-caída son aquellos en que los precios inmobiliarios reales aumentaron más de 10% en el periodo previo a la crisis financiera mundial (2002-07) y en los que han descendido desde entonces.
³Los países con presión alcista son: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Israel, Malasia, Noruega, la RAE de Hong Kong, Singapur, Suecia, Suiza y Uruguay.

Gráfico 1.11. Desequilibrios mundiales

La reciente desaceleración del comercio mundial es coherente en términos generales con la desaceleración del PIB mundial, y ha supuesto una nueva reducción moderada de los desequilibrios mundiales. El que los desequilibrios permanezcan reducidos o vuelvan a aumentar a mediano plazo depende del grado en que las pérdidas del producto en relación con las tendencias previas a la crisis sean en gran medida permanentes: las proyecciones del informe WEO suponen que lo son, conforme a los datos históricos. Si bien los flujos internacionales de capital han disminuido, los persistentes desequilibrios en cuenta corriente implican que las posiciones de inversión internacional netas de las economías no han variado mucho.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; FMI, base de datos de la posición de inversión internacional, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: ALC: América Latina y el Caribe; ALE+JPN: Alemania y Japón; Aln = Economías de mercados emergentes alineadas; CHN+MEA: China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia; Def. = Economías de mercados emergentes deficitarias; EME = Economías de mercados emergentes y en desarrollo; EE.UU. = Estados Unidos; OEA = Otras economías avanzadas; OPDCC = Bulgaria, Croacia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, el Reino Unido, la República Checa, la República Eslovaca, Rumanía y Turquía; PEP = Países exportadores de petróleo; RDM = Resto del mundo; Supr. = Economías de mercados emergentes superavitarias; ZE = Zona del euro.

¹Las clasificaciones se basan en FMI (2012a).

crisis¹. Por lo tanto, a medida que las brechas del producto en las economías deficitarias se cierran, los desequilibrios mundiales en general se desplazan lateralmente en las proyecciones del informe WEO (gráfico 1.11, panel 5): el aumento de la inversión en las economías deficitarias no será muy grande, y su efecto en las cuentas corrientes se verá parcialmente contrarrestado por el aumento del ahorro público. Sin embargo, ¿qué pasaría si las brechas del producto en las economías deficitarias fueran mayores que las estimadas? La recuperación en estas economías iría acompañada de un mayor repunte de la inversión y un aumento de los desequilibrios en cuenta corriente, pese a cierto aumento del ahorro público.

La evaluación en el *Pilot External Sector Report* (FMI, 2012a) a mediados de 2012 y la evolución de los tipos de cambio y las proyecciones del informe WEO desde entonces apuntan a que los tipos de cambio efectivos reales de las principales economías no distan mucho de los niveles congruentes con los fundamentos económicos a mediano plazo (gráfico 1.11, panel 3). Los saldos en cuenta corriente de Estados Unidos y la zona del euro son algo más débiles y sus tipos de cambio efectivos reales son moderadamente más fuertes en relación con los fundamentos a mediano plazo de lo que habrían sido con políticas más adecuadas. Los datos sobre la valoración del yen son ambiguos, ya que los indicadores basados en el tipo de cambio efectivo real y la cuenta corriente apuntan en sentidos opuestos. En lo que se refiere a las economías superavitarias —como China, Corea, Malasia y Singapur— los saldos en cuenta corriente permanecen, en la mayoría de los casos, moderadamente más sólidos y las monedas ligeramente más débiles de lo aconsejable, pese a ajustes beneficiosos, entre los que se destaca sobre todo la menor acumulación de reservas (gráfico 1.11, panel 2). En unos pocos meses estará disponible un nuevo informe sobre el sector externo con una evaluación exhaustiva de este tema.

Las políticas que se necesitan para seguir reduciendo los desequilibrios mundiales no han variado en términos generales. Las dos principales economías con superávits necesitan más consumo (China) y más inversión (Alemania). Las principales economías con déficits, en particular Estados Unidos, necesitan promover el ahorro interno mediante la consolidación fiscal; otras

economías deficitarias también necesitan reformas estructurales para restablecer la competitividad.

En el ámbito financiero, los flujos de capital brutos y netos disminuyeron en relación con los máximos registrados antes de la crisis, aunque se observa un marcado cambio de tendencia de los flujos bancarios a los flujos de títulos de deuda. No obstante, los flujos de capital netos en general han seguido siendo cuantiosos, y las posiciones en activos y pasivos internacionales permanecen en niveles cercanos a los de 2007, lo que hace pensar que las vulnerabilidades derivadas de las posiciones externas netas no se han atenuado en forma sustancial (gráfico 1.11, panel 4).

Los riesgos están más equilibrados a corto plazo

El panorama de riesgos a corto plazo ha mejorado considerablemente, sobre todo porque las medidas de política han reducido algunos importantes riesgos a corto plazo, en especial una ruptura de la zona del euro y una contracción económica debida a la caída de Estados Unidos en el “abismo fiscal”. Además, los riesgos a corto plazo de un aterrizaje brusco en las economías emergentes de importancia clave se han disipado. Sin embargo, podrían retornar los riesgos a corto plazo en Europa y persistir otros riesgos a la baja.

Evaluación cuantitativa de riesgos

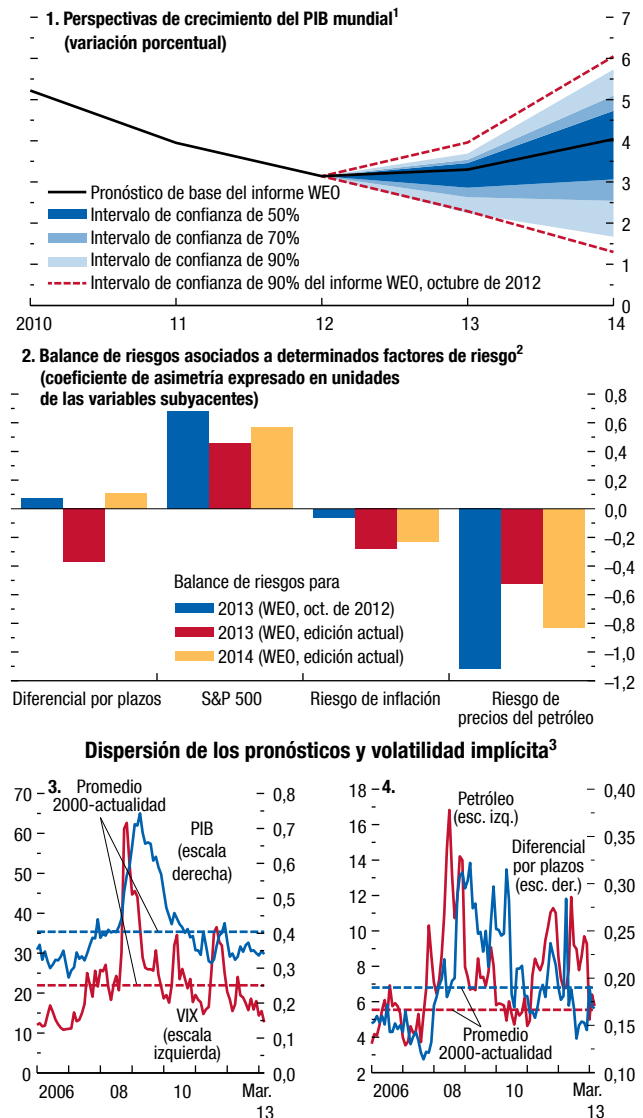
El gráfico de abanico confirma que los riesgos a corto plazo han disminuido, aunque no significativamente (gráfico 1.12, panel 1). Cabe advertir que el gráfico de abanico no evalúa directamente estos riesgos sino que utiliza algunos indicadores de mercado o basados en encuestas, así como la distribución de errores de pronóstico pasados, para medir la incertidumbre en torno al pronóstico. En general, el gráfico de abanico indica que la probabilidad de que el crecimiento mundial caiga por debajo del 2% en 2013 ha disminuido a aproximadamente 2%, de 17% en el informe WEO de octubre de 2012². Para 2014, la probabilidad es de menos de 8%. Los precios del petróleo siguen siendo una importante fuente de riesgo a la baja, en vista de las elevadas tensiones geopolíticas (gráfico 1.12, panel 2).

²Esta reducción se debe principalmente a un menor riesgo de base. El riesgo de base es más bajo porque los pronósticos de abril para el año en curso han sido más exactos que los anteriores de octubre, gracias a la información adicional de la que se dispone en los seis meses siguientes.

¹Véanse datos empíricos que corroboran esta observación en el capítulo 4 del informe WEO de octubre de 2009.

Gráfico 1.12. Riesgos para las perspectivas mundiales

Los riesgos en torno a las proyecciones del informe WEO han disminuido, en concordancia con los indicadores de mercado. Estos indicadores siguen apuntando a los precios del petróleo como la principal fuente de riesgos a la baja para el crecimiento mundial, mientras que los precios de las opciones del índice S&P 500 apuntan a ciertos riesgos al alza.



Fuentes: Bloomberg L.P.; Mercado de Opciones de Chicago; 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%. 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% del informe WEO de octubre de 2012 para los pronósticos a un año y a dos años 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 los riesgos del mercado petrolero se registran con el signo opuesto, dado que representan riesgos a la baja para el crecimiento. Los riesgos vinculados al índice S&P 500 de 2014 se basan en los contratos de opciones correspondientes a marzo de 2014.

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 el Reino Unido), Brasil, China, India y México. VIX = Índice de volatilidad implícita elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago S&P 500. El diferencial por plazos mide la dispersión media de los diferenciales por plazos implícitos en los pronósticos de las tasas de interés para Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. El petróleo mide la dispersión de los pronósticos del precio del crudo West Texas Intermediate a un año. Los pronósticos provienen de las encuestas de Consensus Economics.

El Modelo de Proyección Mundial (GPM, por sus siglas en inglés) del personal técnico del FMI indica que la probabilidad de una recesión (dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo) en 2013 en Japón se ha reducido drásticamente, de 30% en 2012 a aproximadamente 5% (gráfico 1.13, panel 1). Sin embargo, la probabilidad de recesión para la zona del euro se mantiene en alrededor de 50%, debido a que la actividad se contrajo notablemente durante el cuarto trimestre y a que los indicadores anticipados para el primer trimestre de 2013 no apuntan a crecimiento sino a estabilización, en el mejor de los casos.

Evaluación cualitativa de riesgos

Los riesgos a la baja a corto plazo son más reducidos que en la fecha del informe WEO de octubre de 2012. Los riesgos vinculados a los shocks de la oferta de petróleo permanecen prácticamente sin cambios, y los vinculados a factores geopolíticos presentan nuevas dimensiones. Los riesgos vinculados a un aterrizaje brusco de las economías emergentes clave han cedido. Otros riesgos giran en torno a los siguientes factores:

- *Fatiga del ajuste o reversión general de las políticas en una zona del euro financieramente fragmentada en la que los mercados financieros siguen siendo muy vulnerables a los cambios de actitud, como lo demuestran los acontecimientos recientes:* Los pronósticos suponen que se logran avances importantes en el saneamiento de los balances de los bancos y las entidades soberanas y en la ejecución de reformas estructurales. Pero el fenómeno de fatiga del ajuste podría frenar los avances. Además, los esfuerzos para apuntalar la arquitectura de la zona del euro pueden atascarse. En tal caso, las entidades soberanas de la periferia podrían una vez más verse sometidas a una intensa presión del mercado, aunque las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) del Banco Central Europeo (BCE) presumiblemente limitarían el aumento de los diferenciales. Por otro lado, salvo que se avance más en la reestructuración de los bancos y la adopción de una verdadera unión bancaria, es posible que las tasas de interés activas desciendan menos de lo previsto aun si los diferenciales soberanos continúan disminuyendo. En este sentido, está por verse cómo repercutirá el programa de rescate de Chipre en la fragmentación del mercado financiero.
- *El secuestro del gasto presupuestario y el tope de la deuda en Estados Unidos:* Los riesgos en Estados Unidos han disminuido gracias a la resolución del problema del abismo fiscal. Pero ya ha empezado

el secuestro del gasto presupuestario y, si no se lo revierte, seguirá reprimiendo la actividad económica a finales de 2013 y en los años posteriores. Además, será necesario volver a elevar el tope de la deuda en Estados Unidos más entrado el año; no hacerlo podría ser muy perjudicial para la economía mundial.

Sin embargo, el crecimiento del PIB real también podría ser mayor de lo proyectado. Las condiciones en los mercados financieros han mejorado más de lo previsto, y por lo tanto la confianza podría tener un aumento sorpresivo, que acarrearía un mayor repunte de la inversión y del consumo de bienes duraderos, sobre todo en Estados Unidos. En tal caso, la Reserva Federal quizá tenga que elevar las tasas de interés de política monetaria antes de lo previsto, provocando salidas de capitales de las economías de mercados emergentes (gráfico 1.14, línea verde). No obstante, en este caso, cualquier aumento acorde de los diferenciales de riesgo en los mercados emergentes probablemente sería limitado y pasajero, y el resultado final sería positivo. En cambio, un avance más veloz hacia la formación de una unión bancaria integral en la zona del euro podría reducir aún más la aversión al riesgo y fomentar la confianza de hogares y empresas, y estos a su vez podrían estimular la demanda y también ayudar a mejorar cualquier aumento del crecimiento derivado de las reformas estructurales (gráfico 1.15, línea roja).

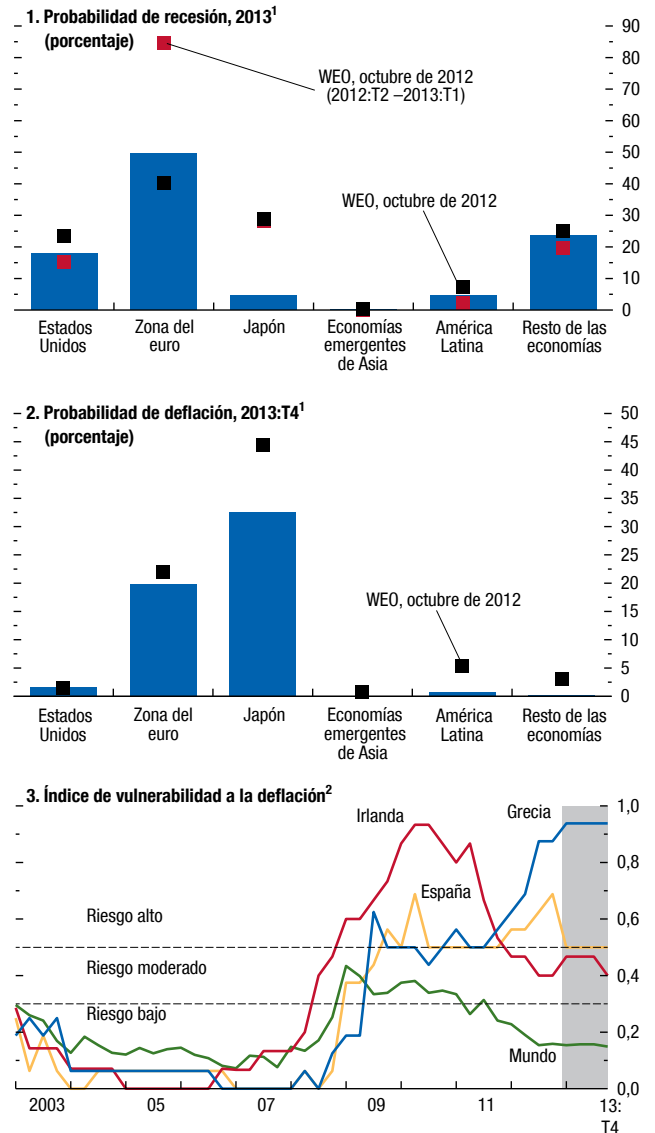
Persisten riesgos elevados a mediano plazo

Los riesgos a mediano plazo pertenecen a cinco categorías y se inclinan a la baja: 1) crecimiento muy débil o estancamiento en la zona del euro; 2) problemas fiscales en Estados Unidos o Japón; 3) menos capacidad ociosa en las economías avanzadas o una escalada abrupta de la inflación; 4) riesgos relacionados con las políticas monetarias no convencionales, y 5) menor producto potencial en las principales economías de mercados emergentes.

Riesgos en la zona del euro: El pronóstico supone una contracción gradual de los diferenciales de riesgo de la periferia, un ajuste fiscal considerablemente menos restrictivo durante 2014–15 y un repunte de la inversión y el consumo. Sin embargo, a corto plazo, las condiciones en la periferia, seguirán siendo tensas: las cargas de la deuda soberana probablemente aumentarán más; los bancos seguirán enfrentando presiones de desapalancamiento, costos de financiamiento elevados, deterioro de la calidad de los activos y utilidades escasas, y muchas

Gráfico 1.13. Riesgos de recesión y deflación

Los riesgos de recesiones en 2013 han permanecido prácticamente sin cambios o se han atenuado. Siguen siendo relativamente altos en las economías avanzadas. Lo mismo cabe decir de los riesgos de deflación. Las vulnerabilidades de deflación son particularmente elevadas en algunas economías de la periferia de la zona del euro.

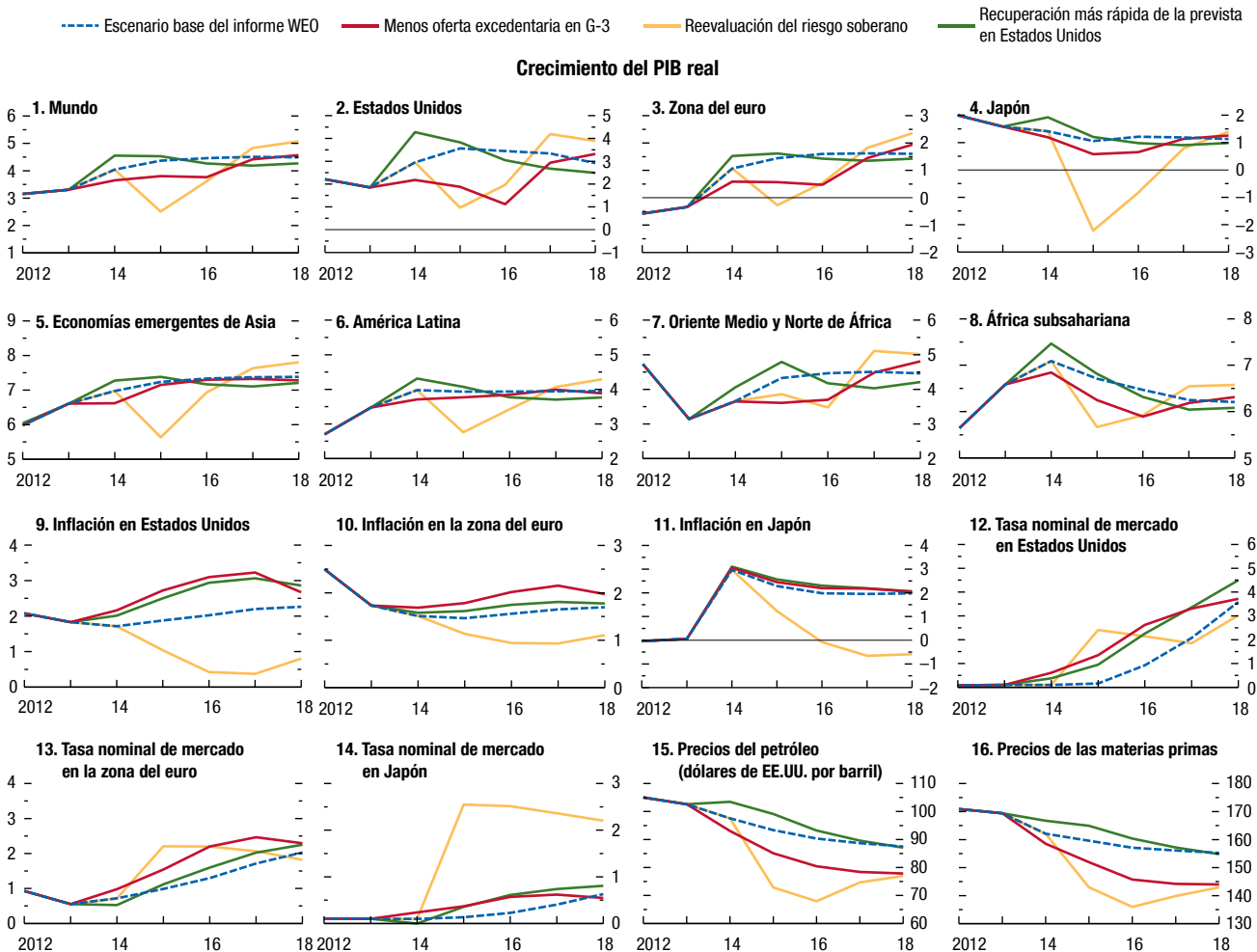


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹América Latina: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; Economías emergentes de Asia: China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia; resto de las economías: Argentina, Australia,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

Gráfico 1.14. Escenarios de riesgo de la tasa de interés
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

Se emplea el Modelo Fiscal y Monetario Mundial Integrado (GIMF, por sus siglas en inglés) para considerar un escenario en el que las tasas de interés en las principales economías avanzadas aumentan desde sus actuales niveles bajos mucho más pronto de lo previsto en el escenario base del informe WEO. Se consideran tres posibles causas: una recuperación de la economía de Estados Unidos más rápida de la prevista; menos capacidad excedentaria de la prevista en las economías del G-3, y crecientes preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal. En el caso de la recuperación de Estados Unidos más rápida de la prevista (línea verde), la creciente demanda privada cierra rápidamente la brecha del producto, ejerciendo una presión al alza sobre la inflación y llevando así a la Reserva Federal a elevar la tasa de interés de política monetaria en 2014. Gracias a rendimientos más altos en Estados Unidos y un creciente optimismo acerca de las perspectivas de crecimiento de las economías avanzadas, algunos flujos de capital retornan de las economías de mercados emergentes a las avanzadas. Sin embargo, el efecto positivo del mayor crecimiento de las economías avanzadas compensa con creces el impacto de las salidas de capitales, y todas las regiones del mundo experimentan un crecimiento más rápido en 2014 y 2015. En el escenario con menos oferta excedentaria de la prevista en el escenario base (línea roja), la percepción errónea comienza en 2014 y alcanza un nivel máximo en Estados Unidos, aproximadamente la mitad del nivel máximo en la zona del euro y una cuarta parte de ese nivel en Japón.

Con una oferta excedentaria menor de la prevista, la presión inflacionaria empieza a acumularse en 2014 pese a que el crecimiento es más débil que en el escenario base. Por lo tanto, la política monetaria empieza a endurecerse en 2014, y las tasas de interés en las economías avanzadas se sitúan por encima del escenario base para la mayor parte del horizonte del informe WEO. La capacidad de oferta menor de la prevista en las economías avanzadas da lugar a un crecimiento del PIB inferior al del escenario base a partir de 2014, con implicaciones negativas para el crecimiento en todas las economías de mercados emergentes. En el escenario en que a los mercados les preocupa la sostenibilidad fiscal a mediano plazo (línea amarilla), las primas de riesgo soberano aumentan marcadamente en Estados Unidos y Japón, pero de forma más moderada en otras regiones en 2015. La mayor preocupación acerca de la sostenibilidad fiscal también provoca nuevos aumentos de las primas de riesgo para las empresas y los hogares en todo el mundo. Con las tasas de interés de política monetaria aún en niveles muy bajos en las economías avanzadas en el escenario base, la política monetaria cuenta solo con un margen de maniobra escaso para contrarrestar el impacto en las tasas de interés de mercado, y el crecimiento del PIB se reduce marcadamente junto con la inflación en 2015. En las economías de mercados emergentes, si bien el uso del margen disponible de la política monetaria ayuda a amortiguar el impacto, el crecimiento también cae notablemente por debajo del nivel de base por varios años.

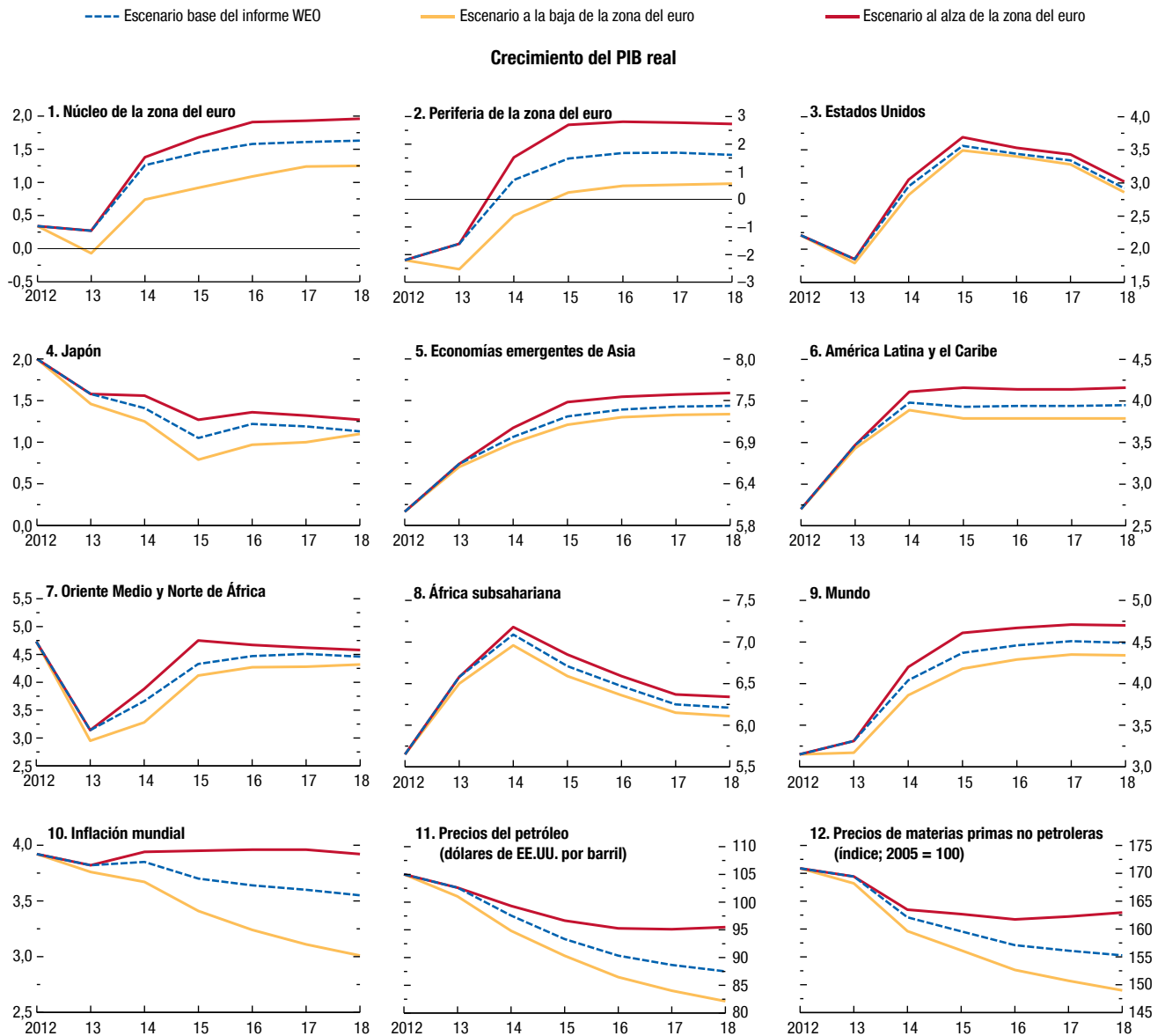


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: G-3 = Estados Unidos, Japón, zona del euro.

Gráfico 1.15. Escenarios de la zona del euro
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

Los escenarios se simulan utilizando EUROMOD, un nuevo modelo del FMI sobre la economía mundial, y consideran las implicaciones de dos trayectorias alternativas para la zona del euro. El escenario a la baja (línea amarilla) representa un proceso continuo de deterioro en el que resultados macroeconómicos peores de lo previsto debido a una merma de la inversión (a medida que disminuye la confianza) agudizan las preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal. Esta agudización de las preocupaciones provoca un aumento de las primas y un endurecimiento adicional de la política fiscal, que debilita aún más el entorno macroeconómico y la confianza, pese a la aplicación de una política más laxa por parte del Banco Central Europeo (BCE). Concretamente, en este escenario la inversión en las economías de la periferia cae aproximadamente un 6% cada año, las tasas de interés de las empresas son aproximadamente 3% más altas y para 2018 la tasa soberana media (a corto y largo plazo) es un 1% más alta que en el escenario base del informe WEO. La tasa soberana más alta empuja a las economías de la periferia a adoptar una orientación fiscal que se endurece un ¼ adicional del PIB cada año. En las economías del núcleo de la zona, el relajamiento de la política del BCE neutraliza un aumento moderado de las primas de riesgo y las tasas de interés caen por debajo del nivel del escenario base del informe WEO. Este aumento de las primas de riesgo se propaga a otras regiones del mundo.

En el escenario al alza (línea roja), el avance más rápido de lo previsto en el establecimiento de un mecanismo único de supervisión (MUS) y en dar al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) la capacidad para recapitalizar bancos sienta las bases para un desempeño macroeconómico mejor de lo previsto a partir de 2014. Además, las reformas implementadas a nivel nacional empiezan a rendir fruto antes de lo previsto, a partir de 2014, con algunos efectos compensatorios debido al aumento de la tasa de política monetaria por parte del BCE. Como resultado, las primas de riesgo de las empresas y las entidades soberanas empiezan a reducirse. Las reducciones de las tasas de interés medias de las entidades soberanas y las empresas son mayores en la periferia, y equivalen a aproximadamente 0,7 y 1,5 puntos porcentuales, respectivamente, en relación con el escenario base del informe WEO. En los países del núcleo, el endurecimiento de la política monetaria es el efecto predominante en todas las tasas de interés, por lo que las tasas medias de las entidades soberanas y las empresas aumentan en relación con el escenario base del informe WEO. A partir de 2014, el aumento anual de la productividad es de aproximadamente 0,5% en los países de la periferia y 0,1% en los países del núcleo, mientras que el aumento anual de la inversión es de casi 5% en la periferia y 0,8% en el núcleo.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

empresas y hogares soportan pesadas cargas de deuda. En un entorno de impuestos elevados, condiciones de préstamo restrictivas y una floja demanda interna, es posible que la inversión no despegue, que el crecimiento sea decepcionante, que los ingresos fiscales sean insuficientes y que no se pueda atenuar la consolidación conforme a lo proyectado. Mientras las principales entidades soberanas de la periferia sigan teniendo acceso al mercado, con el apoyo de compras de activos mediante OMC si fuera necesario, será posible contener el daño al crecimiento y limitar el impacto en el resto del mundo (gráfico 1.15, línea amarilla). Sin embargo, el daño y los efectos de contagio podrían ser mucho peores si el pesimismo generara más pesimismo y desembocara en una interrupción importante del crédito a las entidades soberanas de la periferia o si el estancamiento sembrara dudas acerca de la viabilidad de la UEM.

Riesgos fiscales: El principal riesgo fiscal está relacionado con las políticas fiscales en Estados Unidos y, en especial, Japón, que no son sostenibles. Por lo tanto resulta desconcertante que las perspectivas de una reforma fiscal integral hayan disminuido en Estados Unidos y que las autoridades en Japón hayan renovado el estímulo fiscal antes de adoptar una sólida estrategia de consolidación y crecimiento a mediano plazo. Las proyecciones del informe WEO suponen que ninguna de las dos economías tendrá dificultades para financiar sus déficits y deudas, ya que la aversión al riesgo mantendrá activa la demanda de sus bonos, los bancos centrales seguirán impulsando sus programas de expansión cuantitativa y los déficits seguirán reduciéndose en Estados Unidos y serán más bajos en Japón a partir de 2014. No obstante, como se señala en informes WEO anteriores, el riesgo extremo a mediano plazo es la percepción de que los sistemas políticos de estas economías no serán capaces de llevar a cabo los ajustes necesarios de manera oportuna, lo cual podría ahuyentar a los inversionistas³. Un aumento de las primas de riesgo soberano para estas economías podría tener un efecto importante en la actividad mundial. Incluso un aumento moderado de las tasas de interés de su deuda soberana —por ejemplo, en respuesta a una reasignación general del ahorro de activos externos a activos internos muy líquidos— reduciría notablemente el crecimiento mundial (gráfico 1.14, línea amarilla). Las primas de riesgo soberano y empresarial probablemente aumentarán en todas las regiones y la confianza

se deteriorará, asestando un revés a la inversión y el consumo mundiales. La política fiscal en las economías del G-3 (Estados Unidos, Japón y la zona del euro) puede entonces tornarse más restrictiva en un afán por recuperar la confianza entre los inversionistas. Con las tasas de política monetaria del G-3 aún en niveles bajos, habrá un margen limitado para recortar dichas tasas con el fin de amortiguar el impacto de las primas de riesgo más altas en el costo de endeudamiento. Los tipos de cambio del G-3 se depreciarían, pero con poco efecto, a medida que caiga la demanda mundial.

Riesgos de política monetaria: Las proyecciones del informe WEO suponen que las tasas de interés en las principales economías avanzadas permanecen cercanas al límite inferior cero por varios años y que el retiro de las políticas monetarias no convencionales puede proceder gradualmente y sin desestabilizar los mercados financieros. Este supuesto está sujeto a dos tipos de riesgos: el riesgo relacionado con un producto potencial inferior al estimado y el riesgo relacionado con las políticas monetarias no convencionales.

- *Problemas relacionados con una oferta excedentaria menor de la estimada en las economías del G-3:* Las proyecciones del informe WEO indican una considerable capacidad ociosa en las economías avanzadas, pese a una notable estabilidad de la inflación. El capítulo 3 atribuye este último fenómeno a la estabilidad de las expectativas de inflación y a la fuerte credibilidad de los bancos centrales, así como a rigideces nominales. ¿Pero qué pasaría si la estabilidad de la inflación se debiera a que la capacidad ociosa es mucho menor de la estimada? En ese caso, la inflación esperada y la real aumentarían antes de lo proyectado, aunque un alza repentina de la inflación, como la de 1994 —cuando el desempleo en Estados Unidos descendió a menos de 6% y los mercados pensaron que la Reserva Federal estaba actuando rezagadamente— parece poco probable a mediano plazo. Lo probable más bien sería que las expectativas de inflación aumenten gradualmente. Si el G-3 confrontara este aumento de las expectativas con medidas de ajuste fiscal y monetario, el aumento de la inflación sería temporal y limitado, y los efectos de contagio del G-3 al resto del mundo serían ligeramente deflacionarios (gráfico 1.14, línea roja). Esto contrastaría con la experiencia de los años setenta y comienzos de los ochenta, cuando los bancos centrales se demoraron demasiado en elevar las tasas de interés y fueron

³Véanse los recuadros 1.4 y 1.2 de los informes WEO de octubre de 2010 y octubre de 2012, respectivamente.

necesarios aumentos muy pronunciados para recuperar el control de la inflación y las expectativas. Estos aumentos tuvieron efectos muy perjudiciales a escala interna y en las economías de mercados emergentes.

- *Problemas relacionados con las políticas monetarias no convencionales:* Está claro que estas políticas ayudan a apuntalar la confianza y la actividad, pero acarrearán riesgos a mediano plazo que pertenecen a dos categorías: riesgos relacionados con los efectos colaterales de las tasas de interés muy bajas y las propias políticas, y riesgos relacionados con el retiro de estas políticas.
 - *Los riesgos relacionados con los efectos colaterales en general* no han variado desde el informe WEO de octubre de 2012 y son examinados a fondo en el informe GFSR de abril de 2013. El prolongado período de tasas de interés a mediano plazo en niveles muy bajos y políticas monetarias no convencionales puede propiciar préstamos excesivamente riesgosos, descargas de los balances y altos niveles de apalancamiento. Existen ahora ciertas señales de ingeniería financiera (como las recompras de acciones con fondos captados mediante la emisión de títulos de deuda) pero no de burbujas de precios de los activos en las economías avanzadas. Sin embargo, una inquietud creciente es que las empresas en las economías de mercados emergentes han estado apalancándose, inclusive con deuda denominada en moneda extranjera. Por lo tanto, un repentino cambio de sentido de los flujos de capital a las economías de mercados emergentes podría dejar al descubierto los factores de vulnerabilidad de estas economías.
 - *Los riesgos relacionados con el repliegue de los balances de los bancos centrales* reflejan el grado en que dichos bancos pueden enfrentar disyuntivas importantes entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera a la hora de aplicar condiciones monetarias más restrictivas. Estos riesgos revisten especial interés para los bancos centrales que han estado comprando grandes cantidades de títulos de deuda con vencimientos a largo plazo, como la Reserva Federal y el Banco de Japón, que recientemente adoptaron una política de compras mensuales de activos en forma continua, o el Banco de Inglaterra⁴. En principio, los

bancos centrales pueden endurecer las condiciones monetarias con tan solo elevar las tasas de interés aplicadas a las reservas excedentarias, pero las variaciones impredecibles en la transmisión a las condiciones financieras más amplias podrían complicar mucho la tarea de las autoridades de fijar una tasa apropiada. En estas circunstancias, los bancos centrales pueden retirar parte de las reservas del sistema bancario emitiendo depósitos a plazo o participando en acuerdos de reporto pasivo, pero el margen para emplear estas herramientas probablemente será limitado. Otro método para reabsorber liquidez consistiría en emitir obligaciones de deuda que pueden mantenerse fuera del sistema bancario, pero algunos bancos centrales (entre ellos la Reserva Federal) no están legalmente facultados para emitir sus propios títulos, y otros podrían enfrentar la oposición de una entidad soberana fuertemente endeudada. Por último, el banco central puede reducir el tamaño de su balance vendiendo sus títulos en el mercado abierto, pero estas ventas, si se efectúan de manera rápida e impredecible, podrían incidir negativamente en el funcionamiento del mercado financiero. De hecho, los bancos podrían enfrentarse a la difícil disyuntiva entre una salida vinculada a una inflación excesiva y una salida que desestabilice los mercados financieros.

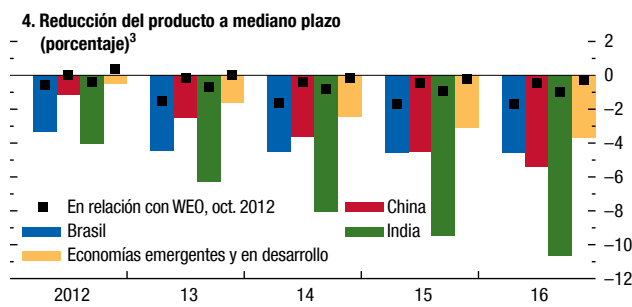
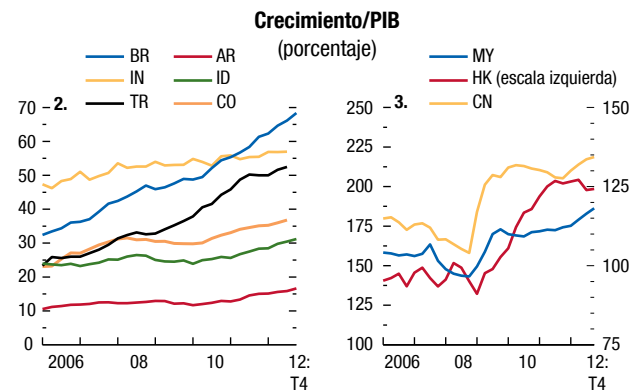
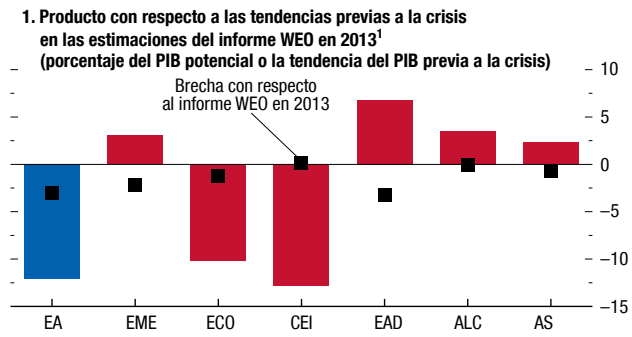
Riesgos de los mercados emergentes: La actividad en los mercados emergentes ha sido vigorosa pero menos de lo proyectado en el último par de años. Lo que ha incidido en esta coyuntura no son solo factores cíclicos sino también los shocks permanentes; las reducciones del producto a mediano plazo ya casi han alcanzado 4% desde el informe WEO de septiembre de 2011 (gráfico 1.16, panel 4). Aun así, el pronóstico del informe WEO sigue augurando un crecimiento sólido en el futuro, con un promedio anual de alrededor de 6% durante 2013–18. Un riesgo importante es que el reciente incumplimiento de los pronósticos es un síntoma de problemas estructurales más profundos, que presagian contracciones de la inversión o salidas de capitales y un crecimiento inferior al pronosticado. Los riesgos de una evolución así están presentes a corto plazo, pero cobran más importancia a mediano plazo. Si la inversión fuera decepcionante en los BRICS

dad pero aún no ha efectuado ninguna reforma. La expansión de su balance está relacionada en gran medida con operaciones de refinanciamiento que se retiran de forma natural.

⁴El BCE ha declarado que está preparado para intervenir en los mercados de deuda soberana para atajar los riesgos de convertibili-

Gráfico 1.16. Capacidad y crédito en las economías de mercados emergentes

Las estimaciones de la brecha del producto según el informe WEO no indican presiones importantes de la demanda excedentaria. Sin embargo, muchas economías de mercados emergentes en Asia y América Latina están operando bastante por encima de las tendencias previas a la crisis. Y además han observado un importante incremento del crédito, incluso en relación con un producto inusualmente dinámico. Los recientes niveles insuficientes de actividad frente a las proyecciones han dado lugar a considerables revisiones a la baja del producto a mediano plazo.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: ALC = América Latina y el Caribe; AR = Argentina; AS = África subsahariana; BR = Brasil; CEI = Comunidad de Estados Independientes; CN = China; CO = Colombia; EA = Economías avanzadas; EAD = Economías en desarrollo de Asia; ECO = Europa central y oriental; EME = Economías de mercados emergentes; HK = RAE de Hong Kong; ID = Indonesia; IN = India; MY = Malasia; TR = Turquía.
¹La tendencia previa a la crisis se define como el promedio geométrico del nivel del PIB real entre 1996 y 2006.
²Con respecto al informe WEO de septiembre de 2011.

(Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica), los resultados serían descensos significativos del crecimiento mundial, la inflación y los precios de las materias primas (gráfico 1.17). Si este fenómeno estuviera acompañado de salidas de capitales, el efecto en el producto de los BRICS sería considerablemente mayor. Además, el contagio probablemente incrementaría los diferenciales de riesgo de muchas otras economías de mercados emergentes. En el caso de las economías avanzadas, el efecto de la caída de la demanda externa en el producto prevalecería sobre el efecto de los capitales repatriados. En este escenario, el crecimiento mundial disminuiría aproximadamente 1½%, lo que supondría una reducción del producto per cápita, y la primera recesión del producto mundial per cápita de este tipo originada en las economías de mercados emergentes.

Los desafíos de política económica giran en torno a la deuda en las economías avanzadas y excesos potenciales en las economías de mercados emergentes y en desarrollo

La economía mundial está reponiéndose una vez más, pero las políticas en las economías avanzadas son inusualmente restrictivas en el ámbito fiscal y no están surtiendo suficiente efecto en el frente monetario (recuadro 1.1). Entre los riesgos futuros, el más insidioso guarda relación con el sobreendeudamiento y los déficits fiscales en las economías avanzadas y el crecimiento del producto potencial y los excesos financieros incipientes en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Estos riesgos quizá parezcan remotos, pero abordarlos anticipadamente mejoraría la confianza y la inversión a corto plazo y pondría a la economía mundial en una trayectoria más sostenible de crecimiento a mediano plazo.

Necesidades en las economías avanzadas

El ajuste fiscal tiene que continuar a un ritmo que sea sostenible para la recuperación

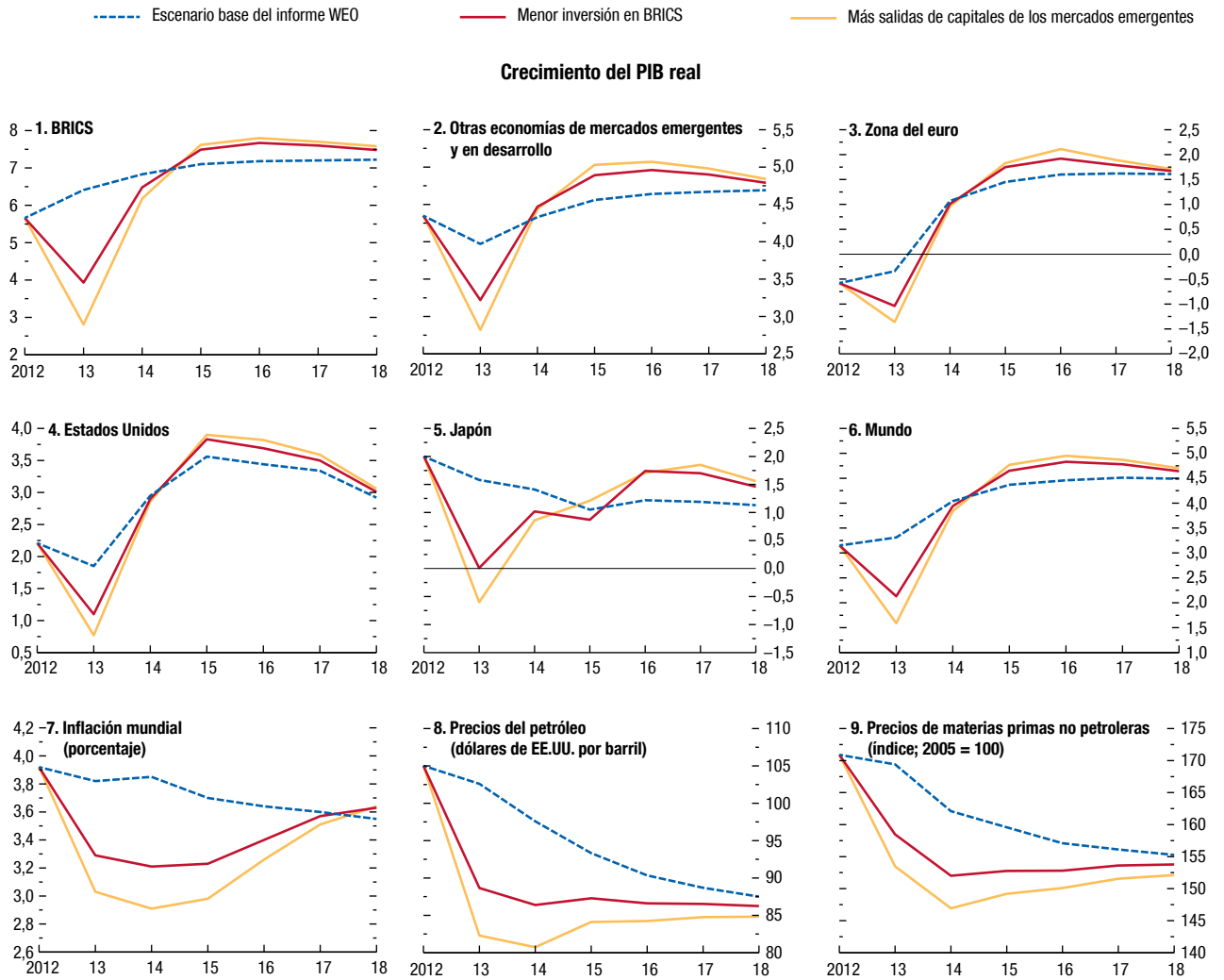
La consolidación fiscal a mediano plazo debe continuar en vista de los niveles de deuda pública aún altos y los consiguientes riesgos. En el informe *Monitor Fiscal* de abril de 2013 se destacan las necesidades más acuciantes:

- *Planes sólidos a mediano plazo:* Estados Unidos y Japón necesitan sólidos planes a mediano plazo para detener y revertir el aumento de sus coeficientes

Gráfico 1.17. Escenarios a la baja en las economías de mercados emergentes
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

Los escenarios se simulan utilizando EUROMOD, un nuevo modelo del FMI sobre la economía mundial, y consideran las implicaciones de una inversión privada más débil en las economías de mercados emergentes y también de las salidas de capitales. Dado que la demanda de inversión privada ha sorprendido a la baja recientemente, en el primer escenario (línea roja) la demanda de inversión en los BRICS se sitúa 10% por debajo de nivel de base del informe WEO en 2013, pero se recupera de forma bastante rápida y para 2016 retorna al nivel de base.

En el segundo escenario (línea amarilla), además de la caída de la inversión, las salidas de capitales de las economías emergentes producen un marcado endurecimiento de las condiciones financieras. En los BRICS, las primas de riesgo soberano y de las empresas aumentan drásticamente en 2013, mientras que el grado de endurecimiento de las condiciones financieras en otras economías de mercados emergentes es aproximadamente la mitad que en los BRICS. Este endurecimiento es efímero, y para 2016 las primas de riesgo retornan a los niveles de base.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: BRICS = Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica.

de endeudamiento público; esta es una necesidad aún más urgente en Japón en vista del reciente estímulo fiscal.

- *Reforma de las prestaciones sociales:* El progreso en este ámbito ha tenido solo un alcance limitado. Prácticamente no se ha avanzado en la solución del gasto en salud, cuya trayectoria es insostenible y cuyas proyecciones apuntan a aumentos muy importantes en términos de valor neto actualizado en muchas economías avanzadas.
- *Calibración del ajuste fiscal a corto plazo:* Los planes fiscales para 2013 son en general apropiados en la zona del euro. En el Reino Unido, donde la recuperación es débil debido a una floja demanda privada, cabría pensar en flexibilizar más la trayectoria del ajuste fiscal a corto plazo⁵. En Japón, el estímulo respaldará el nuevo marco de la política monetaria pero también incrementará las vulnerabilidades fiscales; las autoridades tienen previsto anunciar un plan de consolidación fiscal a mediados de este año. En Estados Unidos, la preocupación es que el secuestro del gasto presupuestario provoque una consolidación excesiva. Algunas economías avanzadas en las que la demanda privada ha sido crónicamente decepcionante deben considerar suavizar el ritmo de consolidación si cuentan con suficiente margen de maniobra para la aplicación de políticas fiscales. En cambio, si el crecimiento sorprendiera al alza, las autoridades deben aprovechar la oportunidad para reducir más rápidamente los niveles generales de déficit.

Los avances para poner en marcha los planes fiscales a mediano plazo y las reformas de las prestaciones sociales también ayudarían a aplacar las inquietudes que se han expresado acerca del predominio fiscal sobre la política monetaria tras las compras masivas de títulos públicos por parte de los bancos centrales desde mediados de 2008 (gráfico 1.4, panel 6). El temor es que cuando llegue el momento de elevar las tasas de interés para contener la inflación, los bancos centrales se resistirán a hacerlo debido a pérdidas potenciales en sus propios balances y a presiones de gobiernos sobreendeudados. Cuanto más se avance en la reducción de los futuros déficits fiscales en las economías avanzadas, mayor será el margen disponible para aplicar una

política monetaria acomodaticia sin generar inquietudes acerca del predominio fiscal, la independencia del banco central y el resurgimiento de la inflación.

La política monetaria debe seguir siendo laxa

La política monetaria tiene que seguir siendo muy acomodaticia para apoyar la actividad a medida que la política fiscal se torne restrictiva. Para los bancos centrales, los desafíos consisten en decidir qué otras medidas tomar, de ser posible, y cómo prepararse para el retiro de las medidas no convencionales llegado el momento. Para esto último será necesario introducir cambios en las regulaciones o leyes que rijan la actividad de los bancos centrales, lo cual podría tomar tiempo. Las opciones a corto plazo son varias:

- *Expansión convencional:* El margen para esta opción es escaso salvo en la zona del euro, donde la inflación interna (PIB) se ha situado bastante por debajo de la meta “inferior pero cercana a 2%” fijada por el BCE desde 2009 (gráfico 1.10, panel 3), y donde se proyecta que el nivel general de inflación hará lo propio a mediano plazo (gráfico 1.10, panel 2).
- *Mejor comunicación:* La orientación a futuro de la política de la Reserva Federal hace hincapié debidamente en que se permitirá que la inflación rebase ligeramente la meta a largo plazo de 2% sin necesariamente desencadenar un aumento de la tasa, siempre que las expectativas inflacionarias permanezcan firmemente ancladas y que el desempleo se mantenga por encima del 6½%. Esto puede ayudar a reducir las tasas de interés real percibidas.
- *Cambios en los marcos de política monetaria:* Hay propuestas para que los bancos centrales adopten un sistema de metas basado en el ingreso nominal. Pese a tener sus ventajas, este cambio iría contra el principio de las “metas pragmáticas”. Además, si la preocupación es anclar mejor las expectativas de inflación a largo plazo para ampliar el margen de maniobra de las políticas a corto plazo, parece más apropiada la idea de que la meta sea una trayectoria ascendente del nivel de precios o, también, la tasa *media* de inflación a lo largo de un período de varios años.
- *Expansión no convencional:* Las compras de activos, las operaciones de financiación a plazo más largo y otras intervenciones en los mercados financieros están ayudando a reducir los costos de financiamiento y a apuntalar la confianza. Los principales problemas con la transmisión de la política monetaria ahora obedecen a la debilidad de los bancos

⁵Tomando como referencia el ejercicio fiscal (2013/14), se prevé que la contracción estructural, medida como la variación del saldo primario ajustado en función del ciclo, será de alrededor de 1 punto porcentual del PIB potencial.

en las economías en crisis o, en el caso de Japón, al límite inferior cero de las tasas de interés y la continua deflación. Mientras que en Estados Unidos el sector bancario ha estado recuperando fuerza, en la zona del euro hay pocos indicios de que las debilidades estén disminuyendo. La mejor manera de abordar las persistentes debilidades en la zona del euro es mediante una gama de políticas para afianzar los balances de los bancos, incluido el avance hacia el establecimiento de una unión bancaria.

- *Replanteamiento de la orientación de las políticas de supervisión:* Por un lado, un mayor préstamo de los bancos es importante para sustentar la recuperación; por otro, se necesitan más capital y liquidez para crear un sistema financiero más seguro. Es muy difícil avanzar en ambos frentes a la vez, a menos que los sectores públicos estén preparados para inyectar más capital en bancos débiles pero viables o para subsidiar nuevos préstamos. Ejemplos de esto último son el programa de apoyo a los préstamos de Japón y el programa de financiamiento para préstamos del Reino Unido (“Funding for Lending Scheme”, o FLS). Aunque todavía es temprano, el FLS hasta ahora ha tenido un impacto limitado, y ha promovido los préstamos hipotecarios más que los préstamos a la pequeña y mediana empresa. En la zona del euro, las prácticas prudentes han contribuido a la fragmentación financiera, y los supervisores en las economías del núcleo están desalentando la concesión de préstamos a las economías de la periferia por el temor de que las pérdidas de los bancos puedan golpear las arcas fiscales nacionales. Estos incentivos son difíciles de abordar, excepto con la creación de una unión bancaria integral.

La preocupación de que una política monetaria laxa pueda provocar un nivel alto de inflación parece exagerada en la actual coyuntura. El capítulo 3 destaca que las curvas de Phillips se han aplanado y que las expectativas de inflación se han anclado mejor en los últimos 20 años. Pero aun así, los bancos centrales deberían contar con estrategias claras para garantizar que las expectativas inflacionarias a largo plazo se mantengan firmemente ancladas. Esto puede convertirse en un desafío si las economías se recuperan vigorosamente mientras que los balances de los bancos centrales siguen siendo muy abultados. En ese caso los bancos centrales deberían aprovechar toda la libertad jurídica y operativa que tengan a su disposición para reabsorber esta liquidez, incluida la capacidad para emitir sus propios títulos.

Las autoridades también deberían tener en cuenta las complicaciones y los riesgos relacionados con las políticas monetarias excepcionalmente laxas. Un mayor avance del ajuste fiscal a mediano y largo plazo, que incluya la reforma de las prestaciones sociales, haría menos necesaria una consolidación fiscal a corto plazo; y un mayor avance en el saneamiento de los balances débiles promovería la transmisión de las tasas de interés bajas a la economía real. El progreso en ambos frentes sería muy importante para atenuar los efectos de contagio y los riesgos derivados de las políticas monetarias no convencionales.

Las políticas financieras pueden ayudar a mejorar la transmisión de la política monetaria

Las políticas financieras tienen que abordar una serie de desafíos, que se examinan en el informe GFSR de abril de 2013, incluida la manera de facilitar el efecto de transmisión de la política monetaria a la economía real. En tal sentido, son especialmente urgentes las medidas para fortalecer los bancos en la zona del euro. En comparación con los bancos de Estados Unidos, los de la zona del euro han avanzado menos en el saneamiento de sus balances, la reducción de los costos administrativos y el restablecimiento de la rentabilidad y el capital. Además, siguen dependiendo demasiado del financiamiento mayorista. Se necesita lo siguiente:

- Recapitalización, reestructuración y cierre de bancos débiles, no solo en la periferia sino también en las economías del núcleo.
- Una unión monetaria más sólida, como se explica en el capítulo 2.
- Margen para recapitalización directa de los bancos a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad.
- Apoyo al desarrollo de nuevos instrumentos de crédito para empresas no financieras (como préstamos garantizados para la pequeña y mediana empresa).

Por otro lado, es probable que la debilidad de los balances deprima la actividad en las economías de la periferia. Los hogares y las empresas no financieras seguramente necesitarán algo de ayuda para reestructurar sus deudas bancarias. En comparación con las políticas de reestructuración focalizadas, los procesos tradicionales de quiebra tienen muchas desventajas en una situación de desaceleración profunda. Las autoridades deben considerar alternativas viables frente al incumplimiento de pagos y el cierre, evitando al mismo tiempo que empresas “zombi” distorsionen la competencia. Las alternativas podrían ser, por ejemplo, incentivos para canjes de deuda por capital o

intervenciones focalizadas en brindar apoyo al capital de trabajo. Las autoridades europeas también tienen que seguir tomando la iniciativa y concentrarse en evitar la acumulación de cargas de deuda soberana que desalienten la actividad hasta el punto en que el ajuste resulte en vano (recuadro 1.2).

Se necesitan políticas estructurales para reducir el desempleo y restablecer la competitividad

En el informe WEO de octubre de 2012 se analizan los desafíos y las políticas estructurales en detalle, y los avances en los diversos frentes son cruciales para lograr un crecimiento mundial más vigoroso. El restablecimiento de la competitividad es especialmente complicado para las economías de la periferia de la zona del euro. Los fuertes desequilibrios externos en estos países tuvieron su origen en un fuerte crecimiento de las importaciones, cambios en el financiamiento externo (deuda en lugar de transferencias) y el deterioro de los saldos de ingresos (recuadro 1.3). Sus cuotas de participación en los mercados de exportación, en cambio, resistieron relativamente bien. El reto para estos países consiste en encontrar una ruta hacia la recuperación dentro de las nuevas condiciones más restrictivas de financiamiento externo, y para esto se necesitarán políticas que faciliten el aumento de la productividad y la fijación de salarios que promuevan la creación de empleo para lograr aumentos sostenidos de las cuotas de participación en los mercados de exportación.

La mejor forma de abordar el alto nivel de desempleo es con políticas macroeconómicas y estructurales que fomenten el crecimiento. Sin embargo, la magnitud y duración del problema exigen de manera creciente fuertes medidas complementarias estructurales y en el mercado laboral. Las medidas activas en el mercado laboral pueden ayudar a evitar una mayor desvinculación con ese mercado, particularmente de los jóvenes y las personas que han estado desempleadas por mucho tiempo. Los países nórdicos cuentan con esos programas. Recientemente algunos países han implementado garantías de empleo para los jóvenes.

En las últimas décadas el comercio ha ayudado mucho a situar el crecimiento en una trayectoria más alta. Por lo tanto, resulta decepcionante la falta de afianzamiento de la Ronda de Doha para el Desarrollo, pero es alentador que se esté debatiendo un creciente número de acuerdos bilaterales de comercio, incluido uno reciente entre Estados Unidos y la Unión Europea. Estos debates prometen imprimir un nuevo ímpetu a

las negociaciones sobre comercio y liberalización del comercio mundial.

Necesidades en las economías de mercados emergentes y en desarrollo

Con la mejora de las perspectivas mundiales, el principal desafío de la política macroeconómica en las economías de mercados emergentes y en desarrollo es recalibrar las condiciones de las políticas para evitar un estímulo excesivo y reponer el margen de maniobra de la política macroeconómica. La orientación de la política macroeconómica en muchas de estas economías aún es muy acomodaticia, y apoya la demanda interna frente a la débil demanda externa de las economías avanzadas. Además, las políticas tienen que abordar los riesgos derivados del crecimiento rápido y sostenido del crédito ocurrido recientemente y los elevados precios de los activos (gráfico 1.16, paneles 2 y 3). El informe GFSR de abril de 2013 también advierte sobre los riesgos del mayor apalancamiento de las empresas y la creciente dependencia de la deuda en moneda extranjera.

La velocidad y la combinación apropiadas con que se recalibrán las políticas varían considerablemente; las recomendaciones detalladas de las políticas figuran en el capítulo 2. En general, las economías de mercados emergentes están en condiciones de recomponer gradualmente los márgenes de maniobra para la aplicación de políticas. Las preocupaciones de sobrecalentamiento se disiparon en gran medida con la desaceleración del crecimiento en 2011–12 (gráfico 1.8, paneles 3 y 4). El nivel general de inflación y la inflación básica están disminuyendo en general, en tanto que las estimaciones del personal técnico del FMI indican que aún hay cierta capacidad ociosa (gráfico 1.16, panel 1). El crecimiento del crédito real se ha moderado en muchas economías (gráfico 1.6, paneles 2 y 3) como consecuencia de las normas más estrictas de concesión de crédito de los bancos (gráfico 1.6, panel 4).

Las autoridades deben considerar detenidamente los riesgos de que las políticas estén rezagadas y que se tornen procíclicas, lo cual amplificaría el ciclo en lugar de modularlo. La preocupación se debe a que una porción excesiva de la reciente desaceleración es atribuible a factores cíclicos y no estructurales. Según las estimaciones del informe WEO, la reciente revisión a la baja de las perspectivas a mediano plazo en las economías de mercados emergentes y en desarrollo no obedece a una reevaluación de las perspectivas a mediano plazo de

China solamente (gráfico 1.16, panel 4). Esta cuestión es más amplia y más evidente en economías en las que factores relacionados con la demanda, como cuellos de botella en la infraestructura o en los mercados laborales, y factores de política interna, como incertidumbre y obstáculos regulatorios, han contribuido al reciente estancamiento de la inversión; los ejemplos incluyen Brasil, India y Rusia. La desaceleración en la acumulación de capital probablemente reducirá el producto potencial a mediano plazo.

Otro desafío común es gestionar los riesgos de la rápida expansión del crédito. En muchas economías de mercados emergentes, el crecimiento del crédito se ha desacelerado notablemente en el último año o está expandiéndose dentro de los límites normales. Los auges crediticios propiamente dichos en la actualidad son una preocupación solo para unas pocas economías. Es posible que esas economías necesiten políticas y marcos prudenciales más estrictos para preservar la salud del sector bancario, y para lograr un aterrizaje suave quizá también sea útil contraer algo la política macroeconómica para moderar las repercusiones de la actividad en el crédito. En las otras economías, el endurecimiento de la política debe depender primordialmente de la presión inflacionaria y la capacidad ociosa. No obstante, la regulación y la supervisión deben servir para garantizar que los bancos aborden los problemas potenciales de calidad de los préstamos heredados y rentabilidad derivados de un reciente período de rápida expansión del crédito.

Con la mejora de las condiciones económicas mundiales es probable que resurjan las entradas de capital en las economías de mercados emergentes, lo cual puede exigir ajustes en la combinación de las políticas. Concretamente, una política monetaria más restrictiva quizá no sea la manera más eficaz de impedir el sobrecalentamiento, ya que podría reforzar las entradas de capital y estimular el crédito. Las economías con superávits en cuenta corriente deben pensar en permitir la apreciación nominal, lo cual debería crear margen para un ajuste monetario gradual. En las economías con déficits en cuenta corriente, la apreciación del tipo de cambio no será útil, y las autoridades quizá deberían plantearse la posibilidad de endurecer las medidas macroprudenciales y a la vez aplicar una política monetaria más restrictiva. También deberían considerar hacer más hincapié en ajustar la política fiscal, lo cual puede ayudar a mantener el producto cerca de su nivel potencial, evitando una perjudicial apreciación del tipo de cambio.

La posición fiscal relativamente sólida de la mayoría de las economías de mercados emergentes les ha

permitido a estas adoptar una orientación neutra en respuesta a la desaceleración del crecimiento, pero cuando las circunstancias lo permitan deben volver a reponer el margen de maniobra para la aplicación de políticas. Los elevados coeficientes de endeudamiento público exigen una consolidación fiscal más inmediata en algunas economías. Si bien los coeficientes de endeudamiento público en la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo son más bajos que en las economías avanzadas, existe el riesgo de que la dinámica de la deuda deje de ser tan benigna. Como el potencial de crecimiento a mediano plazo está expuesto a riesgos a la baja y los rendimientos de los bonos están expuestos a riesgos al alza, los diferenciales entre intereses y crecimiento podrían tornarse menos favorables. En ese caso los coeficientes de endeudamiento empezarían a aumentar rápidamente junto con los déficits fiscales primarios. Por lo tanto, la necesidad de consolidación fiscal quizá sea más urgente en economías en las que los coeficientes de endeudamiento ya son altos o la dinámica de la deuda es menos favorable (Egipto, Hungría, Jordania), los déficits fiscales son cuantiosos (India, Pakistán) o ya existen obstáculos estructurales al crecimiento (Egipto, India, Jordania, Pakistán).

Durante la recuperación mundial de 2011–12, muchos *países de bajo ingreso* lograron mantener sus resultados de crecimiento decididamente mejores obtenidos en los últimos 20 años. Como se señala en el capítulo 4, las políticas estructurales que buscan fomentar un entorno empresarial y regímenes de inversión más favorables han contribuido mucho al éxito de estos países. Además, una mayor inversión extranjera directa y mejores posiciones fiscales ayudaron a lograr un crecimiento dinámico sin una presión excesiva de la demanda. En este contexto, las autoridades deberían reponer las reservas fiscales y externas, si estas se encuentran en niveles bajos. En muchas economías, los precios altos y volátiles de las materias primas han dado lugar a tensiones presupuestarias, y se necesita urgentemente una reforma fiscal que permita focalizar mejor los correspondientes sistemas de subsidios⁶. En las economías cuyos sectores de materias primas están creciendo con rapidez, será crucial adoptar marcos de política que protejan a la economía de los efectos de la volatilidad de precios de esas materias, utilizando los ingresos derivados de las materias primas para atender urgentes necesidades sociales y de infraestructura pública.

⁶Véase el apéndice 1 del informe *Monitor Fiscal* de abril de 2013.

Sección especial: Análisis de los mercados de materias primas

Panorama general

El índice global de precios de las materias primas del FMI disminuyó 9% desde los máximos de abril de 2011 debido al debilitamiento general de la demanda y a la incertidumbre que rodea a las perspectivas económicas mundiales; esa caída había sido pronosticada en *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), de octubre de 2012 (gráfico 1.SE.1, panel 1). No obstante, los precios se mantienen elevados en comparación con los niveles históricos (gráfico 1.SE.1, panel 2).

Los precios de las materias primas tocaron fondo en junio de 2012 y desde entonces han aumentado 12% gracias a las limitaciones de la oferta y a cierto fortalecimiento de la demanda. Los shocks de la oferta relacionados con las condiciones meteorológicas contribuyeron a aumentar los precios de los cereales en 10%, aunque han retrocedido ligeramente. Los precios de la energía subieron 15% debido a la baja de la producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y a una mayor demanda de los mercados emergentes y de Estados Unidos. Los precios de los metales avanzaron 10% ante las expectativas de aumento de la demanda de los mercados emergentes, pero las existencias siguen siendo altas y la mayor parte de los mercados registran un superávit.

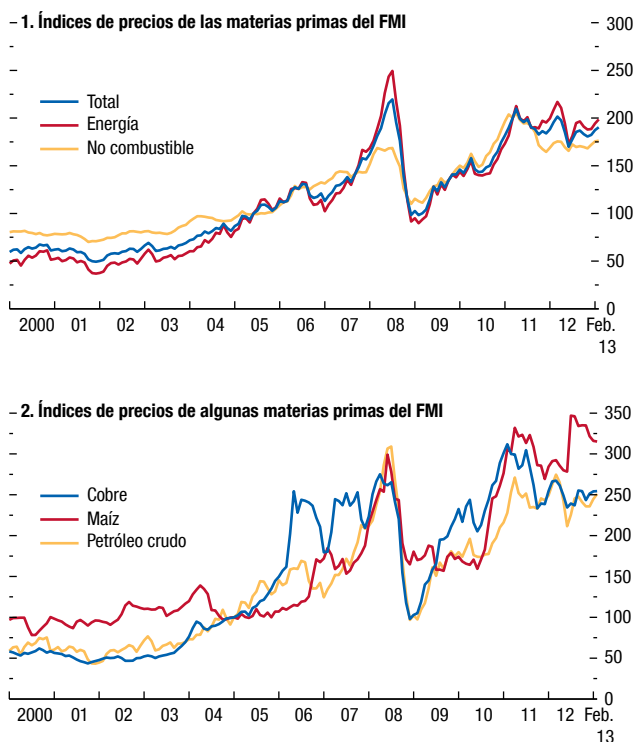
La reciente suavización de la volatilidad de precios de las materias primas refleja una mejora de las condiciones financieras mundiales, gracias a las medidas de política que alejaron los riesgos de una crisis aguda (gráfico 1.SE.2). Estas mejoras también influyeron en indicadores prospectivos como los índices de gerentes de compra y precios de las acciones (junto con los precios de otros activos riesgosos), que aumentaron a nivel mundial (gráfico 1.SE.3).

Las perspectivas a corto plazo para los precios de las materias primas, reflejados en los precios de los futuros, muestran caídas generales en todos los principales grupos de materias primas, incluido el petróleo. Se proyecta que, globalmente, los precios retrocederán 2% en 2013 (en términos interanuales), y que la oferta mejorará en todos los principales sectores de materias primas.

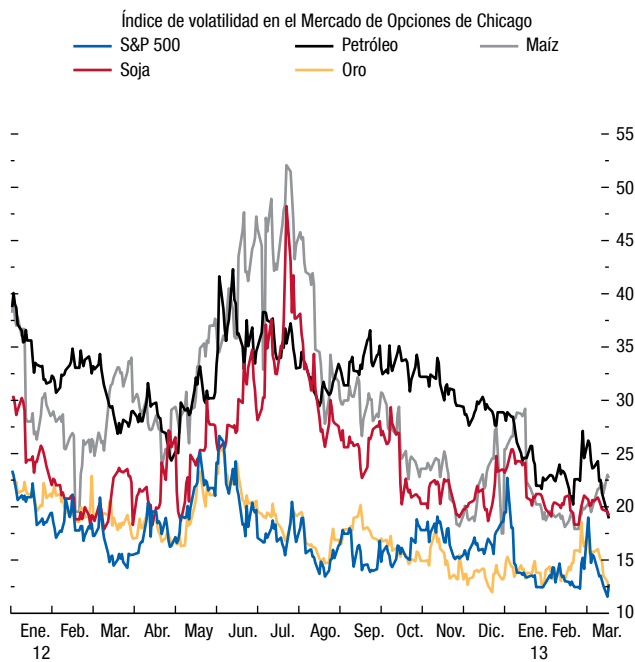
Los autores de esta sección son Samya Beidas-Strom, Marina Rousset y Shane Streifel, con la asistencia de Daniel Rivera Greenwood en la investigación y contribuciones de Olivier Coibion y Akito Matsumoto.

Gráfico 1.SE.1. Índices de precios de las materias primas del FMI

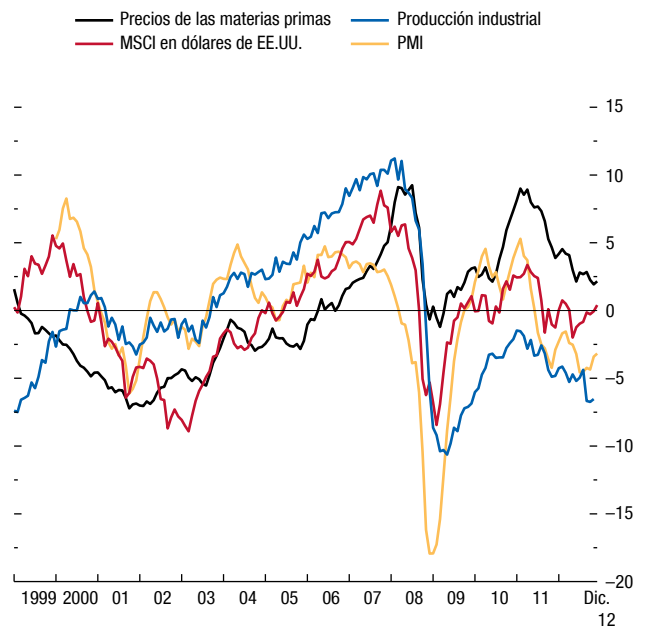
(2005 = 100)



Fuente: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios.

Gráfico 1.SE.2. Índices de volatilidad de los mercados de acciones y materias primas

Fuente: Bloomberg, L.P.

Gráfico 1.SE.3. Precios de las materias primas y actividad económica: Primeros componentes principales
(Datos con tendencia suprimida)

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

Nota: MSCI = índices de precios de las acciones de MSCI; PMI = índice de gerentes de compras.

Los precios de la energía disminuirían casi 3% gracias a la recuperación de la oferta de petróleo, que se vio interrumpida el año pasado, y a un fuerte aumento de la oferta fuera de la OPEP, particularmente en América del Norte, lo cual continuará reduciendo la importación de petróleo crudo en Estados Unidos. Asimismo, se proyecta que los precios de los alimentos bajarán más de 2% —suponiendo que las condiciones meteorológicas serán normales y que las cosechas mejorarán— y que los precios de las bebidas disminuirán alrededor de 12% como consecuencia de la abundancia de la oferta. Únicamente los precios de los metales seguirán una trayectoria ascendente, de más de 3%, motivada por la recuperación económica mundial y el aumento de la demanda, especialmente de China.

Sin embargo, existe una serie de riesgos para las perspectivas de descenso de precios de las materias primas, más allá del debilitamiento o del afianzamiento del crecimiento de la economía mundial y, fundamentalmente, de los mercados emergentes. Los riesgos al alza para los precios parecen más pronunciados que los riesgos a la baja. Del lado de la oferta, el resurgimiento de los pro-

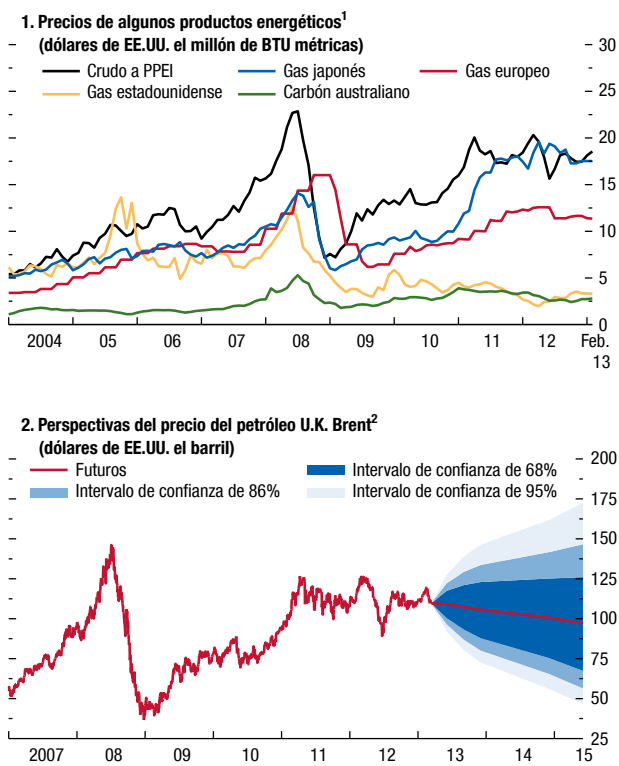
blemas que afectaron a los mercados de los metales y de la energía durante la década pasada (accidentes, demoras en los proyectos, escasez de equipo y mano de obra calificada) podrían traducirse nuevamente en déficits de oferta y precios más altos. Otro riesgo es un aumento mucho más fuerte de la demanda china, tanto para consumo interno como para reposición de existencias. Otros motivos de inquietud son las tensiones geopolíticas en las regiones productoras de petróleo de Oriente Medio y África y nuevas interrupciones de la oferta o un profundo shock de la oferta fuera de la OPEP. En el caso de las materias primas agrícolas, las condiciones meteorológicas son la variable determinante, y la persistencia de condiciones de cultivo desfavorables podría traducirse en precios más elevados para los granos, especialmente el maíz, cuyo nivel de existencias se encuentra en un mínimo histórico. Los riesgos a la baja para los precios se centran en el resurgimiento de la oferta de energía y metales, incluidos un crecimiento inesperadamente fuerte de la producción de gas de esquisto y petróleo de arenas compactas en Estados Unidos y los actuales excedentes de oferta de los metales.

Evolución y perspectivas del mercado de la energía

Aunque los precios de la energía subieron solamente 1% en 2012, se encuentran 15% por encima del nivel de junio de 2012, liderados por el petróleo (19%) y el gas natural estadounidense (35%); esto último responde al aumento de la demanda de generación de electricidad (que desplazó al carbón) y a la depresión de la actividad de perforación para obtener gas natural debido al bajo nivel de los precios (gráfico 1.SE.4, panel 1). Continúan observándose divergencias en los precios regionales del gas natural; la segmentación del mercado depende de que los precios estén íntimamente vinculados a los contratos a largo plazo valorados en función del precio del petróleo (lo que ocurre en Japón, pero no en Estados Unidos) o de que ese vínculo se haya atenuado (como en Europa). Los precios del gas natural licuado (GNL) en Japón bajaron a medida que se moderó la demanda tras la escalada que acompañó a la interrupción de energía nuclear causada por el desastre de Fukushima, pero los precios se mantienen elevados. Los precios del gas natural europeo también retrocedieron debido al debilitamiento de la demanda y a la creciente penetración de fuentes de oferta de gas a precios de entrega inmediata.

De acuerdo con los pronósticos, los precios de la energía bajarán a lo largo de 2013, como lo reflejan los precios de los futuros, liderados por el petróleo crudo (gráfico 1.SE.4, panel 2). La caída de los precios del petróleo crudo es producto del aumento esperado de la producción fuera de la OPEP y de la decreciente demanda de los países industriales gracias a la mejora de la eficiencia de los vehículos y a los efectos del alza de los precios. Sin embargo, se prevé que el índice de precios del gas natural será ligeramente superior, principalmente como resultado de un aumento de 34% de los precios del gas estadounidense que ayudará a sustentar un sólido desarrollo del gas de esquisto. Los precios del GNL en Japón continuarían la trayectoria descendente debido a la contracción de la demanda a medida que retome los niveles previos la generación de energía nuclear y que se abarate el petróleo. Los precios del carbón disminuirían debido a la creciente oferta y a la moderación de la demanda, en parte como consecuencia de las restricciones medioambientales. No obstante, los riesgos para los precios de la energía se inclinan al alza.

Gráfico 1.SE.4. Perspectivas de los precios del petróleo y de los precios de la energía



Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹PPEI = precio promedio del petróleo de entrega inmediata; BTU = unidad térmica británica.
²Derivadas de los precios de las opciones de futuros al 12 de marzo de 2013.

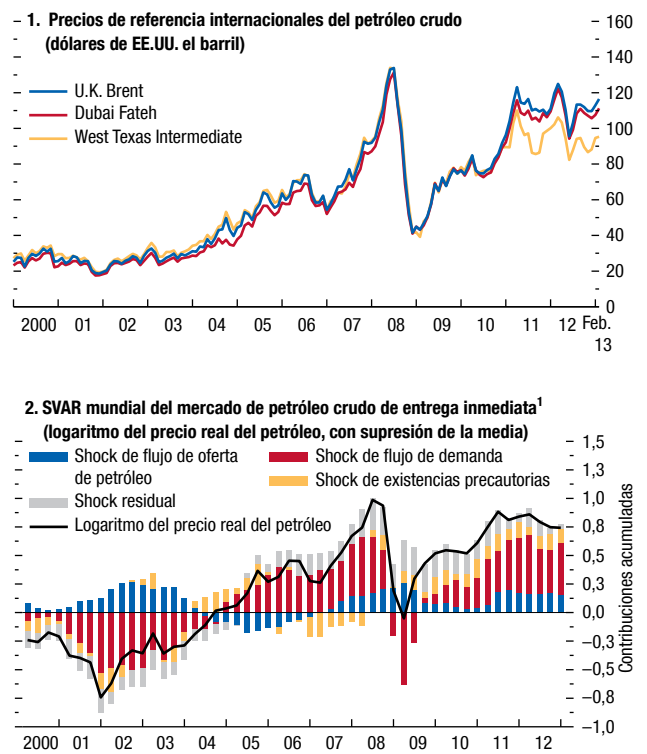
Petróleo

Precios del crudo de entrega inmediata: Los precios del petróleo crudo se han mantenido relativamente estables, aunque elevados, desde comienzos de 2011; el precio de venta promedio rozó US\$105 el barril en los dos últimos años (gráfico 1.SE.5, panel 1). Los precios han estado respaldados por las interrupciones debidas a sucesos geopolíticos en varios países de Oriente Medio y África, el embargo petrolero dictado por la Unión Europea y las sanciones estadounidenses en contra de Irán, así como otras interrupciones inesperadas, como las ocurridas en el Mar del Norte. El precio de la variedad West Texas Intermediate (WTI) cayó sustancialmente por debajo del de la variedad U.K. Brent debido a una acumulación de existencias de petróleo crudo en Estados Unidos, resultado principalmente de la nueva producción de petróleo de arenas compactas en Dakota del Norte y Texas, pero también de la creciente importación de petróleo canadiense. Las limitaciones de los oleoductos restringen el movimiento de estas existencias hacia refinerías localizadas en la Costa del Golfo y otros lugares, y los productores están despachando petróleo crudo por ferrocarril y barca, un método económico gracias al fuerte descuento de los precios. Se encuentran en marcha proyectos para nuevos oleoductos y el desmantelamiento de otros, lo cual en algún momento acercará los precios de las variedades Brent y WTI.

Factores que impulsan los precios: El debilitamiento de la demanda agregada (representada por la variación logarítmica de la producción industrial mundial) y la disminución de otros componentes de la demanda (es decir, existencias), sumados a una respuesta positiva de la oferta de petróleo, explican la presión a la baja a la que se encontró sometido el precio del petróleo crudo de entrega inmediata durante el segundo y el tercer trimestre de 2012 (gráfico 1.SE.5, panel 2). Sin embargo, el precio de entrega inmediata comenzó a repuntar durante el cuarto trimestre, cuando se redujo la oferta de la OPEP y se agudizaron las tensiones geopolíticas, lo cual estimuló la demanda (existencias) de carácter precautorio. Un análisis reciente realizado por el personal técnico del FMI lleva a pensar que los shocks tanto de la oferta como de la demanda (de flujo y precautoria) han sido importantes factores determinantes del precio del petróleo de entrega inmediata (Beidas-Strom y Pescatori, de próxima publicación).

Demanda: La demanda mundial de petróleo aumentó 1%, o 0,9 millones de barriles al día (mbd), en 2012, disminuyó 0,6 mbd en los países de la

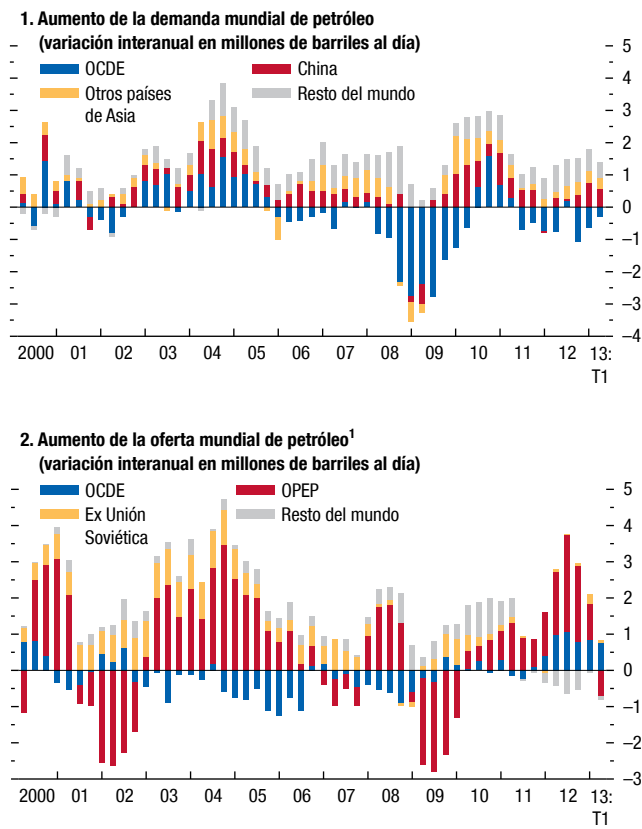
Gráfico 1.SE.5. Precios del petróleo crudo y modelo SVAR¹



Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y Beidas-Strom y Pescatori (de próxima publicación).

¹SVAR = autorregresión vectorial estructural.

Gráfico 1.SE.6. Evolución del mercado petrolero



Fuentes: Agencia Internacional de Energía y estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. Los datos del primer trimestre de 2013 son estimaciones del personal.
¹OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y aumentó 1,5 mbd en los países no miembros de la OCDE (gráfico 1.SE.6, panel 1). La demanda de petróleo en la OCDE ha bajado 9% (o 4,5 mbd) desde 2005 como resultado del aumento de precios y la eficiencia, y de la recesión; se prevé que estos factores influirán en la evolución de los precios en 2013 y los años siguientes. Si bien la demanda de los mercados emergentes se ha moderado, dejando atrás el rápido crecimiento de los últimos años, aumentó 1,6 mbd durante el segundo semestre de 2012, con Brasil, China y países de Oriente Medio y Asia a la cabeza. Estas economías de mercados emergentes generarán, de acuerdo con las proyecciones, la totalidad del crecimiento de la demanda mundial en 2013, que apenas superará 0,8 mbd.

Oferta: La oferta mundial de petróleo creció 2,5 mbd, en 2012, muy por encima de la demanda, con lo cual más de 1 mbd se sumaron a las existencias (gráfico 1.SE.6, panel 2). El grueso del aumento se registró en la OPEP (1,9 mbd), y los aumentos más marcados fueron consecuencia del repunte de la producción de Libia, seguido de la creciente producción de Arabia Saudita e Iraq. Sin embargo, la oferta de la OPEP disminuyó durante el cuarto trimestre, principalmente como resultado de la caída registrada en Arabia Saudita, las interrupciones de la producción de Nigeria y el impacto que continúan teniendo las sanciones y los embargos en contra de Irán. Siguen preocupando a la OPEP la debilidad de la demanda y el aumento de la oferta, y la organización ha anunciado que desea mantener los precios del petróleo en torno a US\$100 el barril, un nivel que en términos amplios coincide con el punto muerto exigido, que es relativamente alto. Fuera de la OPEP, la oferta aumentó 0,6 mbd en 2012, más que nada a causa de los aumentos producidos en Estados Unidos y Canadá y, en menor medida, en China y Rusia, que se vieron holgadamente compensados por las pérdidas de producción ocurridas en otras regiones. Según las previsiones, la producción fuera de la OPEP aumentará 1 mbd en 2013, superando ligeramente el aumento de la demanda.

Factores amortiguadores: Como reflejo de la evolución de la oferta y la demanda durante el cuarto trimestre de 2012 y las estimaciones del primer trimestre de 2013, se produjo una reducción estacional de las existencias entre los países de la OCDE y un aumento de la capacidad excedentaria de la OPEP, que aun así está por debajo del promedio histórico (gráfico 1.SE.7).

Evolución y perspectivas del mercado de los alimentos

Precios: Los precios de los alimentos han dejado atrás los elevados niveles recientes gracias a la mejora de las perspectivas de la oferta, pero se mantiene la escasez en los mercados debido a los niveles históricamente bajos de existencias (gráfico 1.SE.8). Además, los precios continúan apuntalados por los altos precios de los insumos que se transmiten a través de distintos canales, como el combustible, los fertilizantes y el biocombustible⁷. Los precios de los cereales han bajado ligeramente de los niveles récord que alcanzaron en 2012 tras la caída significativa de la producción de maíz y trigo, causada por temperaturas extremas en Estados Unidos y sequía en Europa oriental y Asia central. Los precios de las semillas oleaginosas y los aceites comestibles sufrieron una caída más marcada debido a la mejora de las perspectivas de la oferta de soja sudamericana y aceite de palma proveniente de Asia oriental. Los precios del arroz se han mantenido relativamente estables durante los tres últimos años, ya que los mercados estuvieron bien abastecidos.

Perspectivas: Se proyecta que los precios de los alimentos se moderarán, pero probablemente se mantengan elevados durante el primer semestre de 2013 debido a la escasez de la oferta, sobre todo de maíz, soja y trigo (gráfico 1.SE.9, panel 1). La probabilidad de fluctuaciones extremas de los precios en el plazo de nueve meses ha aumentado en el caso del maíz y el trigo desde el informe WEO de octubre de 2012, lo cual indica que los riesgos al alza para los precios se han agudizado ligeramente (gráfico 1.SE.9, panel 2). A esos riesgos contribuyen el bajo nivel de existencias, las condiciones meteorológicas desfavorables, las posibles respuestas a la escasez en los mercados (por ejemplo, prohibiciones a la exportación) y el precio inesperadamente elevado del petróleo. Además, el aumento de la producción de biocombustibles podría desviar los cultivos hacia finalidades no alimentarias⁸.

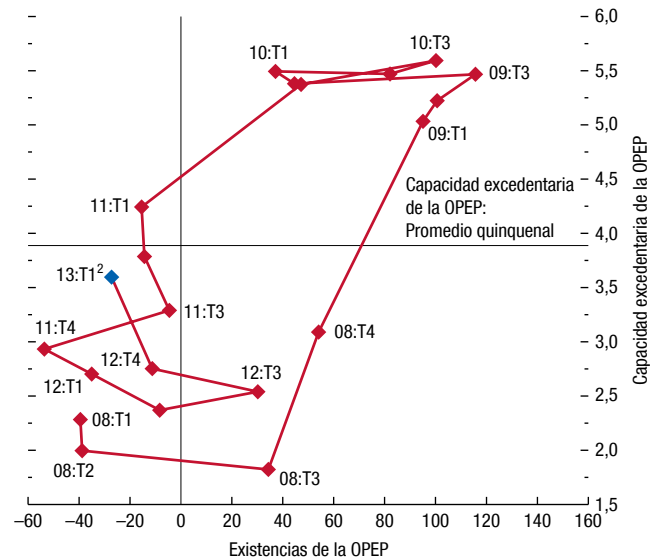
Entre tanto, los riesgos al alza para el precio de la soja se han atenuado, pero han surgido riesgos a la baja.

Balance de mercado: En un entorno de expectativas de que el crecimiento mundial experimentará un ligero repunte en 2013, el aumento de la demanda de

⁷El combustible para el transporte y la maquinaria agrícola representa una parte significativa de los costos de producción, en tanto que los fertilizantes también tienen un componente significativo de costo energético. La producción de biocombustibles promueve la demanda agregada de cultivos y se desvía hacia finalidades ajenas a la oferta de alimentos.

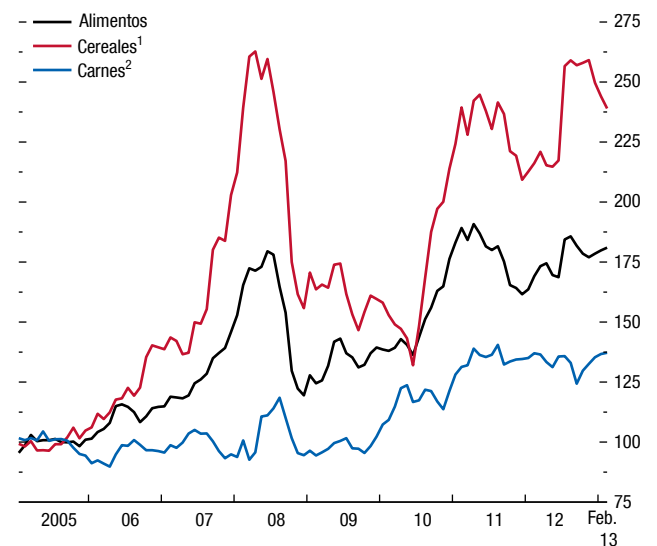
⁸El impacto del aumento de la producción de biocombustibles en los precios de los alimentos es complejo, ya que depende del avance tecnológico, las decisiones de política y otros factores.

Gráfico 1.SE.7. Amortiguadores del mercado petrolero¹
(Datos de enero de 2008 a enero de 2013)



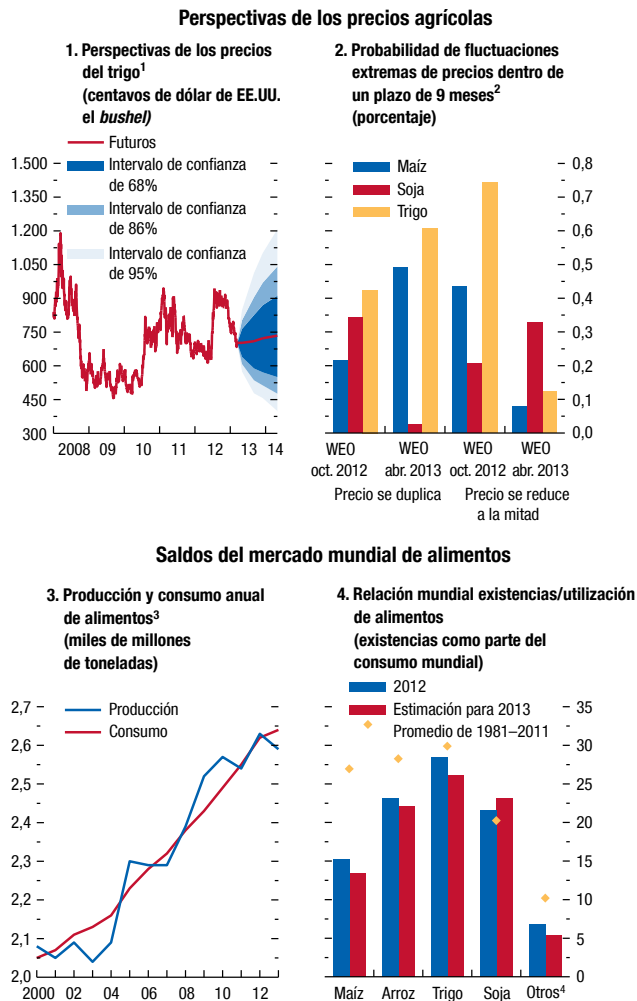
Fuentes: Agencia Internacional de Energía; Administración de Información Energética de Estados Unidos, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Existencias de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), desviaciones respecto del promedio quinquenal (millones de barriles) en el eje de la abscisa; capacidad excedentaria efectiva de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) (millones de barriles al día) en el eje de la ordenada (excluidos Iraq y Nigeria durante todo el período, Venezuela hasta febrero de 2012 inclusive, Libia desde noviembre de 2011 e Irán desde marzo de 2012).
²La capacidad excedentaria de marzo y las existencias de febrero y marzo son estimaciones.

Gráfico 1.SE.8. Índices de precios de los alimentos del FMI
(2005 = 100)



Fuente: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios.
¹Promedio ponderado de trigo, maíz, arroz y cebada.
²Promedio ponderado de carnes de res, cordero, cerdo y ave.

Gráfico 1.SE.9. Precios y existencias de alimentos



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Departamento de Agricultura de Estados Unidos, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Derivada de los precios de las opciones de futuros al 12 de marzo de 2013.
²Derivada de los precios de las opciones de futuros al 11 de septiembre de 2012 y al 12 de marzo de 2013.
³Suma de los principales cereales y oleaginosas: cebada, maíz, mijo, arroz, centeno, sorgo, trigo, semilla de palma, semilla de colza, soja y semilla de girasol.
⁴Otros = Otros granos y oleaginosas: cebada, mijo, semilla de palma, semilla de colza, centeno, sorgo y semilla de girasol.

alimentos seguirá siendo sólido (gráfico 1.SE.9, panel 3). Las economías de mercados emergentes —especialmente China— son la principal fuente de aumento de la demanda de importantes cultivos. Aunque las condiciones de la oferta han mejorado tras los trastornos sufridos en 2012, no se prevé una reposición total de las existencias. Globalmente, las relaciones existencias/utilización de alimentos se mantienen bajas a nivel mundial y, según las estimaciones, en 2013 se ubicarán por debajo de los niveles tanto históricos como de 2012, en el caso de la mayoría de los principales granos y semillas oleaginosas (gráfico 1.SE.9, panel 4).

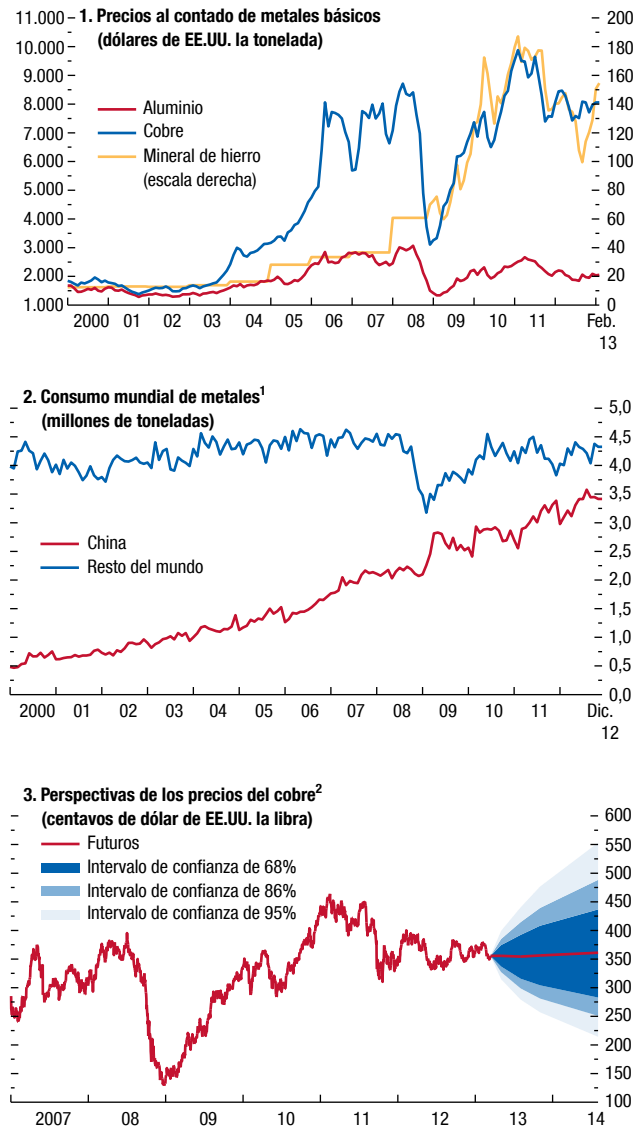
Cultivos importantes: El maíz es particularmente vulnerable a los shocks de oferta porque tiene la relación existencias/utilización más baja de los principales cultivos alimentarios. Las condiciones de cultivo parecen ser favorables en Brasil y, por ende, se proyecta un aumento del rendimiento de la soja. Sin embargo, pese a la mejora de este año, las regiones productoras de Argentina podrían rendir menos de lo que espera el mercado, dado que las intensas lluvias obligaron a postergar la siembra y la sequedad amenaza la cosecha de maíz y soja.

Mientras no haya más certeza en torno a las perspectivas de producción de Estados Unidos —el productor más grande de ambos cultivos—, es poco probable que los precios se moderen significativamente. La escasez de maíz y soja en el mercado se ve exacerbada por la producción de etanol y biodiésel. Aunque la producción y el consumo disminuyeron en 2012, se prevé que ambos repuntarán con fuerza para finales de año. Entre los principales granos, la producción de trigo es la que más estará por debajo del consumo este año, lo cual generará presiones sobre las existencias mundiales que de por sí están bajando. Por el contrario, el mercado del arroz parece estar debidamente abastecido, y la producción de 2013 alcanzaría niveles récord y estaría a la altura de la demanda mundial en términos amplios.

Evolución y perspectivas del mercado de los metales

Precios: En general, los precios de los metales han bajado desde comienzos de 2011 —tras la sólida reposición de las existencias en China y el marcado aumento de las existencias— debido al enfriamiento del consumo y la debilidad de la demanda de importaciones en China (gráfico 1.SE.10, paneles 1 y 2). Sin embargo, los precios repuntaron durante el cuarto trimestre de 2012 y a comienzos de 2013 gracias a las mejoras del sentimiento general en cuanto a la situación macroeconómica. En el caso de algunos metales (como

Gráfico 1.SE.10. Metales: Precios, demanda y perspectivas

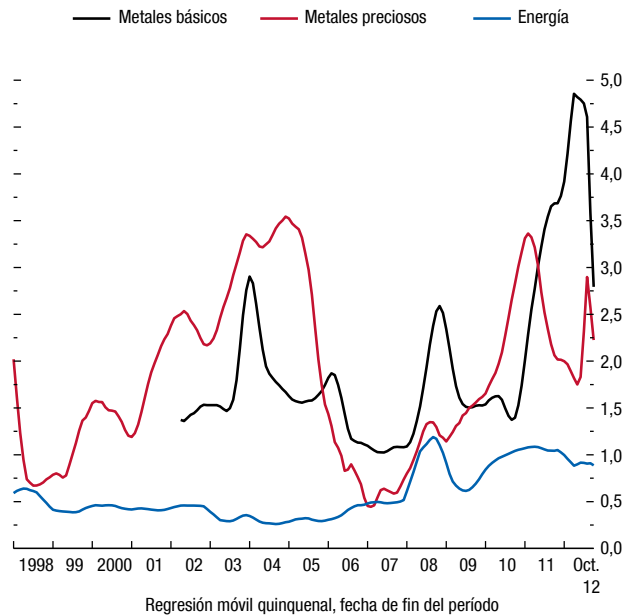


Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Aluminio, cobre, plomo, níquel, estaño y zinc.
²Derivadas de los precios de las opciones de futuros al 12 de marzo de 2013.

el cobre), los precios se mantuvieron elevados porque la oferta continúa desfalleciente; en el de otros (como el aluminio), en los últimos tiempos pasaron a la sección superior de la curva de costos de la industria, de modo que los riesgos a la baja para los precios son mucho menores. Los precios del aluminio se han mantenido relativamente bajos durante la última década gracias a las cuantiosas inversiones en altos hornos (en China y Oriente Medio). Sin embargo, persiste cierta escasez en el mercado actual: los mecanismos de financiamiento

Gráfico 1.SE.11. Contenido predictivo de los precios de los futuros sobre materias primas

(Desviación promedio respecto de la ausencia de sesgo de los precios de los futuros)



Fuentes: Bloomberg, L.P., y Chinn y Coibion (de próxima publicación).

contra resguardo de almacén han mantenido alejada del mercado una elevada proporción de las existencias.

Perspectivas: Las perspectivas de los precios de los metales están estrechamente vinculadas a la evolución del mercado chino, que consume más del 40% de todos los metales. El crecimiento de la demanda china se moderará, según las previsiones, a medida que la economía se oriente más hacia los servicios. Todavía hay planes para grandes proyectos de infraestructura, que se traducirán en riesgos al alza para los precios (gráfico 1.SE.10, panel 3). Sin embargo, el uso de los precios de los futuros sobre metales no está exento de salvedades importantes, ya que su poder predictivo parece haber disminuido (Chinn y Coibion, de próxima publicación). Por ejemplo, de 2009 a 2010, los precios del cobre subieron más de 100%, pero los futuros a 12 meses predecían un aumento de apenas 3% en ese período. Otras materias primas metalíferas, como el plomo, el níquel y el estaño, exhibieron patrones parecidos. Por el contrario, los precios de los futuros sobre petróleo y gas natural fueron predictores mucho más fiables de las variaciones efectivas de los precios en esos mercados durante el mismo período. El gráfico 1.SE.11 muestra el declive del poder predictivo de los precios de los futuros y el aumento de volatilidad en todos los mercados de materias primas.

Recuadro 1.1. La gran divergencia de las políticas

La actual recuperación mundial ha seguido una trayectoria inusitada en comparación con las tres recuperaciones mundiales anteriores¹. Concretamente, la recuperación tras la Gran Recesión presenta dos tipos de divergencias. El primero es la marcada divergencia de la actividad entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes, hecho que observamos por primera vez en la edición de abril de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) y que persiste desde entonces². El segundo es la gran divergencia de las políticas monetarias y fiscales, que se ha ido acentuando en los últimos dos años. Este recuadro presenta, en primer lugar, un resumen del primer tipo de divergencia, y posteriormente analiza en detalle el segundo tipo.

Marcada divergencia de la actividad

En términos generales, la recuperación mundial en curso ha seguido el patrón de recuperaciones pasadas (gráfico 1.1.1). No obstante, esta evolución mundial oculta una marcada divergencia entre las actuales trayectorias de recuperación en las economías avanzadas y las de mercados emergentes. Más concretamente, esta recuperación ha sido la más débil en las economías avanzadas y la más fuerte en los mercados emergentes. Las economías avanzadas fueron el motor de recuperaciones mundiales pasadas; sin embargo, los mercados emergentes son responsables del grueso de la actual recuperación. A la luz de los pronósticos actuales, es probable que en los próximos años persista esta marcada divergencia de la actividad entre las economías avanzadas y de mercados emergentes.

Gran divergencia de las políticas

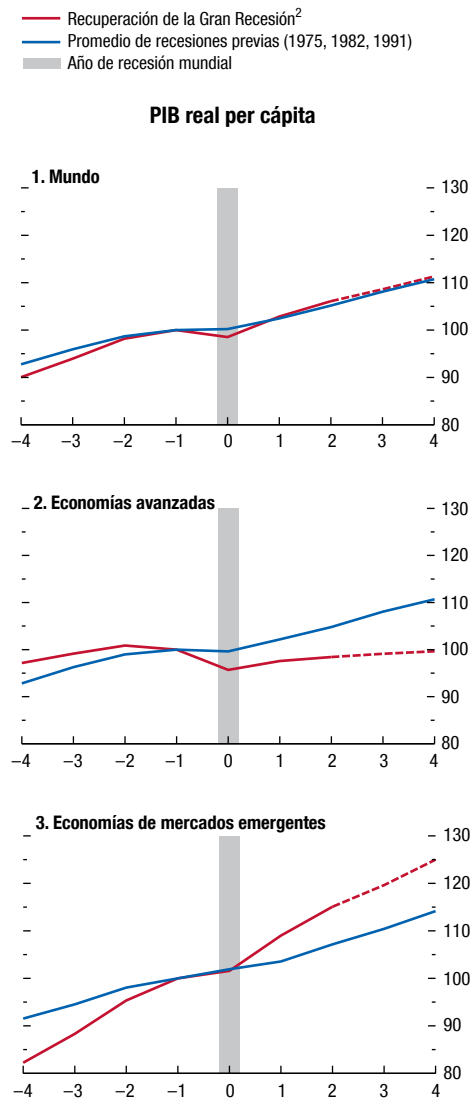
La segunda singularidad de la recuperación actual ha sido la pronunciada divergencia en las trayectorias de las

Los autores de este recuadro son M. Ayhan Kose, Prakash Loungani y Marco E. Terrones. Ezgi Ozturk, Bennet Voorhees y Tingyun Chen colaboraron en la investigación.

¹Este recuadro se centra en los episodios de recuperación tras las cuatro recesiones económicas mundiales en los últimos 50 años: 1975, 1982, 1991 y 2009. Una recesión mundial es un descenso del PIB real mundial per cápita acompañado de un amplio descenso en otros indicadores de actividad mundial, en concreto, producción industrial, comercio, flujos de capital, consumo de petróleo y empleo. Una recuperación mundial es un repunte de la actividad mundial en los tres o cuatro años que siguen a una recesión mundial. Se presenta un examen detallado de las recesiones y recuperaciones mundiales en Kose, Loungani y Terrones (2013).

²Véase el recuadro 1.2 del informe WEO de abril de 2012.

Gráfico 1.1.1. Recuperaciones divergentes¹
(Años en el eje de la abscisa; índices = 100 en el año previo a la recesión mundial)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

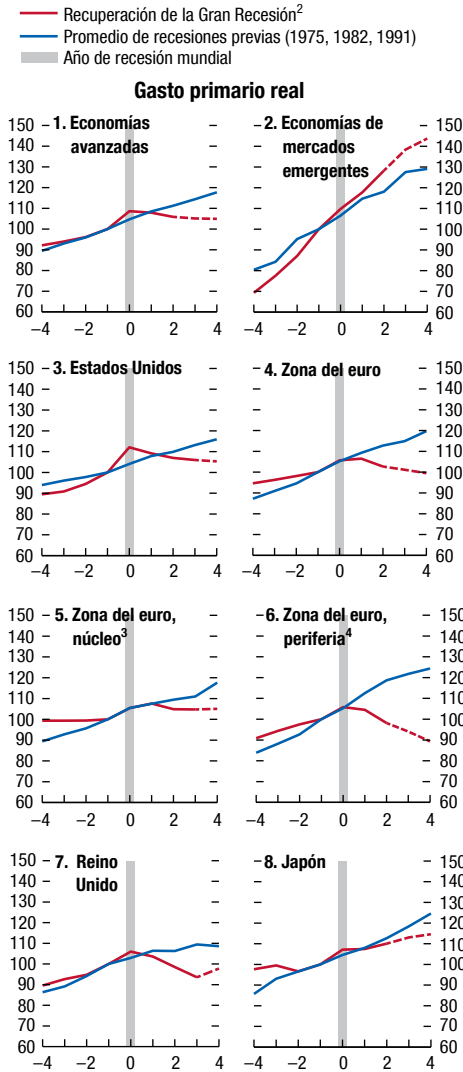
¹Los agregados están ponderados según la paridad del poder adquisitivo.

²Las líneas punteadas representan los pronósticos del informe WEO.

políticas fiscal y monetaria, especialmente en el caso de las economías avanzadas. En concreto, mientras que en episodios previos se alinearon las direcciones de las políticas fiscal y monetaria, en la recuperación actual estas han seguido direcciones opuestas. Dado que el interés se centra en las propiedades cíclicas de las políticas fiscal y monetaria, utilizamos indicadores específicos de las

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.2. Gasto público durante las recesiones y recuperaciones mundiales¹
 (Años desde la recesión mundial en el eje de la abscisa; índices = 100 en el año previo a la recesión mundial)



Fuentes: FMI, base de datos de *Public Finances in Modern History*; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹ Los agregados están ponderados según la paridad del poder adquisitivo.
² Las líneas puntuadas representan los pronósticos del informe WEO.
³ Alemania y Francia.
⁴ España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal.

políticas (es decir, gasto público primario real, tasa de interés a corto plazo y tasa de crecimiento de los activos de bancos centrales) que dan una buena idea de la orientación de la política cíclica (Kaminsky, Reinhart y Végh, 2005). Otros indicadores (como la relación déficit público/PIB o las tasas de interés real a corto plazo) a menudo introducen ruido.

En cuanto a la política fiscal, las trayectorias actuales y proyectadas del gasto público en las economías avanzadas son muy diferentes a las trayectorias seguidas en recuperaciones anteriores, en las que la política fue decididamente expansiva, con incrementos en el gasto público primario real. En algunas economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, el estímulo fiscal introducido al inicio de la crisis financiera ha sido mucho mayor que en recesiones anteriores. Sin embargo, el estímulo se retiró temprano en la posterior recuperación. Específicamente, el gasto disminuyó en los primeros dos años de esta recuperación mundial y se espera que continúe decreciendo ligeramente en los próximos años (gráfico 1.1.2).

Este patrón es también aplicable a otras grandes economías avanzadas. Entre ellas, la zona del euro y el Reino Unido muestran desviaciones marcadas respecto a sus trayectorias típicas de gasto público en el pasado³. En cambio, en las economías de mercados emergentes la recuperación actual ha venido acompañada de una política fiscal más expansiva que en episodios previos. Esto ha sido posible gracias a una situación fiscal más sólida que en el pasado.

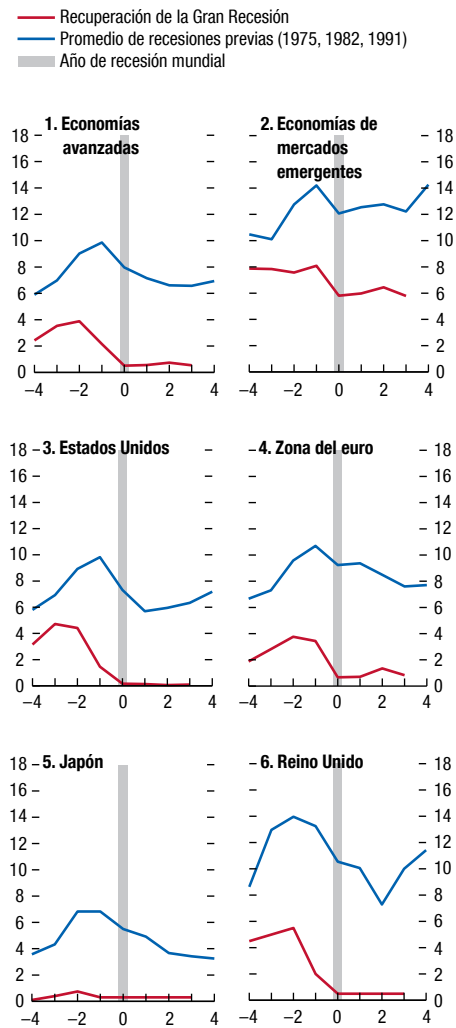
Las políticas monetarias en las economías avanzadas han sido excepcionalmente acomodaticias durante la recuperación más reciente en comparación con episodios pasados (gráfico 1.1.3). En particular, las tasas de política monetaria han alcanzado mínimos históricos y los balances de los bancos centrales de las principales economías avanzadas se han expandido drásticamente en comparación con episodios anteriores (gráfico 1.1.4). La política monetaria de las economías de mercados emergentes también ha respaldado la actividad económica en mayor grado que en el pasado.

³ Para simplificar presentamos la media de los tres episodios previos, si bien el patrón general que describe esta media es también válido para cada uno de los episodios (Kose, Loungani y Terrones, 2013). Los resultados relativos al gasto primario no varían mucho al excluir de la muestra de economías avanzadas a los países de la periferia de la zona del euro.

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.3. Tasas de interés a corto plazo durante las recesiones y recuperaciones mundiales¹

(Porcentaje; años desde la recesión mundial en el eje de la abscisa)

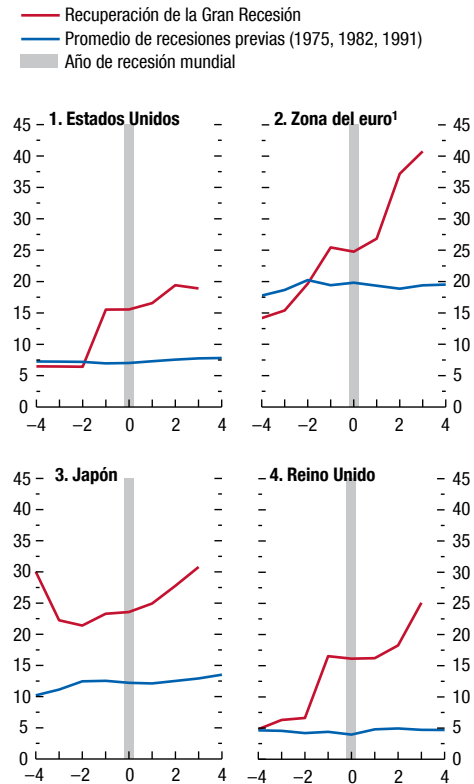


Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los agregados son ponderaciones de mercado en función del PIB en dólares de EE.UU.; se excluyen las observaciones de países con una inflación 50% superior al año previo. Se utiliza la tasa de política monetaria como serie principal. Se emplean las tasas de las letras del Tesoro a tres o cuatro meses como variable sustitutiva si la serie de datos es más larga.

Gráfico 1.1.4. Activos de bancos centrales en las principales economías avanzadas durante las recesiones y recuperaciones mundiales

(Porcentaje del PIB real en el año previo a la recesión mundial; años desde la recesión mundial en el eje de la abscisa)



Fuentes: Banco de Inglaterra; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los agregados son ponderaciones de mercado en función del PIB en dólares de EE.UU. No se dispone de datos antes de 1975.

Recuadro 1.1 (continuación)

¿Cómo se explica esta divergencia de las políticas?

La moderación del estímulo fiscal y del ritmo de consolidación en esta recesión y recuperación posiblemente se deban a las elevadas relaciones de deuda pública/ PIB y a los fuertes déficits. Las economías avanzadas entraron en la Gran Recesión con niveles de deuda muy superiores a recesiones pasadas (gráfico 1.1.5). Estos elevados niveles de deuda obedecen a una combinación de factores, como las políticas fiscales expansivas en el período previo a la recesión, medidas de apoyo al sector financiero y considerables pérdidas de ingresos ocasionadas por la severidad de la Gran Recesión. Los niveles de déficit en algunas economías avanzadas son actualmente abultados, en parte debido al desplome de los ingresos. Además, las crisis de deuda soberana en algunos países de la periferia de la zona del euro y los desafíos relativos al acceso a los mercados instan a estas economías a acelerar sus planes de consolidación fiscal⁴. Al mismo

⁴Las reformas estructurales en los países en crisis —por ejemplo, reformas de los mercados de trabajo, bienes y productos— son también muy importantes para recobrar la competitividad e incluso ascender en la cadena de valor.

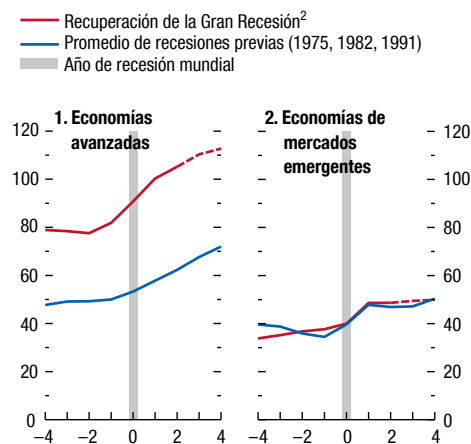
tiempo, se contaba con mayor margen de maniobra en materia de política monetaria, porque las tasas de interés al principio de la recesión eran mucho más bajas que en el pasado (gráfico 1.1.6).

Por sí solos, los hechos aquí expuestos no permiten determinar si la diferente combinación de políticas en esta recesión y recuperación fue o no adecuada⁵. Las respuestas de política pueden haber sido razonables dado el correspondiente margen de maniobra en materia de política fiscal y monetaria en las economías avanzadas. Pero también existen preocupaciones. Si bien la política monetaria ha sido eficaz, las autoridades económicas tuvieron que recurrir a medidas no convencionales. Pese a ellas, el límite cero de las tasas de interés y el grado de perturbación financiera durante la crisis han reducido el grado de influencia

⁵Existen numerosos estudios sobre los factores tras la anémica recuperación de las economías avanzadas. Algunos sostienen que las recuperaciones tras perturbaciones financieras tienden a ser más tenues y prolongadas; otros destacan la importancia de niveles relativamente más elevados de incertidumbre macroeconómica y en torno a las políticas (véanse detalles en Reinhart y Rogoff, 2009; Claessens, Kose y Terrones, 2012; Bloom, Kose y Terrones, 2013).

Gráfico 1.1.5. Relación deuda pública/PIB durante las recesiones y recuperaciones mundiales¹

(Porcentaje del PIB real en el año previo a la recesión mundial; años desde la recesión mundial en el eje de la abscisa)



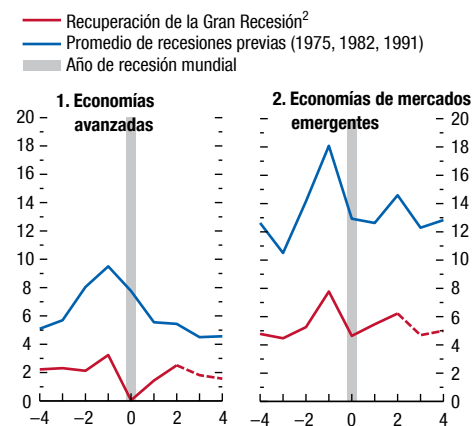
Fuentes: FMI, base de datos de *Public Finances in Modern History*; Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Los agregados son ponderaciones de mercado en función del PIB en dólares de EE.UU.

²Las líneas punteadas representan los pronósticos del informe WEO.

Gráficos 1.1.6. Inflación durante las recesiones y recuperaciones mundiales¹

(Porcentaje; años desde la recesión mundial en el eje de la abscisa)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Los agregados son ponderaciones de mercado en función del PIB en dólares de EE.UU. Se excluyen las observaciones de países con una inflación 50% superior al año previo.

²Las líneas punteadas representan los pronósticos del informe WEO.

Recuadro 1.1 (continuación)

de la política monetaria. Esto, sumado a la magnitud de la capacidad ociosa en estas economías, puede haber amplificado el impacto de las políticas fiscales contractivas⁶. Tras cuatro años de tímida recuperación,

⁶Un gran número de estudios analiza la eficacia de las políticas fiscal y monetaria en estas circunstancias. Véase más información sobre la eficacia de las políticas fiscales en Blanchard y Leigh (2013); Christiano, Eichenbaum y Rebelo (2011); y Auerbach y Gorodnichenko (2012). En cuanto a la eficacia de las políticas monetarias, véanse Eggertsson y Woodford (2003); Krishnamurthy

es posible que las autoridades económicas tengan que preocuparse del riesgo de sobrecargar la política monetaria, ya que se está exigiendo de ella más de lo que tradicionalmente se suele obtener.

y Vissing-Jorgensen (2011); Carvalho, Eusipe y Grisse (2012), y Swanson y Williams (2013), entre otros. Algunos estudios argumentan que las políticas monetarias acomodaticias deben ir unidas a políticas fiscales expansivas, especialmente en el caso de países con suficiente espacio fiscal (Corsetti, 2012; De Grauwe y Ji, 2013; Werning, 2012; Turner, 2013; McCulley y Pozsar, 2012).

Recuadro 1.2. Sobreendeudamiento público y desempeño del sector privado

En algunas economías avanzadas, el rápido crecimiento de la deuda pública aunado a un desempeño económico débil podría reflejar la influencia de los mecanismos de sobreendeudamiento. Los estudios al respecto presuponen que a mayores niveles de deuda, menores serán la actividad y la probabilidad de que se reintegre la deuda en su totalidad; pasado un determinado umbral, un incremento en la deuda nominal puede realmente reducir los pagos de la deuda totales esperados (a valor presente) (Myers, 1977; Krugman, 1988). A la inversa, en el tramo descendente de la llamada curva de Laffer sobre la deuda —es decir, cuando el valor de la deuda disminuye por debajo de su valor facial— la reestructuración de la deuda puede beneficiar tanto a deudores como a acreedores.

Los efectos de un alto nivel de deuda sobre la actividad económica

El sobreendeudamiento puede incidir en la actividad económica de diversas maneras. Cuantiosos pagos de la deuda pueden reducir la inversión pública, que, a su vez, puede contraer la inversión privada¹. Un elevado nivel de deuda puede limitar el alcance de las políticas fiscales anticíclicas, incrementando la volatilidad y restringiendo la actividad del sector privado. Además, puede reducir los incentivos del gobierno para promulgar una estabilización y reformas de política que fomenten el crecimiento, pues los beneficios resultantes se destinarán al servicio de la deuda externa. Conforme aumenta el riesgo de distorsión tributaria sobre las utilidades, la renta del capital y los activos, una deuda elevada generalmente desincentiva el ahorro y la inversión privados. Esto, a su vez, incide negativamente en el crecimiento y agrava el sobreendeudamiento.

Gran parte del trabajo empírico en materia de sobreendeudamiento busca identificar el “umbral de sobreendeudamiento” a partir del cual se torna negativa la correlación entre la deuda y el crecimiento. Los distintos estudios llegan a resultados similares en términos generales: por encima de un umbral de aproximadamente el 95% del PIB, un incremento en 10 puntos porcentuales en la relación deuda/PIB

El autor principal de este recuadro es Romain Ranciere. Bennet Voorhees y Tingyun Chen colaboraron en la investigación.

¹Clements, Bhattacharya y Nguyen (2003) concluyen que para países de bajo ingreso un aumento de un punto porcentual del PIB en el servicio de la deuda provoca una reducción de la inversión pública de alrededor 0,2 puntos porcentuales del PIB.

está asociado a una contracción en el crecimiento anual de aproximadamente entre 0,15 y 0,20 puntos porcentuales (Kumar y Woo, 2010; Caner, Grennes y Koehler-Geib, 2010; Cecchetti, Mohanty y Zampolli, 2011; Ursua y Wilson, 2012).

Pero los estudios empíricos presentan limitaciones en cuanto a los efectos económicos del sobreendeudamiento. Por ejemplo, los países con elevados niveles de deuda pueden acusar un crecimiento bajo por otros motivos que habitualmente no recogen los modelos econométricos. De hecho, algunos estudios no encuentran relación causal entre una deuda elevada y un menor crecimiento. En la edición de octubre de 2012 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR) se aduce que los países con una deuda superior al 100% del PIB tienen un crecimiento menor, pero al mismo tiempo se afirma que los países con coeficientes de deuda altos pero en descenso crecieron más rápidamente que los países con coeficientes de deuda más bajos pero en alza. Las estimaciones de los rangos a partir de los cuales la deuda se convierte en un problema incluyen a menudo amplios intervalos de confianza, típicamente de entre 10 y 15 puntos porcentuales, en torno al umbral estimado. Además, la mayoría de los estudios sobre las regresiones en varios países no modelizan directamente los canales a través de los que la deuda pública afecta al crecimiento de la economía.

Los efectos de una deuda elevada en Irlanda y Grecia

Este recuadro reconoce que un incremento en la deuda pública no afecta similarmente a todos los segmentos de la economía e utiliza datos microeconómicos para obtener información sobre el funcionamiento del mecanismo de sobreendeudamiento. En concreto, analiza los canales de transmisión de los riesgos por tensiones fiscales y soberanas aunados a elevados niveles de deuda en dos economías de la periferia de la zona del euro, Irlanda y Grecia². Ante un rápido incremento de la deuda pública, las empresas pueden esperar mayor tributación, menor gasto público y otros costos en el futuro, incluidos los relativos a una posible cesación de pagos de la deuda soberana. Al anticipar estos costos, disminuye el valor de mercado de estas empresas. A la inversa, la reestructuración de la deuda podría mejorar

²Los resultados se basan en Imbs y Ranciere (2012), que incluyen datos para un conjunto más amplio de países europeos.

Recuadro 1.2 (continuación)

el desempeño empresarial y aumentar las valoraciones de mercado. A diferencia de los estudios existentes, el presente análisis no pretende evaluar el impacto que tienen las variaciones de la deuda agregada sobre el crecimiento agregado, sino arrojar luz sobre los posibles efectos distributivos en los sectores de la economía.

Los rescates a gran escala del sector financiero por parte del gobierno y las reestructuraciones de la deuda soberana son un experimento cuasinnatural para estudiar este canal. El primer caso generalmente implica cuantiosas transferencias de los gobiernos a los bancos, incluidos sus acreedores externos, y el segundo conlleva lo contrario cuando las entidades bancarias mantienen posiciones elevadas de títulos públicos reestructurados en sus libros. El análisis se centra en el anuncio de dos sucesos de este tipo: el rescate del sector financiero irlandés el 29 de septiembre de 2008 y la reestructuración de la deuda griega el 21 de febrero de 2012. Ambos acontecimientos marcaron profundos cambios en la deuda soberana³. En ambos casos analizamos los rendimientos acumulados anormales de las acciones empresariales, según el modelo siguiente:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i RM_t + \sum_{\tau=t_1}^{t_1+2} \delta_{\tau} D_{\tau,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1.2.1)$$

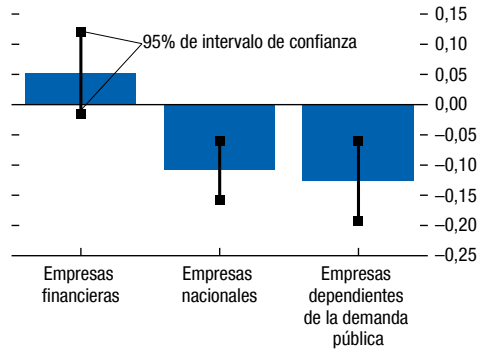
en el que α_i es la interceptada correspondiente a una empresa específica, $R_{i,t}$ denota el rendimiento de la acción de la empresa i en el momento t , RM_t es el rendimiento general del mercado de acciones en el momento t para Irlanda o Grecia, y $D_{\tau,t}$ es una variable indicadora de suceso-tiempo que adopta el valor 1 en el momento t_1 , cuando se anuncia el rescate o la reestructuración, y durante los dos días siguientes. Utilizamos concretamente los rendimientos acumulados anormales del período de tres días; es decir, la suma de las estimaciones de δ_{τ} ⁴. Obsérvese que este enfoque no considera rendimientos anormales por anticipación de los dos sucesos⁵.

³El costo fiscal asociado al rescate irlandés equivale al 41% del PIB, y la relación deuda/PIB aumentó de un 24% en 2007 al 65% en 2009 (Laeven y Valencia, 2012). La reestructuración de la deuda griega, finalizada en marzo de 2012, recortó alrededor de la mitad de la deuda pública griega frente a acreedores privados. El FMI prevé que la relación deuda/PIB en Grecia se reduzca del 174% en 2012 al 120% en 2013.

⁴El impacto diferencial del anuncio de rescate o reestructuración en los distintos subconjuntos de empresas lo captan los términos de interacción.

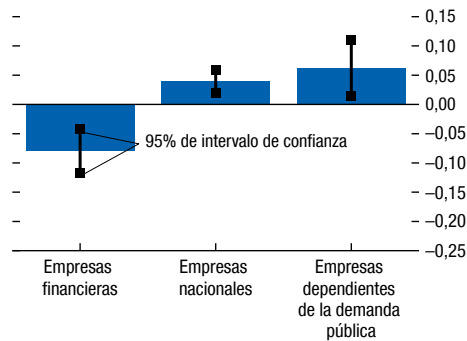
⁵Los resultados permanecen prácticamente invariables al añadir en la ecuación 1.2.1 el rendimiento de los mercados accionarios mundiales como segundo factor.

Gráfico 1.2.1. Rendimientos acumulados anormales de empresas irlandesas cotizadas durante el rescate bancario de 2009
(Porcentaje; 29 de septiembre al 1 de octubre de 2008)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 1.2.2. Rendimientos acumulados anormales de empresas griegas cotizadas durante la reestructuración de la deuda de 2012
(Porcentaje; 23 al 25 de febrero de 2012)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Consideramos tres subconjuntos de empresas para estudiar el efecto de los sucesos en los distintos segmentos de la economía: empresas financieras; empresas nacionales, definidas como empresas sin activos externos (Grecia) o con menos de un 20% de activos externos (Irlanda), y empresas que operan en sectores en los que la demanda pública representa al menos un 10% de las ventas⁶.

⁶En reflejo de su elevado grado de apertura financiera, los activos externos equivalen a más del 20% de los activos totales para el 75% de empresas irlandesas cotizadas (para las que se dispone de información sobre sus posiciones en activos externos). En Grecia, en cambio, el 75% de las empresas cotizadas mantienen más de un 20% de activos externos, lo que explica el umbral de cero.

Recuadro 1.2 (continuación)

El gráfico 1.2.1 de Irlanda y el 1.2.2 de Grecia muestran, para cada uno de los tres subconjuntos, las estimaciones puntuales de los rendimientos acumulados anormales y los respectivos intervalos de confianza del 95%.

En Irlanda, el rendimiento general del mercado de acciones desciende un 3,7% durante el período de tres días, mientras que el rendimiento general de los mercados accionarios mundiales desciende tan solo un 1,7% en el mismo período. En principio, el rescate de un banco debería ayudar a la economía en el corto plazo.

En este caso, no obstante, el rescate supuso que el gobierno asumiera un gran monto de pasivos externos, y el impacto de esto varió ampliamente entre los distintos tipos de empresas. Las del sector financiero presentan rendimientos anormales positivos (aunque no significativamente distintos de cero). Para estas empresas, cualquier expectativa de una tributación mayor en el futuro parece compensarse por los beneficios inmediatos del rescate. Sin embargo, las empresas nacionales y las que dependen de la demanda del gobierno presentan un rendimiento anormal notablemente negativo. Esto sugiere que el incremento (inesperado) de la deuda pública afectó negativamente al sector privado a corto plazo a través tanto del canal de tributación como de la demanda.

En Grecia, el rendimiento general del mercado de acciones desciende un 1,3% durante el período

de tres días, mientras que el rendimiento general de los mercados accionarios mundiales no varía en ese período. Esta respuesta es probablemente reflejo de que, en general, existían amplias expectativas de reestructuración o que el sobreendeudamiento persistió incluso tras la reestructuración. Las empresas financieras muestran rendimientos anormales acumulados notablemente negativos, probablemente relacionado con su elevada posición de deuda pública. Las empresas nacionales revelan rendimientos anormales positivos, ligeramente mayores que los del mercado en general. Las empresas que dependen de la demanda del gobierno presentan rendimientos anormales aún más positivos, lo que sugiere que la reestructuración de la deuda despeja el canal de la demanda.

Por último, esta metodología permite identificar el impacto distributivo de un rescate y de la reestructuración de una deuda sobre los distintos sectores, pero no puede mostrar el impacto agregado que tienen las variaciones de la deuda del gobierno sobre el crecimiento económico a largo plazo.

Este análisis sugiere que los canales del riesgo fiscal y de la cesación de pagos del sobreendeudamiento soberano pueden haber influido en Irlanda y Grecia. La transferencia de pasivos futuros y actuales entre el sector privado y el gobierno, así como entre diversos sectores, reviste una importancia fundamental para comprender el funcionamiento de este mecanismo.

Recuadro 1.3. La evolución de los déficits en cuenta corriente en la zona del euro

Este recuadro pasa revista a los distintos factores que ocasionaron un aumento del déficit externo y sus implicaciones macroeconómicas en España, Grecia, Irlanda y Portugal (gráfico 1.3.1, panel 1)¹. La principal conclusión es que los déficits aumentaron debido al auge de las importaciones en algunos países, a la caída de las transferencias en otros y al deterioro de los pagos de ingresos en todos ellos. Las exportaciones no disminuyeron sustancialmente entre 2000 y 2007, pero, en adelante, es necesario mejorar el desempeño de las exportaciones a medida que estas economías avanzan hacia el pleno empleo.

Una opinión generalizada es que el deterioro de los déficits en cuenta corriente en la periferia de la zona del euro tuvo su origen en el deterioro del desempeño de las exportaciones. El patrón de empeoramiento continuo de los saldos en cuenta corriente —partiendo de déficits ya elevados con la adopción del euro— y el deterioro de las medidas convencionales de competitividad de precios parece corroborar esta opinión (gráfico 1.3.1, paneles 2 y 3). El debilitamiento de las exportaciones puede reflejar salarios que crecen a mayor velocidad que la productividad en el sector de bienes transables, lo que implica un aumento del costo unitario de la mano de obra y la apreciación del tipo de cambio efectivo real. Otra explicación es que mermó el desempeño de las exportaciones de estas economías al no lograr ascender en la cadena de valor mientras sus socios comerciales aumentaban progresivamente la calidad de sus exportaciones².

De hecho, las exportaciones (en porcentaje del PIB) de la mayoría de las economías de la periferia se mantuvieron relativamente estables o aumentaron durante la década de 2000. Además, las cuotas de mercado de las exportaciones de mercancías no variaron en estos países durante dicho período (gráfico 1.3.1, paneles 4 y 5)³. Todo ello se produjo en un contexto de distintas

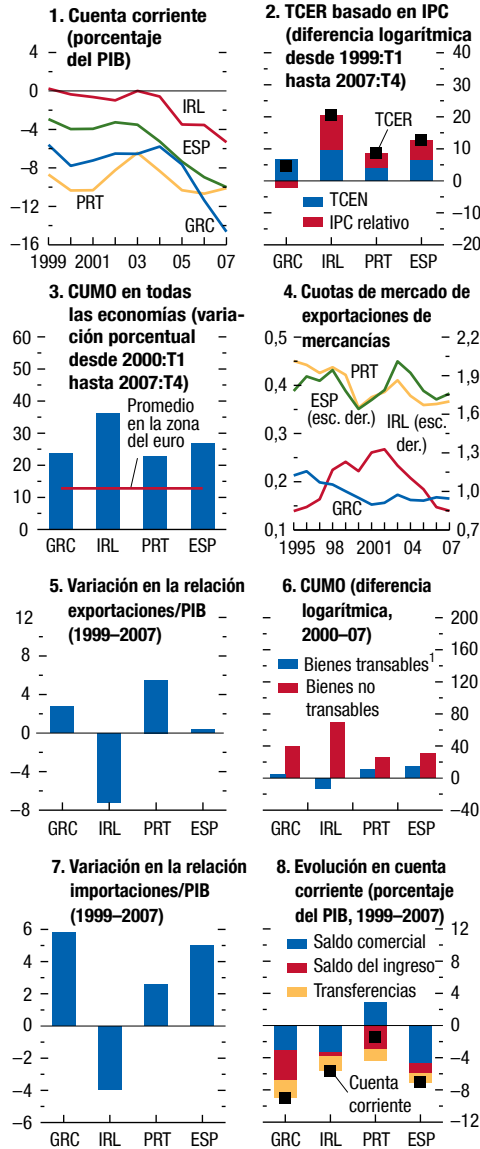
Los autores de este recuadro son Joong Shik Kang y Jay Shambaugh. Bennet Voorhees y Tingyun Chen colaboraron en la investigación. Véase un análisis más detallado en Kang y Shambaugh (de próxima publicación).

¹Este recuadro se centra en los cuatro países de la zona del euro que a finales de 2007 tenían los mayores niveles de déficit en cuenta corriente antes de la crisis.

²Véase un análisis más detallado en Chen, Milesi-Ferretti y Tresselt (2012).

³La cuota de Irlanda en el comercio de mercancías disminuyó mientras que en el comercio de servicios aumentó con el cambio a una mayor dependencia en servicios en la década de 2000 (Nkusu, 2013).

Gráfico 1.3.1. Evolución en Europa antes de la crisis



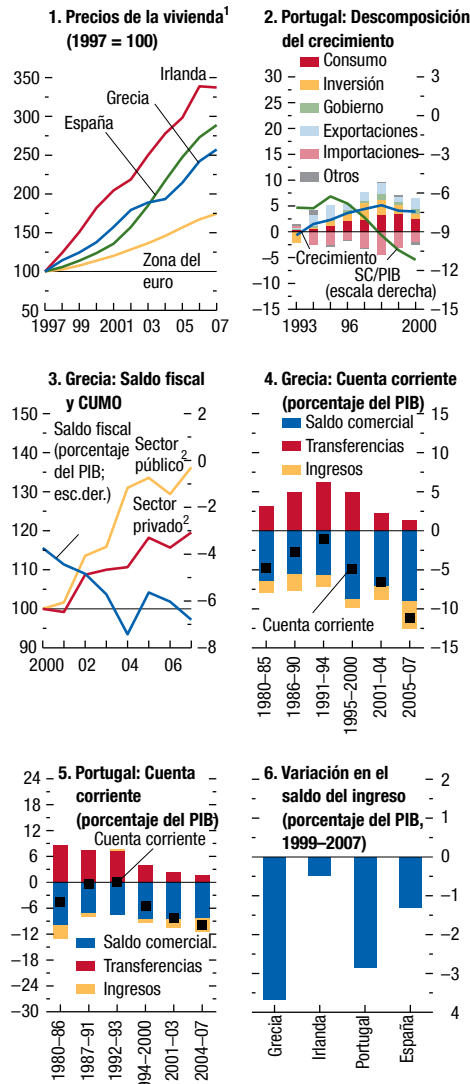
Fuentes: Eurostat; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: IPC = índice de precios al consumidor; TCER = tipo de cambio efectivo real; TCEN = tipo de cambio efectivo nominal; CUMO = Costos unitarios de la mano de obra; GRC = Grecia; IRL = Irlanda; PRT = Portugal; ESP = España.

¹Los sectores transables abarcan agricultura; silvicultura y pesca; industria excepto construcción, comercio, viajes, alojamiento y alimentación; información y comunicaciones, y seguros financieros.

Recuadro 1.3 (continuación)

Gráfico 1.3.2. Trayectorias diferentes hacia elevados déficits en cuenta corriente



Fuentes: Eurostat; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: CUMO = Costos unitarios de la mano de obra; SC/PIB = saldo comercial como porcentaje del PIB.
¹Índice de precios de vivienda libre en España, precios de la vivienda en áreas urbanas de Grecia y precios de la vivienda en todo el país en Irlanda y la zona del euro.
²2000 = 100, escala de la izquierda.

evoluciones en el sector de bienes transables, en que el costo unitario de la mano de obra estaba contenido, y en los sectores de bienes no transables, en los que esto no ocurría. Fue el aumento del costo unitario de la mano de obra en los sectores no transables lo que provocó el deterioro generalizado del costo unitario de mano de obra en la economía (gráfico 1.3.1, panel 6). Por lo tanto, es más probable que la causa del deterioro de los saldos en cuenta corriente fuera el aumento de las importaciones o factores no relacionados con el comercio (gráfico 1.3.1, paneles 7 y 8)⁴. El aumento de las importaciones tuvo un papel importante en la agudización de los desequilibrios externos en algunos países, consecuencia en diverso grado de los siguientes factores: auges de la demanda interna debidos a la entrada de capitales, excesivo optimismo sobre el futuro o excesos fiscales. Los auges provocados por la entrada de capitales y las bajas tasas de interés impulsaron el producto, incrementaron los costos unitarios de la mano de obra en los sectores de bienes no transables y generaron burbujas inmobiliarias en Irlanda, Grecia y España (gráfico 1.3.2, panel 1). El optimismo en torno a un mayor crecimiento futuro hizo repuntar el consumo y la inversión, y contribuyó al aumento de los costos unitarios de la mano de obra y al crecimiento, especialmente en Grecia y Portugal a mediados de la década de 1990 (gráfico 1.3.2, panel 2)⁵. Los abultados déficits fiscales contribuyeron al aumento del déficit en cuenta corriente en el período anterior a la crisis en Grecia, pero no así en los demás países (gráfico 1.3.2, paneles 3 y 4).

Los cambios en los factores no comerciales se sumaron a los desequilibrios externos. En particular, las transferencias disminuyeron, pero en lugar de provocar una reducción de la demanda interna y reequilibrar el comercio, fueron reemplazadas por préstamos (quizá debido a la persistencia del hábito). En consonancia, los déficits comerciales reflejan el hecho de que el consumo y las importaciones no cayeron con la contracción del ingreso. Este fue el caso de tanto Grecia como Portugal y uno de los elementos que les llevaron a fallar con persistencia en la corrección de los desequilibrios existentes en el momento de la adopción del euro. (El déficit comercial ha sido elevado durante

⁴Gaulier y Vicard (2012) también argumentan que el peor desempeño de las exportaciones no generó los desequilibrios.

⁵Lane y Pels (2012) demuestran que el saldo en cuenta corriente cayó en los países con previsiones de mayor crecimiento.

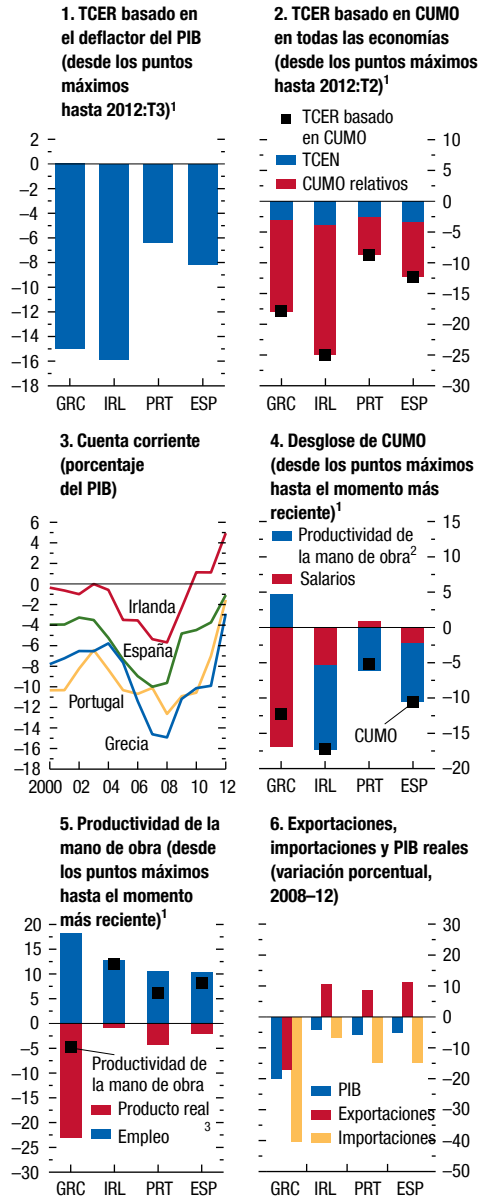
Recuadro 1.3 (continuación)

más de 30 años). Además, en todas las economías de la periferia, el deterioro de los desequilibrios externos se tradujo en un incremento de los pagos de ingresos netos, lo que amplificó los desequilibrios. Curiosamente, la balanza comercial de Portugal permaneció relativamente estable durante este período (gráfico 1.3.2, panel 5). A pesar de ello, al registrar persistentes déficits en cuenta corriente, Portugal —al igual que otras economías de la periferia— tuvo que incrementar los pagos de ingresos netos para contrarrestar el crecimiento de la deuda externa (gráfico 1.3.2, panel 6).

Desde la crisis han mejorado los indicadores de competitividad basados en el precio, si bien no han recuperado los niveles previos a 1999, y se han contraído los déficits en cuenta corriente. Esta mejora se debe en parte a cuestiones cíclicas y en parte a estructurales, pero no es fácil separar ambas. Gran parte de la recuperación de los saldos en cuenta corriente se ha debido a la contracción en las importaciones (gráfico 1.3.3, paneles 1–4). Asimismo, la mejora de los costos unitarios de la mano de obra se ha debido principalmente a la reducción del empleo; el desempleo es muy alto y el producto se sitúa considerablemente por debajo del nivel potencial (gráfico 1.3.3, paneles 5 y 6). Al contrario, el repliegue de los auges de demanda insostenibles ha contribuido a la contracción de las importaciones —y pueden por ello ser en parte sostenibles— e, independientemente de la causa, han mejorado los costos unitarios de la mano de obra. Aun así, se requerirá una mejora considerable del desempeño de las exportaciones para que los déficits no resurjan a medida que estos países avanzan hacia el pleno empleo. A ello contribuirá una mejora de la competitividad y, conforme estos países se ajustan, el respaldo externo les ayudará a compensar sus elevados pagos de ingresos netos. Por último, aunque ajustar los precios relativos puede alentar la competitividad, será importante sostener el crecimiento del PIB nominal en estos países para no comprometer su capacidad de gestionar sus elevados niveles de deuda⁶.

⁶Véase un análisis más detallado en Shambaugh (2012).

Gráfico 1.3.3. Evolución en Europa tras la crisis



Fuentes: Eurostat; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: TCER = tipo de cambio efectivo real; TCEN = tipo de cambio efectivo nominal; CUMO = costos unitarios de la mano de obra; GRC = Grecia; IRL = Irlanda; PRT = Portugal; ESP = España.

¹Los puntos máximos son 2009:T4 para Grecia, 2008:T4 para Irlanda, 2009:T1 para Portugal y 2009:T2 para España (basados en costos unitarios de la mano de obra). Los momentos más recientes son 2012:T3 para Irlanda y 2012:T4 para el resto de los países.

²El signo negativo indica mejora en la productividad de la mano de obra.

³El signo positivo indica reducción del empleo.

Referencias

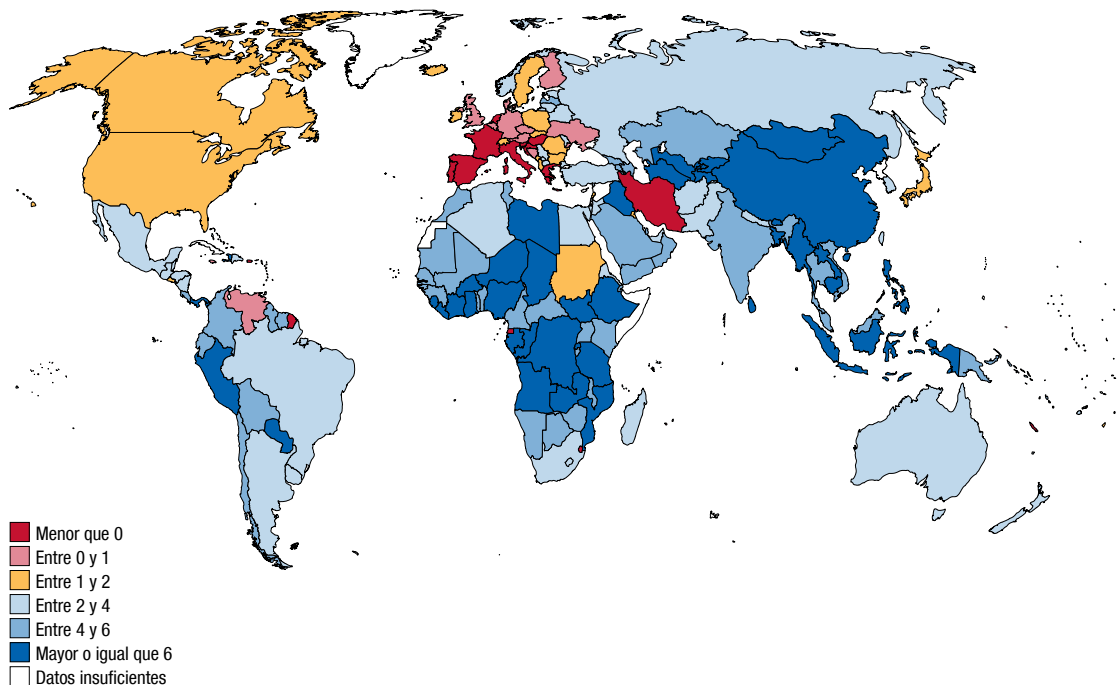
- Auerbach, Alan, y Yuriy Gorodnichenko, 2012, “Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”, *American Economic Journal—Economic Policy*, vol. 4, No. 2, págs. 1–27.
- Beidas-Strom, Samya, y Andrea Pescatori, de próxima publicación, “Oil Price Determinants, the Role of Shocks, and Short Run Elasticities—Evidence from an Estimated Sign-Restricted VAR of the Global Oil Market”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bems, Rudolf, y Robert C. Johnson, 2012, “Value-Added Exchange Rates”, NBER Working Paper No. 18498 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Blanchard, Olivier, y Daniel Leigh, 2013, “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers”, IMF Working Paper No. 13/1 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bloom, Nicholas, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, 2013, “Inmovilizados por la incertidumbre”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 50, No. 1, págs. 38–41.
- Caner, Mehmet, Thomas Grennes y Fritzi Koehler-Geib, 2010, “Finding the Tipping Point—When Sovereign Debt Turns Bad”, World Bank Policy Research Working Paper No. 5391 (Washington: Banco Mundial).
- Carvalho, Carlos, Stefano Eusipe y Christian Grisse, 2012, “Policy Initiatives in the Global Recession: What Did Forecasters Expect?”, *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 18, No. 2.
- Cecchetti, Stephen, Madhusudan Mohanty y Fabrizio Zampolli, 2011, “The Real Effects of Debt” (inédito; Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Chen, Ruo, Gian-Maria Milesi-Ferretti y Thierry Tresselt, 2012, “External Imbalances in the Euro Area”, IMF Working Paper No. 12/236 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Chinn, Menzie, y Olivier Coibion, de próxima publicación, “The Predictive Content of Commodity Futures”, *Journal of Futures Markets*.
- Christiano, Lawrence, Martín Eichenbaum y Sergio Rebelo, 2011, “When Is the Government Spending Multiplier Large?”, *Journal of Political Economy*, vol. 119, No. 1, págs. 78–121.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, 2012, “How Do Business and Financial Cycles Interact?”, *Journal of International Economics*, vol. 87, No. 1, págs. 178–90.
- Clements, Benedict J., Rina Bhattacharya y Toan Quoc Nguyen, 2003, “External Debt, Public Investment, and Growth in Low-Income Countries”, IMF Working Paper No. 03/249 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Corsetti, Giancarlo, 2012, “Has Austerity Gone Too Far?”, VoxEU.
- Decressin, Jörg, y Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation”, IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- De Grauwe, Paul, y Yuemei Ji, 2013, “Panic-Driven Austerity in the Eurozone and Its Implications”, VoxEU.
- Eggerstsson, Gauti, y Michael Woodford, 2003, “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34, No. 1, págs. 139–235.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2012a, *Pilot External Sector Report* (Washington).
- , 2012b, “A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings” (Washington). www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/060512.pdf.
- Gaulier, Guillaume, y Vincent Vicard, 2012, “Current Account Imbalances in the Euro Area: Competitiveness or Demand Shock?”, *Bank of France Quarterly Selection of Articles*, No. 27.
- Imbs, Jean, y Romain Ranciere, 2012, “A European Hangover”, estudio presentado en la conferencia sobre deuda, crecimiento y políticas macroeconómicas, 6–7 de diciembre, Fráncfort.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart y Carlos A. Végh, 2005, “When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, en *NBER Macroeconomics Annual 2004*, compilado por Mark Gertler y Kenneth Rogoff (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Kang, Joong Shik, y Jay Shambaugh, de próxima publicación, “The Evolution of Current Account Deficits in the GIPS and the Baltics: Many Paths to the Same Endpoint”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani y Marco E. Terrones, 2013, “Global Recessions and Global Recoveries” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kose, M. Ayhan, y Eswar Prasad, 2010, *Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil* (Washington: Brookings Institution Press).
- Krishnamurthy, Arvind, y Annette Vissing-Jorgensen, 2011, “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy”, *Brookings Papers on Economic Activity* (cuarto trimestre), págs. 215–75.
- Krugman, Paul, 1988, “Financing vs. Forgiving a Debt Overhang”, *Journal of Development Economics*, vol. 29, No. 3, págs. 253–68.
- Kumar, Manmohan S., 2003, *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y Jaejoon Woo, 2010, “Public Debt and Growth”, IMF Working Paper No. 10/174 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laeven, Luc, y Fabián Valencia, 2012, “Systemic Banking Crises: An Update”, IMF Working Paper No. 12/163 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lane, Philip, y Barbara Pels, 2012, “Current Account Imbalances in Europe”, CEPR Discussion Paper No. DP8958 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Matheson, Troy, D., 2011, “New Indicators for Tracking Growth in Real Time”, IMF Working Paper No. 11/43 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Mauro, Paolo, Rafael Romeu, Ariel Binder y Asad Zaman, 2013, “A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy”, IMF Working Paper No. 13/5 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- McCulley, Paul, y Zoltan Pozsar, 2012, “Does Central Bank Independence Frustrate the Optimal Fiscal-Monetary Policy Mix in a Liquidity Trap?” (inédito; Filadelfia, Pensilvania: Global Society of Fellows).
- Myers, Stewart, 1977, “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, vol. 5, No. 2, págs. 147–75.
- Nkusu, Mwanza, 2013, “Boosting Competitiveness to Grow Out of Debt—Can Ireland Find a Way Back to Its Future?”, IMF Working Paper No. 13/35 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Reinhart, Carmen M., Vincent Reinhart y Kenneth Rogoff, 2012, “Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, No. 3, págs. 69–86.
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, 2009, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- Shambaugh, Jay, 2012, “The Euro’s Three Crises”, *Brookings Papers on Economic Activity* (segundo trimestre), págs. 157–211.
- Swanson, Eric T., y John C. Williams, 2013, “Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest Rates”, Working Paper No. 2012–02 (San Francisco: Banco de la Reserva Federal de San Francisco).
- Tobin, James, 1969, “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 1, No. 1, págs. 15–29.
- Turner, Adair, 2013, “Debt, Money and Mephistopheles: How Do We Get Out of this Mess?” (inédito; Londres: Cass Business School).
- Ursua, Jose, y Dominic Wilson, 2012, “Risks to Growth from Build-ups in Public Debt”, *Global Economics Weekly*, No. 12/10.
- Werning, Iván, 2012, “Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy” (inédito; Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

La balanza de riesgos para el crecimiento mundial ha mejorado desde la edición de octubre de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), pero el camino hacia la recuperación sigue siendo accidentado e irregular para las economías avanzadas. En los últimos seis meses, las medidas de política adoptadas han reducido los riesgos de una crisis aguda tanto en Europa como en Estados Unidos, si bien las perspectivas de base para estas dos regiones son divergentes: en la zona del euro, el saneamiento de los balances y el hecho de que las condiciones crediticias aún son restrictivas siguen opacando las perspectivas de crecimiento, en tanto que en Estados Unidos las condiciones de base son más conducentes a la recuperación, aun cuando los recortes automáticos del gasto presupuestario (“secuestro del gasto”) inducen una consolidación fiscal mayor de la esperada. En muchas economías de

mercados emergentes y en desarrollo, la actividad ya ha repuntado tras registrar a mediados de 2012 una contracción que superó las previsiones. La aplicación de políticas más laxas en muchas de estas economías contribuyó a frenar esa desaceleración, y para Asia, América Latina y el Caribe (ALC) y África subsahariana se prevé que el crecimiento se afianzará aún más este año, en tanto que en la Comunidad de Estados Independientes (CEI) será similar al crecimiento del año pasado (gráfico 2.1). Oriente Medio y Norte de África (OMNA) constituye una notable excepción: se prevé que una pausa en la expansión de la producción de petróleo en los países exportadores de petróleo hará que el ritmo de crecimiento aminore transitoriamente en la región, mientras que los procesos de transición política en curso y las difíciles condiciones externas están impidiendo una recuperación más rápida en algunos países importadores de petróleo.

Gráfico 2.1. Mundo: Pronósticos de crecimiento del PIB en 2013
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Si bien se han atenuado los riesgos extremos para las perspectivas mundiales y actualmente se presentan riesgos al alza, siguen predominando los riesgos a la baja y podrían tener importantes efectos de contagio entre las distintas regiones. Como se señala en el capítulo 1, persiste la posibilidad de nuevos reveses en la zona del euro, ya sea debido a la fatiga del ajuste o a una pérdida más generalizada de impulso de las reformas. Un riesgo extremo a mediano plazo es que los persistentes problemas fiscales en Estados Unidos, y sobre todo en Japón, lleven a una reevaluación de los riesgos soberanos de estas economías, dando lugar a un aumento de las tasas de interés y a un menor crecimiento, con posibles repercusiones en otras regiones. Además, la desaceleración de mediados de 2012 fue solo la última de una serie de sorpresas que afectaron adversamente al crecimiento en muchas de las grandes economías de mercados emergentes en los últimos dos años. Sumada al hecho de que muchas de estas economías disponen de menor margen de maniobra para adoptar políticas que antes de la Gran Recesión, la reevaluación de sus perspectivas de crecimiento por parte de los inversionistas podría dar lugar a un nivel de inversión mucho menor y a una mayor salida de capitales. En las secciones que siguen se analizan los efectos regionales de dichos riesgos.

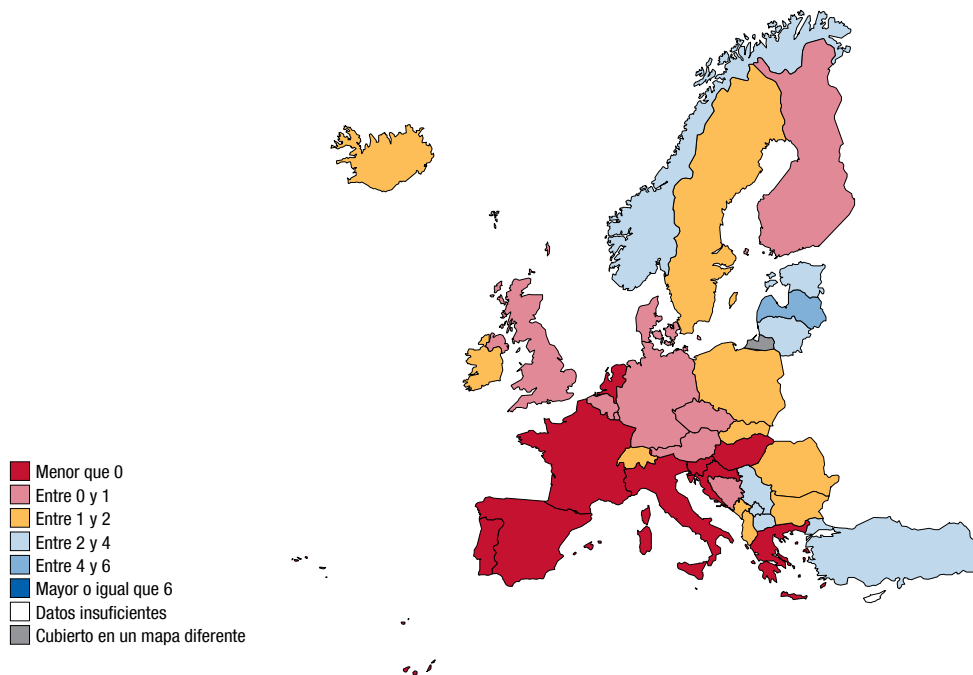
La sección especial de este capítulo sobre efectos de contagio evalúa en qué grado la incertidumbre en torno a las políticas en Estados Unidos y Europa ha afectado a la actividad económica en otras regiones. Se llega a la conclusión de que un fuerte aumento de la incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses y europeas trae aparejada para otras regiones una reducción temporal del producto cuya magnitud varía según la región. Por consiguiente, una reducción de dicha incertidumbre en Estados Unidos y Europa podría dar un renovado impulso a la actividad mundial.

Europa: Menores riesgos de crisis en el contexto de un prolongado estancamiento

Economías avanzadas de Europa

Desde el informe WEO de octubre de 2012, la turbulencia en la zona del euro se ha moderado, en respuesta a las medidas de política adoptadas ya sea en los distintos países como a nivel europeo. Pero la actividad económica sigue estando debilitada, y las proyecciones de crecimiento para 2013 se han reducido debido a que la debilidad se ha contagiado de la periferia al núcleo (gráfico 2.2). Los riesgos a la baja para las perspectivas provienen del estancamiento y del resurgimiento de tensiones si

Gráfico 2.2. Europa: Pronósticos de crecimiento del PIB en 2013
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: No se incluyen las proyecciones para Chipre debido a la crisis actual.

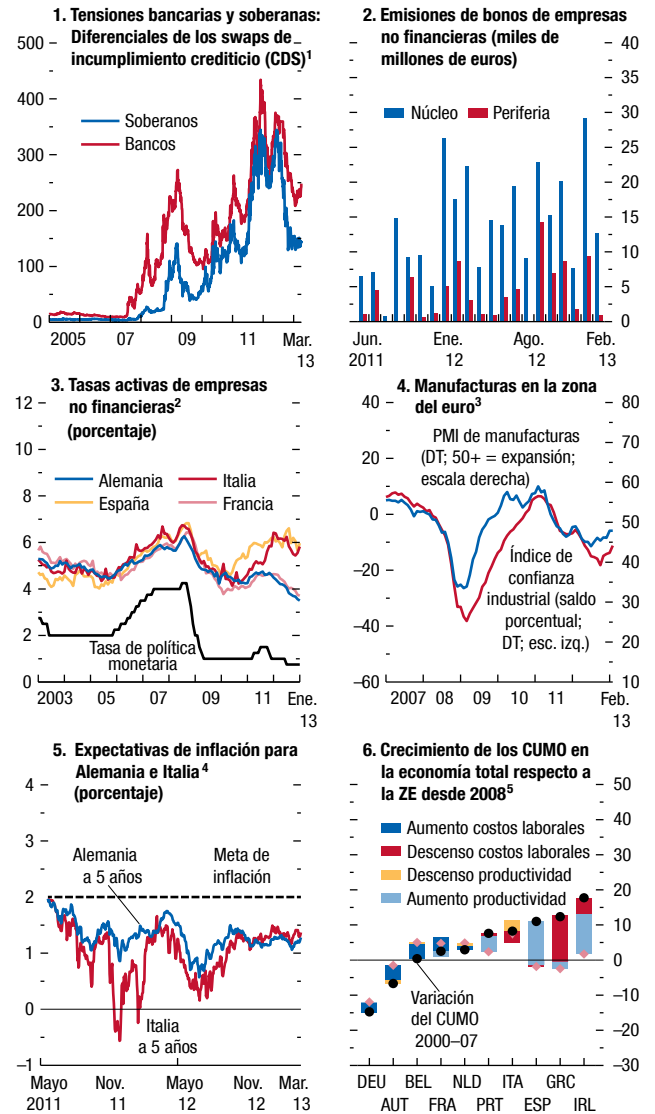
las políticas no mantienen su impulso, o si la evolución en Chipre provoca una prolongada fragmentación de los mercados financieros.

Desde el informe WEO de octubre de 2012, han disminuido los riesgos agudos de crisis en la zona del euro. La adopción de políticas decisivas a nivel del sistema europeo —que incluyen las Operaciones Monetarias de Compra y Venta (OMC), la concreción del Mecanismo de Estabilidad Financiera, la concertación de la operación de alivio de la deuda de Grecia y el acuerdo sobre el mecanismo único de supervisión— han infundido mayor confianza en la viabilidad de la Unión Económica y Monetaria. Conjugado con los avances logrados por los gobiernos nacionales en materia de ajuste económico, esto ha permitido mejorar en gran medida las condiciones financieras para las entidades soberanas y los bancos (gráfico 2.3).

Pero la reducción de los diferenciales soberanos y el mejoramiento de la liquidez de los bancos aún no se han traducido ni en mejores condiciones de crédito para el sector privado ni en un mayor dinamismo de la actividad económica. Lograr estas mejoras podría resultar aún más arduo dado que las condiciones financieras siguen siendo sumamente vulnerables a los cambios de actitud de los mercados, como lo demuestra la renovada volatilidad generada por el hecho de que las elecciones en Italia no llegaran a resultados concluyentes y por los eventos recientes en Chipre. El análisis que se presenta en la edición de abril de 2013 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR) sugiere que el desapalancamiento de los bancos de la zona del euro avanza en líneas generales según el escenario base del informe GFSR de octubre de 2012. En la zona del euro el crédito ha seguido contrayéndose, principalmente debido a la situación de las economías de la periferia y a la persistencia de condiciones de crédito restrictivas. Este retraso de la transmisión a las condiciones crediticias hizo que la actividad en la zona del euro se redujera 2¼% en el cuarto trimestre de 2012, manteniéndose profundas recesiones en gran parte de la periferia y contagiándose la fragilidad hacia el núcleo, lo cual refuerza una dinámica de crecimiento a corto plazo más débil en estas economías. La necesidad de sanear los balances públicos y privados, así como la continua incertidumbre en torno a las políticas, parece actuar en contra de una recuperación sólida de la inversión y el consumo tanto en la periferia como en el núcleo, lo cual ha contribuido a

Gráfico 2.3. Economías avanzadas de Europa: Menores riesgos de crisis en el contexto de un estancamiento prolongado

Las tensiones financieras se han moderado en respuesta a las políticas adoptadas. Pero la actividad económica sigue debilitada debido a que la atonía en las economías de la periferia se ha transmitido a los países del núcleo. Las expectativas inflacionarias siguen estando contenidas. Se ha avanzado en cierta medida hacia un reequilibramiento interno en la zona del euro.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Banco Central Europeo (BCE); Comisión Europea; Eurostat; Markit/Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Núcleo: Alemania (DEU), Austria (AUT), Bélgica (BEL), Estonia, Finlandia, Francia (FRA), Luxemburgo, Países Bajos (NLD); periferia: España (ESP), Grecia (GRC), Irlanda (IRL), Italia (ITA), Portugal (PRT). DT = desestacionalizado.

¹Diferenciales de CDS a cinco años en puntos básicos ponderados por la deuda bruta del gobierno general. Incluidos todos los países de la zona del euro, excepto Grecia.

²Préstamos nuevos con vencimientos de uno a cinco años de hasta 1 millón de euros y tasa de política monetaria del BCE.

³Índice de gerentes de compras (PMI): 50+ = expansión y 50- = contracción. Los datos compuestos para la zona del euro comprenden únicamente ocho países miembros: Alemania, Austria, España, Francia, Grecia, Irlanda, Italia y los Países Bajos. Se estima que esto equivale al 90% de la actividad manufacturera de la zona del euro.

⁴Las expectativas de inflación se derivan de las tasas del mercado para bonos públicos indexados a la inflación a cinco años y bonos del gobierno nominales.

⁵En puntos porcentuales. CUMO = costos unitarios de la mano de obra; ZE = zona del euro. La variación de los CUMO desde 2008 hasta los últimos datos disponibles (principalmente 2012:T3) se representa por la distancia entre un círculo y un rombo.

Cuadro 2.1. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Europa

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
Europa	0,0	0,3	1,5	2,9	2,2	2,0	1,4	1,5	1,4	...	...	...
Economías avanzadas	-0,3	0,0	1,2	2,4	1,8	1,7	2,0	2,2	2,2	10,3	11,0	11,0
Zona del euro ^{4,5}	-0,6	-0,3	1,1	2,5	1,7	1,5	1,2	2,3	2,3	11,4	12,3	12,3
Alemania	0,9	0,6	1,5	2,1	1,6	1,7	7,0	6,1	5,7	5,5	5,7	5,6
Francia	0,0	-0,1	0,9	2,0	1,6	1,5	-2,4	-1,3	-1,4	10,2	11,2	11,6
Italia	-2,4	-1,5	0,5	3,3	2,0	1,4	-0,5	0,3	0,3	10,6	12,0	12,4
España	-1,4	-1,6	0,7	2,4	1,9	1,5	-1,1	1,1	2,2	25,0	27,0	26,5
Países Bajos	-0,9	-0,5	1,1	2,8	2,8	1,7	8,3	8,7	9,0	5,3	6,3	6,5
Bélgica	-0,2	0,2	1,2	2,6	1,7	1,4	-0,5	-0,1	0,2	7,3	8,0	8,1
Austria	0,8	0,8	1,6	2,6	2,2	1,9	2,0	2,2	2,3	4,4	4,6	4,5
Grecia	-6,4	-4,2	0,6	1,0	-0,8	-0,4	-2,9	-0,3	0,4	24,2	27,0	26,0
Portugal	-3,2	-2,3	0,6	2,8	0,7	1,0	-1,5	0,1	-0,1	15,7	18,2	18,5
Finlandia	-0,2	0,5	1,2	3,2	2,9	2,5	-1,7	-1,7	-1,8	7,7	8,1	8,1
Irlanda	0,9	1,1	2,2	1,9	1,3	1,3	4,9	3,4	3,9	14,7	14,2	13,7
República Eslovaca	2,0	1,4	2,7	3,7	1,9	2,0	2,3	2,2	2,7	14,0	14,3	14,3
Eslovenia	-2,3	-2,0	1,5	2,6	1,8	1,9	2,3	2,7	2,5	9,0	9,8	9,4
Luxemburgo	0,1	0,1	1,3	2,9	1,9	1,9	6,0	6,6	6,8	6,0	6,3	6,4
Estonia	3,2	3,0	3,2	4,2	3,2	2,8	-1,2	0,0	0,1	9,8	7,8	6,2
Chipre ⁶	-2,4	...	...	3,1	...	...	-4,9	...	...	12,1	...	...
Malta	0,8	1,3	1,8	3,2	2,4	2,0	0,3	0,5	0,8	6,3	6,4	6,3
Reino Unido ⁵	0,2	0,7	1,5	2,8	2,7	2,5	-3,5	-4,4	-4,3	8,0	7,8	7,8
Suecia	1,2	1,0	2,2	0,9	0,3	2,3	7,1	6,0	6,8	7,9	8,1	7,8
Suiza	1,0	1,3	1,8	-0,7	-0,2	0,2	13,4	12,6	12,3	2,9	3,2	3,2
República Checa	-1,2	0,3	1,6	3,3	2,3	1,9	-2,7	-2,1	-1,8	7,0	8,1	8,4
Noruega	3,0	2,5	2,2	0,7	1,5	1,5	14,2	11,7	10,9	3,2	3,1	3,3
Dinamarca	-0,6	0,8	1,3	2,4	2,0	2,0	5,3	4,7	4,7	7,6	7,6	7,2
Islandia	1,6	1,9	2,1	5,2	4,7	4,0	-4,9	-2,8	-1,7	5,8	5,0	4,6
San Marino	-4,0	-3,5	0,0	2,8	1,6	0,9	...	...	...	6,6	6,1	5,5
Economías emergentes⁷	1,6	2,2	2,8	5,8	4,4	3,6	-4,3	-4,7	-4,9	...	...	...
Turquía	2,6	3,4	3,7	8,9	6,6	5,3	-5,9	-6,8	-7,3	9,2	9,4	9,5
Polonia	2,0	1,3	2,2	3,7	1,9	2,0	-3,6	-3,6	-3,5	10,3	11,0	11,0
Rumanía	0,3	1,6	2,0	3,3	4,6	2,9	-3,8	-4,2	-4,5	7,0	7,0	6,9
Hungría	-1,7	0,0	1,2	5,7	3,2	3,5	1,7	2,1	1,8	11,0	10,5	10,9
Bulgaria	0,8	1,2	2,3	2,4	2,1	1,9	-0,7	-1,9	-2,1	12,4	12,4	11,4
Serbia	-1,8	2,0	2,0	7,3	9,6	5,4	-10,9	-8,7	-8,6	23,1	23,0	22,9
Croacia	-2,0	-0,2	1,5	3,4	3,2	2,3	-0,1	0,0	-0,5	15,0	15,2	14,7
Lituania	3,6	3,0	3,3	3,2	2,1	2,5	-0,9	-1,3	-1,7	13,2	12,0	11,0
Letonia	5,6	4,2	4,2	2,3	1,8	2,1	-1,7	-1,8	-1,9	14,9	13,3	12,0

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 la sección de la base de datos en línea del informe WEO que contiene información sobre cada país (www.imf.org).

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

⁶No se incluyen las proyecciones para Chipre debido a la crisis actual.

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

un aumento constante de las tasas de desempleo en muchos países.

- Las perspectivas a corto plazo para la zona del euro han sido revisadas a la baja, y actualmente se prevé que la actividad se reducirá un ¼% en 2013, en lugar de registrar una expansión de ¼% como se había proyectado en el informe WEO de octubre de 2012 (cuadro 2.1). Esto obedece a que se proyecta un crecimiento menor en todos los países de la zona del euro, siendo notables las revisiones en algunos

países del núcleo (Alemania, Francia, los Países Bajos). El crecimiento se afianzará gradualmente a lo largo del año, y llegará a 1% en el cuarto trimestre, al reducirse casi a la mitad el ritmo de consolidación fiscal (a ¾% del PIB) durante 2013. Pero en general se mantendrá un crecimiento débil debido a que la mejora de las condiciones de crédito para el sector privado se ve obstaculizada por la fragmentación de los mercados financieros y por el proceso en curso de saneamiento de los balances. El crecimiento

también podría verse afectado por una apreciación sostenida del euro que deteriore la competitividad y frene el crecimiento de las exportaciones.

- La actividad también es menor en las otras economías avanzadas de la región. En el Reino Unido, la recuperación avanza con lentitud, especialmente en el contexto de la fragilidad de la demanda externa y la consolidación fiscal en curso. Se pronostica que el crecimiento será de $\frac{3}{4}\%$ este año, $\frac{1}{4}$ puntos porcentuales menos que lo pronosticado en el informe WEO de octubre de 2012. También en este caso, el reequilibramiento interno, que transfiere el peso del sector público al privado, se ve frenado por el desapalancamiento, las condiciones crediticias restrictivas y la incertidumbre económica, en tanto que el decreciente aumento de productividad y los altos costos laborales unitarios están restringiendo el reequilibramiento externo que resulta tan necesario. En las otras economías avanzadas (Suecia) en general se ha mantenido un crecimiento vigoroso, en gran medida debido a la resistencia de la demanda interna y a la relativa solidez de los sistemas financieros.

En las economías que están realizando ajustes, los saldos en cuenta corriente han mejorado considerablemente, y se prevé que esta mejora continuará durante este año. Cada vez en mayor medida esto refleja mejoras estructurales, entre ellas la reducción de los costos laborales unitarios, el aumento de la productividad y las mejoras en el comercio exterior con mercados fuera de la zona del euro. Pero también influyen factores cíclicos, especialmente el despido de los trabajadores menos productivos, y estos factores podrían revertirse cuando la economía se recupere. Tanto las economías del núcleo como las otras economías avanzadas siguen beneficiándose del comercio exterior con las economías de mercados emergentes de crecimiento más rápido.

La presión inflacionaria se ha moderado en la zona del euro y se prevé que seguirá moderándose. La inflación general disminuyó a lo largo de 2012 y recientemente se ha situado cerca de la meta, en tanto que la inflación subyacente se ha mantenido contenida, y ha bajado desde mediados de 2012. Se prevé que la inflación descenderá aún más, a $1\frac{3}{4}\%$ en comparación con $2\frac{1}{2}\%$ en 2012, debido a la revisión del crecimiento a la baja, el debilitamiento de los efectos de las medidas fiscales adoptadas en relación con la crisis y el descenso de los precios del petróleo.

En el contexto de una menor presión de los mercados y un nivel de desempleo muy alto, hay riesgos a corto

plazo significativos si no se completa la implementación de las políticas adoptadas en los distintos países y a nivel europeo, en tanto que los acontecimientos en Chipre podrían llevar a una fragmentación más sostenida de los mercados financieros. Si las políticas se aplicaran de manera incompleta podría cambiar la actitud de los mercados financieros. A mediano plazo, un riesgo mayor es la posibilidad de un estancamiento prolongado en la zona del euro. En un escenario de esa naturaleza, que se describe en mayor detalle en el capítulo 1, el crecimiento podría situarse en torno al 1% a mediano plazo, lo cual intensificaría gradualmente la presión deflacionaria, agudizando el desafío de reducir la deuda y generando repercusiones negativas en otras regiones. Las perspectivas también están sujetas a algunos riesgos al alza, que se describen en el capítulo 1. Si las autoridades de la zona del euro concretaran con rapidez una unión bancaria integral y si las reformas estructurales ya introducidas contribuyeran al crecimiento más de lo esperado, el crecimiento en dicha zona podría ser de 2% a $2\frac{1}{4}\%$, gracias al impulso proporcionado por un fuerte repunte en las economías de la periferia.

Para reducir al mínimo los riesgos a la baja y potenciar los riesgos al alza es necesario mantener el impulso de las políticas. Para la zona del euro, esto significa frenar la caída de la demanda y seguir avanzando hacia la unión bancaria y la integración fiscal.

- En los distintos países se debe perseverar el saneamiento de los balances y las reformas estructurales necesarias. Es preciso abordar las rigideces estructurales de larga data a fin de crear mejores perspectivas de crecimiento a largo plazo. El sur de Europa debe lograr mayor competitividad en el sector de bienes transables, sobre todo mediante reformas del mercado laboral. En el norte, las reformas contribuirían a generar un sector de servicios más vibrante. Estas medidas ayudarán a reducir el desempleo y a recomponer la competitividad en la periferia; como se señala en el recuadro 1.3, en estas economías los costos laborales unitarios relativos han bajado con respecto a los niveles máximos alcanzados. Debe mantenerse un ritmo de consolidación fiscal creíble, fijando las metas en términos estructurales y no en términos nominales.
- Dado que se está moderando la presión inflacionaria, la política monetaria debería seguir siendo muy laxa. Aún existe margen para una mayor distensión convencional, dado que se proyecta que la inflación descenderá por debajo de la meta a mediano plazo fijada por el Banco Central Europeo.

- La mera existencia de las OMC puede resultar insuficiente para que los diferenciales soberanos se mantengan bajos. Las OMC deberían estar a disposición de los países con programas que estén cumpliendo con el ajuste comprometido, lo cual podría permitir que los países recuperen con mayor rapidez un acceso duradero a los mercados.
- El mecanismo único de supervisión es un paso crítico que permitirá fortalecer la estabilidad financiera y reducir la fragmentación. Para asegurar que se implemente de manera oportuna y efectiva en el Banco Central Europeo, deberían alcanzarse con rapidez los acuerdos legislativos necesarios, establecerse un conjunto único de reglas y definirse con claridad los detalles operativos.
- Es esencial lograr avances tangibles en la adopción de una autoridad única de supervisión y un fondo único de garantía de depósitos, ambos respaldados con recursos comunes, a fin de debilitar la vinculación entre los entes soberanos y los bancos. Asimismo, dichos avances deben respaldarse poniendo a disposición cuanto antes la recapitalización directa a través del Mecanismo de Estabilidad Financiera.
- Se requiere una mayor integración fiscal que contribuya a cubrir las deficiencias en el diseño de la Unión Económica y Monetaria y a atenuar la transmisión de shocks específicos de cada país a toda la zona del euro. Tomará tiempo conseguir apoyo político, pero la prioridad ha de ser lograr un mecanismo fiscal común que salvaguarde la unión bancaria.

En otras economías avanzadas es importante mantener el respaldo a corto plazo a medida que se afianzan los mecanismos fiscales de defensa para hacer frente a riesgos futuros, incluidos los riesgos que se derivan de los sectores financieros de gran tamaño (Dinamarca, Suecia). En el Reino Unido, podrían considerarse otras formas de distender la política monetaria, entre ellas la compra de activos del sector privado y una mayor transparencia con respecto a la probable orientación monetaria futura. Se debería considerar una mayor flexibilidad a corto plazo en la trayectoria del ajuste fiscal ante la deslucida demanda privada.

Economías emergentes de Europa

Las economías emergentes de Europa registraron una fuerte desaceleración del crecimiento en 2012, reflejo del contagio de la crisis de la zona del euro y de la aplicación de políticas internas más restrictivas en las econo-

mías más grandes en respuesta a nuevas limitaciones de la capacidad. Se prevé que se registre solo una recuperación moderada en 2013–14.

La intensificación de la crisis de la zona del euro afectó negativamente a la actividad en las economías emergentes de Europa en 2012. Se desaceleraron las exportaciones, se deterioró la confianza, y los bancos de Europa occidental atribulados por problemas redujeron el financiamiento para sus subsidiarias (gráfico 2.4). Se sumaron a estos efectos las políticas internas restrictivas, en Turquía para contener el sobrecalentamiento de la economía y en Polonia para hacer frente a una inflación que superaba las metas y a un cuantioso déficit fiscal. Como resultado, el crecimiento en la región se desplomó, de 5¼% en 2011 a 1½% en 2012. Varias economías de Europa sudoriental que aún no se habían recuperado totalmente de la crisis de 2008–09 volvieron a caer en recesión.

Se proyecta que el crecimiento en las economías emergentes de Europa repuntará a 2¼% en 2013 y 2¾% en 2014 (cuadro 2.1), gracias a impulsos positivos provenientes de una mayor confianza de los mercados financieros y de mejores condiciones de financiamiento externo resultantes tanto de las recientes decisiones de política en el ámbito de la UE como de la recuperación gradual en la zona del euro. La actividad económica también se vería beneficiada por la distensión de la política monetaria en el segundo semestre de 2012 y por el menor peso de la consolidación fiscal comparado con 2012. Sin embargo, diversos factores limitarán la recuperación. Se mantendrá la atonía en la zona del euro, que es el principal mercado de exportación para las economías emergentes de Europa, y el crecimiento en dicha zona solo se reanudará en el segundo semestre de 2013. Asimismo, el proceso en curso para reequilibrar el financiamiento para los bancos extranjeros que operan en la región, de modo que puedan recurrir a fuentes locales en lugar de depender de sus casas matrices, continuará afectando negativamente la disponibilidad de crédito. Las economías emergentes de Europa también se ven abrumadas por problemas heredados de la crisis, como una alta proporción de préstamos en mora y un proceso inconcluso de saneamiento de las finanzas públicas.

- Se proyecta que el crecimiento de Turquía se acelerará a 3½% en 2013 y 3¾% en 2014, respaldado por la recuperación de la demanda externa y los flujos de capitales.

- En Polonia el crecimiento se desacelerará aún más, a 1¼% en 2013, antes de repuntar a 2¼% en 2014, debido al deslucido consumo privado, la frágil demanda de exportaciones de los principales socios comerciales en el núcleo de Europa y una mayor disminución de las inversiones públicas financiadas por la UE.
- Europa sudoriental registrará la recuperación más débil, debido, en diverso grado, a obstáculos estructurales arraigados, problemas de competitividad, un continuo aumento de los préstamos en mora y una complicada situación de las finanzas públicas.
- Hungría se enfrenta a perspectivas difíciles debido al alto nivel de la deuda pública y la deuda externa, sumado a políticas no convencionales que han minado la confianza y socavado la inversión.

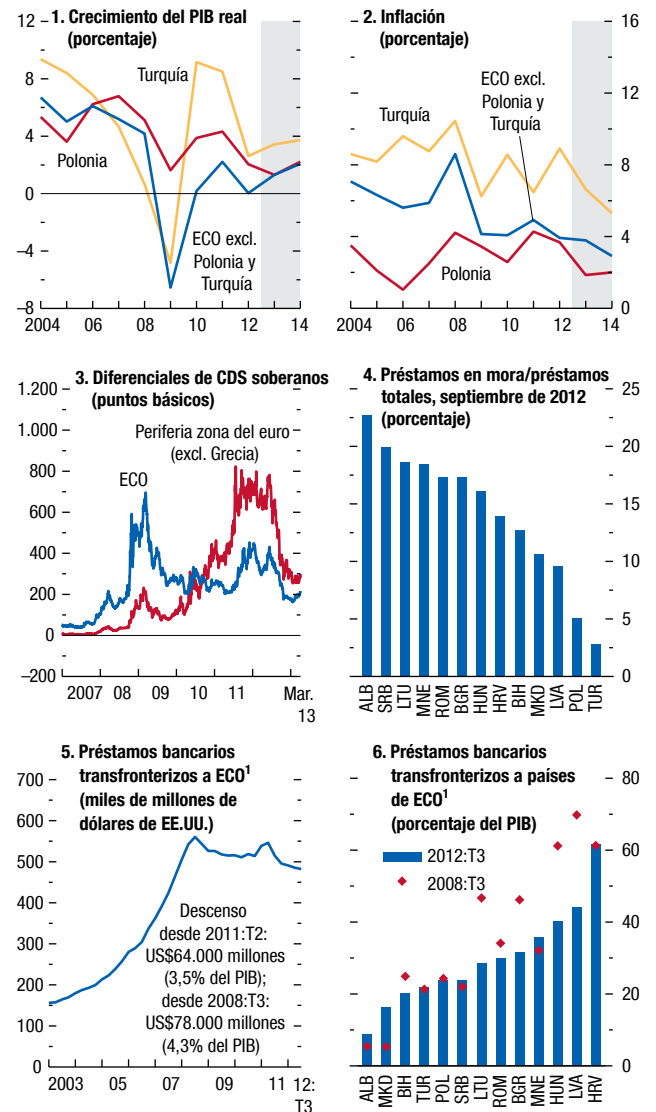
En términos generales, se prevé que el promedio anual de inflación se mantenga moderado este año en la mayoría de las economías emergentes de Europa. Solamente se proyectan tasas más altas para Turquía (6½%) y Serbia (9½%), debido en gran medida a la inercia de la inflación.

La balanza de riesgos a que están sujetas las perspectivas se inclina a la baja, aunque en menor medida que en el informe WEO de octubre de 2012, lo cual refleja menores riesgos extremos derivados de la crisis en la zona del euro. El principal riesgo a la baja es un prolongado estancamiento en los países de la zona del euro, dadas las fuertes vinculaciones económicas entre estos y los países de Europa central y oriental. Asimismo, las vulnerabilidades internas y la fragilidad derivada de la sostenibilidad fiscal, del sector bancario, o de ambos—sobre todo en algunos países de Europa sudoriental y Hungría—podrían agudizar el impacto de los shocks externos.

A la vez que se mantienen atentas a estos riesgos, las autoridades deberían seguir esforzándose por deshacerse del legado de la crisis, corrigiendo en particular el alto nivel de préstamos en mora y el elevado nivel de los déficits fiscales o la deuda pública en varios países. En los países con tipos de cambio flexibles, la política monetaria debería apuntalar la recuperación. En un plano más fundamental, muchos desafíos que habían quedado ocultos debido al auge de 2003–08 han vuelto a salir a la luz. Según el país, entre estos desafíos se incluyen el alto desempleo estructural, la baja tasa de participación en la fuerza laboral, el reducido tamaño del sector de bienes transables y el proceso de transición inconcluso.

Gráfico 2.4. Economías emergentes de Europa: Recuperación gradual de la desaceleración de 2012

Las economías emergentes de Europa sufrieron una fuerte desaceleración del crecimiento en 2012, reflejo de los efectos de contagio de la crisis de la zona del euro y del endurecimiento de las políticas en las principales economías. El porcentaje de préstamos en mora es elevado en algunas partes de la región, y han disminuido los flujos bancarios transfronterizos.



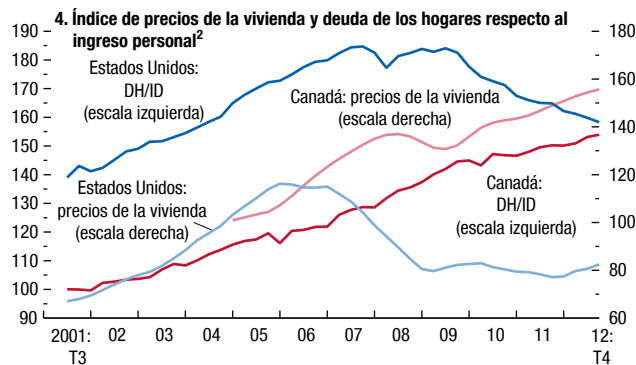
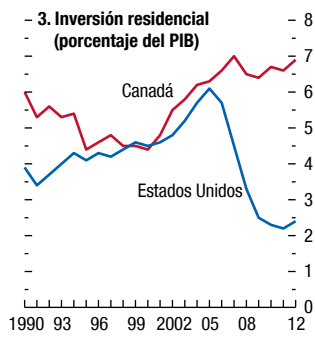
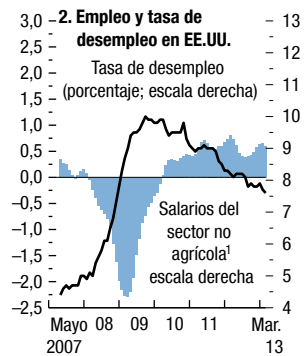
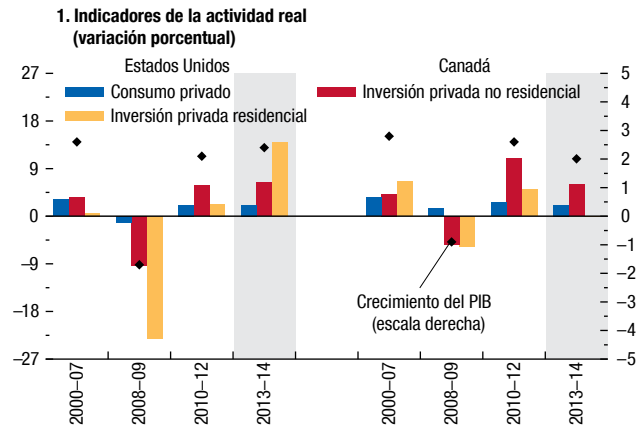
Fuentes: Banco de Pagos Internacionales (BPI), estadísticas bancarias territoriales; estadísticas nacionales; Thomson Reuters Datastream; y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: ALB = Albania; BGR = Bulgaria; BIH = Bosnia y Herzegovina; CDS = swap de incumplimiento crediticio; ECO = Europa central y oriental; HUN = Hungría; HRV = Croacia; MKD = ex República Yugoslava de Macedonia; MNE = Montenegro; LTU = Lituania; LVA = Letonia; POL = Polonia; ROM = Rumania; SRB = Serbia; TUR = Turquía. La periferia de la zona del euro incluye España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

¹ Posición externa de los bancos declarantes al BPI (de 43 países) en ECO frente a todos los sectores.

Gráfico 2.5. Estados Unidos y Canadá: Una recuperación lenta pero continuada

La recuperación está progresando en Estados Unidos; el mercado inmobiliario se está recuperando y se ha logrado evitar en gran medida la amenaza del "abismo fiscal", pero se siguen necesitando soluciones duraderas para las preocupaciones fiscales persistentes. En Canadá, la recuperación en Estados Unidos respaldará el crecimiento, pero el elevado nivel de deuda de los hogares y la moderación en el sector inmobiliario probablemente afecten al consumo privado y a la construcción residencial.



Fuentes: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Variación trimestral móvil absoluta; millones.
²DH/ID = deuda de los hogares respecto al ingreso disponible (porcentaje); para Canadá incluye solamente pasivos en condiciones de mercado; precios de la vivienda: índice Case-Shiller (enero de 2005 = 100) para Estados Unidos; índice de precios de la vivienda de CREA (2005 = 100, compuesto) para Canadá.

Estados Unidos y Canadá: El crecimiento aún es modesto pero el camino se está allanando

La recuperación avanza en Estados Unidos al reactivarse el mercado inmobiliario y mantenerse condiciones financieras propicias. Se ha contenido la amenaza de un "abismo fiscal", pero es preciso hallar soluciones duraderas a los riesgos fiscales.

En Estados Unidos se mantuvo un crecimiento deslucido durante 2012, reflejo de los considerables efectos heredados de la crisis financiera, la continua consolidación fiscal, la debilidad de las condiciones externas y shocks temporales, entre ellos la grave sequía que afectó a la actividad agrícola y a los inventarios y los trastornos provocados en el nordeste del país por el temporal Sandy. La amenaza de un abismo fiscal posiblemente también haya sido un factor en juego. Pero parece estar allanándose el camino hacia la recuperación. El crecimiento del crédito ha repuntado, y las condiciones del crédito bancario, que eran muy restrictivas, se han ido flexibilizando con lentitud. Repuntó la actividad en la construcción en 2012, aunque partiendo de niveles bajos; los precios inmobiliarios han comenzado a subir, y la creación de empleos aumentó en el segundo semestre del año, con lo cual la tasa de desempleo se situó por debajo del 8% (gráfico 2.5). Los aumentos salariales han estado contenidos, lo cual ha contribuido a mantener firmemente reprimida la presión inflacionaria.

Es probable que el mercado inmobiliario mantenga el impulso por varios años, con lo cual la inversión residencial volvería a situarse en los niveles tendenciales y el aumento de los precios inmobiliarios ayudaría a fortalecer los balances de los hogares. El consumo personal también se verá estimulado por un aumento continuo aunque moderado del empleo y por los bajos índices de endeudamiento. Al mismo tiempo, la inversión empresarial estará respaldada por condiciones financieras favorables y por una sólida rentabilidad. El fortalecimiento de la demanda privada compensará holgadamente el freno que impone al crecimiento la consolidación fiscal (de 1¾% del PIB en 2013, según las proyecciones), que en el escenario base incluye el secuestro del gasto presupuestario solamente durante el ejercicio fiscal en curso, mientras que los recortes automáticos del gasto son reemplazados a partir del último trimestre de 2013 por medidas de efecto diferido. Se prevé que como resultado el crecimiento del PIB repunte hacia el final de 2013 y se acelere, aumentando de alrededor de 2% en 2013 a 3% en 2014 (cuadro 2.2).

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

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
Economías avanzadas	1,2	1,2	2,2	2,0	1,7	2,0	-0,1	-0,1	-0,1	8,0	8,2	8,1
Estados Unidos	2,2	1,9	3,0	2,1	1,8	1,7	-3,0	-2,9	-3,0	8,1	7,7	7,5
Zona del euro ^{4,5}	-0,6	-0,3	1,1	2,5	1,7	1,5	1,2	2,3	2,3	11,4	12,3	12,3
Japón	2,0	1,6	1,4	0,0	0,1	3,0	1,0	1,2	1,9	4,4	4,1	4,1
Reino Unido ⁴	0,2	0,7	1,5	2,8	2,7	2,5	-3,5	-4,4	-4,3	8,0	7,8	7,8
Canadá	1,8	1,5	2,4	1,5	1,5	1,8	-3,7	-3,5	-3,4	7,3	7,3	7,2
Otras economías avanzadas ⁶	1,8	2,5	3,4	2,0	2,1	2,4	4,6	3,5	3,4	4,6	4,7	4,6

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Puede consultarse una lista completa de los periodos de referencia para cada país en la sección de la base de datos en línea del informe WEO que contiene información sobre cada país (www.imf.org).

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

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

La balanza de riesgos aún se inclina a la baja, aunque menos que en el informe WEO de octubre de 2012. En el ámbito externo, el principal riesgo sigue siendo que se agrave la crisis en la zona del euro, lo cual podría repercutir en Estados Unidos tanto a través de los canales comerciales como financieros, entre otras formas a través de una mayor aversión al riesgo y un fortalecimiento del dólar de EE.UU. en el contexto de la afluencia de capitales en busca de refugio seguro.

En el plano interno, la aprobación de la ley estadounidense de reducción de impuestos (American Taxpayer Relief Act) conjuró la amenaza inmediata de un abismo fiscal (gráfico 2.6), pero no aportó ninguna solución duradera para los problemas fiscales inminentes, entre ellos la necesidad de elevar el tope de la deuda y los profundos recortes automáticos de gastos en el marco del secuestro del gasto presupuestario. Estos recortes, que entraron en vigor el 1 de marzo, sustraerán alrededor de 0,3 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2013 si se mantienen durante este ejercicio fiscal (que se extiende hasta el 30 de septiembre de 2013) según los supuestos adoptados por el personal técnico del FMI. Si no se revierten antes de que comience el próximo ejercicio, restarían otros 0,2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2013. Otro riesgo es que nuevas complicaciones políticas con respecto a un aumento del tope de la deuda o la falta de avances en los planes de consolidación a mediano plazo provoquen un aumento de la prima de riesgo soberano. En un escenario de ese tipo, que también se analiza en el capítulo 1, el crecimiento durante 2015–16 sería de 1½ a 2½ puntos porcentuales menor

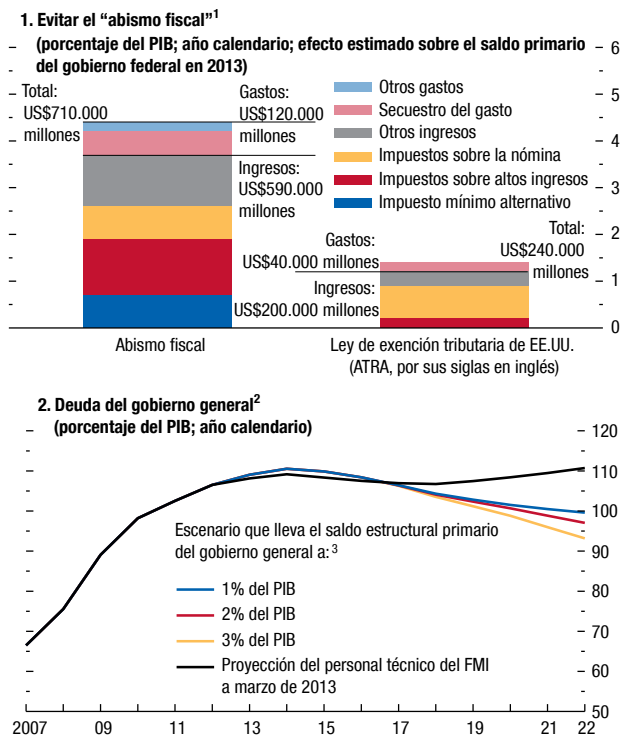
que en el escenario base, con sustanciales repercusiones negativas en el resto del mundo.

Formular un marco integral para reducir el déficit a mediano plazo sigue siendo la máxima prioridad de política económica en Estados Unidos. Pese a los avances ya logrados mediante topes a los gastos discrecionales y aumentos moderados de los impuestos, se necesita un plan integral que incluya la reforma de los programas de prestaciones sociales y medidas adicionales encaminadas a generar ingresos a fin de crear bases sostenibles para la deuda pública. Dicho plan integral debería establecer una trayectoria gradual de consolidación fiscal a corto plazo, en el contexto de la frágil recuperación y el limitado margen de maniobra de la política monetaria.

La brecha del producto sigue siendo considerable, y se prevé que mantendrá la inflación por debajo del 2% durante 2013–14. Dados los riesgos a la baja, resultan apropiadas las medidas de distensión monetaria anunciadas por la Reserva Federal en diciembre de 2012. Asimismo, la orientación condicional que impartió con respecto a las tasas aclara aún más para los participantes del mercado la trayectoria futura de la tasa de interés de los fondos federales. Si bien el personal técnico del FMI prevé el primer aumento de las tasas de política monetaria para principios de 2016, el ciclo de aplicación de políticas más restrictivas posiblemente deba comenzar antes si se materializan los riesgos al alza para el crecimiento.

En Canadá el crecimiento se desaceleró a alrededor de ¾% en el segundo semestre de 2012, dado que la actividad económica se vio contenida por la consolidación

Gráfico 2.6. Estados Unidos: Evolución fiscal



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

¹"Abismo fiscal" hace referencia a un fuerte retiro del estímulo fiscal —una combinación de aumentos de los impuestos y recortes de los gastos— previsto para el 1 de enero de 2013. En particular, se preveía que caducaran determinadas normas del impuesto sobre la renta (promulgadas en 2001, 2003 y 2009), sobre sucesiones y donaciones, normas para limitar el alcance del impuesto mínimo alternativo y determinados créditos tributarios (incluida la depreciación de bonificaciones). También se preveía que se eliminara la ampliación de las prestaciones de emergencia por desempleo y la reducción de los impuestos sobre la nómina, así como la entrada en vigor del mecanismo de recorte automático del gasto establecido por la Ley de Control Presupuestario de 2011 (el "secuestro del gasto") y las reducciones de los pagos de Medicare a médicos. La Ley de Exención Tributaria (American Taxpayer Relief Act, o ATRA), refrendada como ley el 2 de enero 2013, evitó el abismo fiscal al limitar considerablemente el retiro del estímulo fiscal. Otros gastos incluyen prestaciones de emergencia por desempleo y pagos de Medicare a médicos. Otros ingresos incluyen impuestos tras la reforma del sistema de salud y derogación de la depreciación de bonificaciones y varios créditos tributarios en caso de que llegara a materializarse el abismo fiscal. ATRA amplió la depreciación de bonificaciones y la mayoría de los demás créditos tributarios para el año fiscal de 2013, pero mantuvo los impuestos relacionados con la reforma del sistema de salud, aplazó el recorte automático por dos meses y permitió el aumento del impuesto sobre la nómina. Los impuestos sobre altos ingresos incluyen las interacciones con el impuesto mínimo alternativo: ATRA amplió de forma permanente los recortes tributarios de 2001 y 2003 para ingresos por debajo de US\$400.000/US\$450.000 (declaración individual/conjunta). ATRA aplazó el recorte automático por dos meses. El secuestro del gasto entró en vigor el 1 de marzo de 2013 y se mantendrá hasta finales del ejercicio fiscal 2013 (30 de septiembre de 2013).

²Basada en el *Manual de estadísticas de finanzas públicas* 2001.

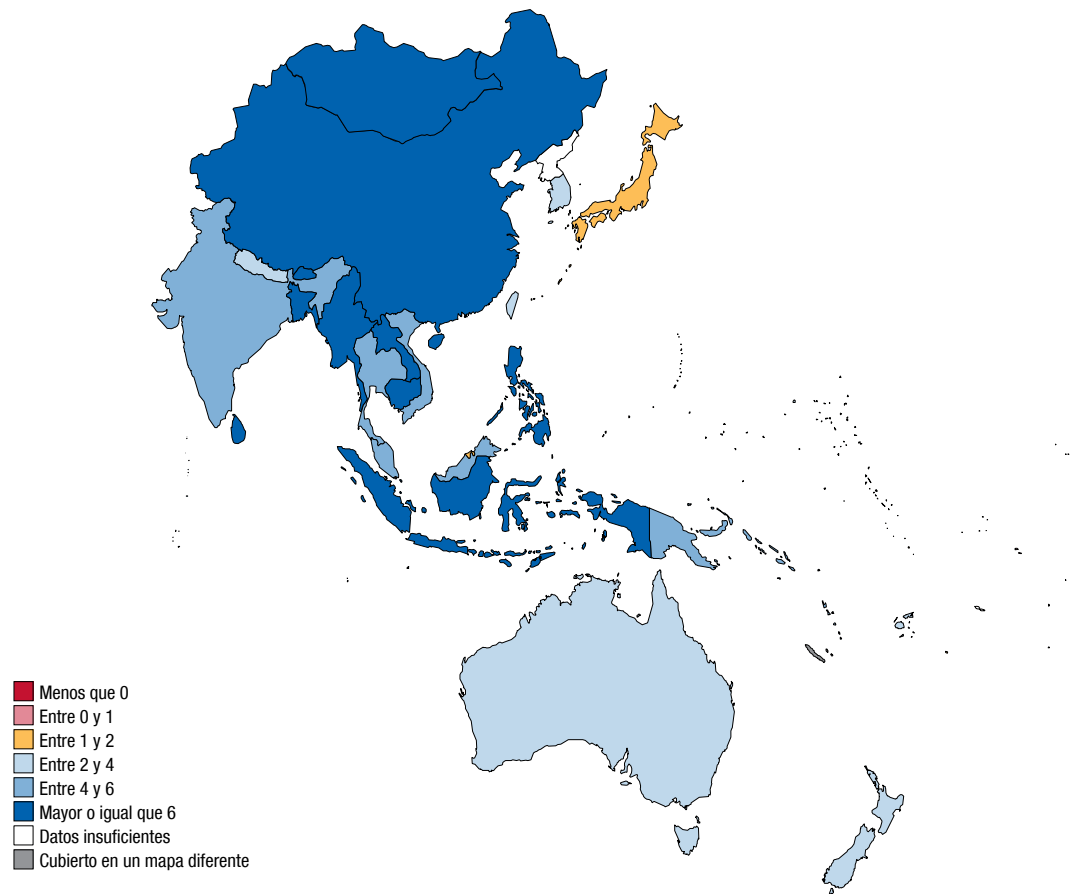
³Los escenarios ilustrados suponen una contracción anual del saldo estructural primario de alrededor del 1% del PIB hasta alcanzar la meta de saldo primario estructural del gobierno general.

fiscal, una mayor restricción del crédito para consumo, el enfriamiento del mercado inmobiliario, perturbaciones temporales en el sector de la energía y un contexto externo incierto. Se proyecta que el crecimiento económico se situará en un promedio de 1½% en 2013; la inversión empresarial y las exportaciones netas se beneficiarán de la recuperación en Estados Unidos, pero la demanda interna estará restringida debido a que el endeudamiento de los hogares es alto y el sector inmobiliario sigue moderándose. Los riesgos en torno al escenario base continúan inclinándose a la baja, en particular los derivados de una evolución fiscal adversa en Estados Unidos, nuevas turbulencias en Europa, una reducción de los precios mundiales de las materias primas y un proceso menos gradual de corrección de los desequilibrios internos. El principal reto para las autoridades de Canadá es respaldar el crecimiento a corto plazo y reducir a la vez las vulnerabilidades que puedan derivarse de shocks externos y desequilibrios internos. Aunque la consolidación fiscal es necesaria a fin de reconstituir el espacio fiscal para hacer frente a shocks futuros, hay margen para permitir el pleno funcionamiento de los estabilizadores automáticos si el crecimiento se debilitara aún más. La orientación actual de la política monetaria es adecuadamente laxa, y el ciclo de contracción monetaria debería demorarse hasta que el crecimiento se afiance nuevamente.

Asia: Sentar las bases de una prosperidad compartida

En 2012 el desempeño económico de Asia fue moderado, pero se prevé que el crecimiento repuntará gradualmente durante 2013 al fortalecerse la demanda externa y mantenerse una vigorosa demanda interna (gráfico 2.7). La demanda privada se verá apuntalada por una orientación monetaria laxa y, en algunos casos, por las políticas fiscales; por condiciones financieras favorables, y mercados de trabajo resistentes. Sin embargo, aun cuando se atenúan los riesgos extremos mundiales, adquieren mayor relevancia los riesgos y desafíos que tienen su origen dentro de la región, entre ellos el aumento gradual de los desequilibrios fiscales en algunas economías y la posibilidad de que una eventual pérdida de confianza en las políticas económicas de la región cree perturbaciones en el comercio exterior y la inversión. Las autoridades deben encontrar el equilibrio entre respaldar un crecimiento sostenible y más inclusivo y la necesidad de contener los riesgos para la estabilidad financiera mediante una supervisión adecuada.

Gráfico 2.7. Asia: Pronósticos de crecimiento del PIB en 2013
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

La actividad económica se había estabilizado en Asia al iniciarse 2013. El crecimiento se desaceleró en toda la región a mediados de 2012 tras un debilitamiento generalizado de las exportaciones tanto dentro como fuera de Asia y la implementación en China de políticas orientadas a moderar y equilibrar mejor el crecimiento (gráfico 2.8). Recientemente las exportaciones han repuntado en toda la región, como reflejo de una demanda más firme en China y las economías avanzadas (especialmente Estados Unidos).

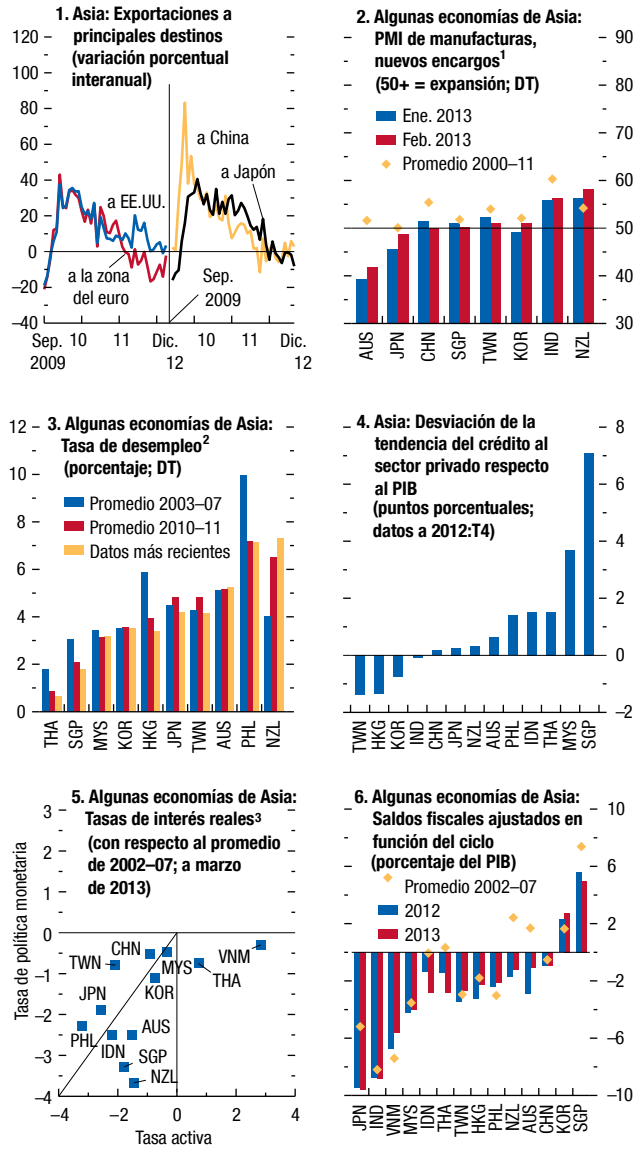
En Asia en su conjunto, el crecimiento aumentará moderadamente, a alrededor de 5¾% en 2013, en gran medida como resultado de la recuperación de la demanda externa y la persistencia de una sólida demanda interna (cuadro 2.3). El consumo y la inversión privada estarán respaldados por las condiciones favorables del mercado de trabajo —el desempleo se sitúa en los niveles más bajos en muchos años en varias economías— y por condiciones financieras relativamente

benignas. Esto último obedece a la combinación de políticas monetarias laxas; un rápido crecimiento del crédito, sobre todo en algunos miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) y una afluencia continua y fuerte de capitales, que el año pasado contribuyó a que las cotizaciones de las acciones aumentaran entre el 10% y el 20% en la mayor parte de la región.

Las economías asiáticas también se verán beneficiadas por los efectos derivados de la demanda interna, en particular la creciente demanda china y el repunte inducido por las políticas en Japón. De hecho, para varias economías la demanda directa e indirecta de China y Japón es casi tan importante como la demanda de Estados Unidos y Europa. Sin embargo, esta dinámica puede verse complicada por la reciente depreciación del yen, que puede poner a algunos exportadores de la región en competencia más directa con empresas japonesas en los mercados mundiales, en tanto que otros podrían verse favorecidos a través de las vinculaciones de la cadena de

Gráfico 2.8. Asia: Estabilización, recuperación y políticas acomodaticias

Ante las señales de estabilización de la actividad, se prevé un repunte gradual del crecimiento durante 2013, ya que la robusta demanda interna se ve respaldada por condiciones favorables en el mercado de trabajo, condiciones financieras propicias y políticas macroeconómicas acomodaticias.



Fuentes: Datos de CEIC; Markit/Haver Analytics; y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: AUS = Australia; CHN = China; HKG = RAE de Hong Kong; IDN = Indonesia; IND = India; JPN = Japón; KOR = Corea; MYS = Malasia; NZL = Nueva Zelanda; PHL = Filipinas; SGP = Singapur; THA = Tailandia; TWN = provincia china de Taiwan; VNM = Vietnam. PMI = índice de gerentes de compras; DT = desestacionalizado.

¹Un valor por encima del 50% indica expansión; por debajo del 50% indica contracción.
²Últimos datos de marzo de 2013 para Filipinas; febrero de 2013 para Corea, provincia china de Taiwan y RAE de Hong Kong; enero de 2013 para Japón y Tailandia; 2012:T4 para Singapur y Malasia; y 2012:T3 para Australia y Nueva Zelanda.
³Una posición sobre la línea a 45 grados indica un mayor recorte de la tasa activa; por debajo, un mayor recorte de la tasa de política monetaria.

suministro con Japón. Las economías de la ASEAN se han vuelto cada vez más competitivas en la producción de bienes de consumo final, lo cual será favorable para la demanda intrarregional.

Se prevé que en general la inflación se mantendrá dentro de las metas (explícitas o implícitas) fijadas por los bancos centrales. Como resultado de la moderada aceleración del crecimiento y de perspectivas estables para los precios mundiales de los alimentos y las materias primas, se prevé que la inflación general aumentará ligeramente, a 4% en 2013 en comparación con 3½% en 2012.

- En Japón, las proyecciones indican un crecimiento de 1½% en 2013, moderadamente mayor que el proyectado en el informe WEO de octubre de 2012, como resultado del nuevo estímulo monetario y fiscal, a pesar de la fuerte contracción registrada en el segundo semestre de 2012. Un sustancial estímulo fiscal —alrededor del 1½% del PIB a lo largo de dos años— elevará el crecimiento alrededor de 0,6 puntos porcentuales en 2013, y el crecimiento se verá respaldado por la recuperación de la demanda externa y por la sustancial distensión de la política monetaria en el marco de las medidas cuantitativas y cualitativas anunciadas recientemente a fin de lograr la meta de inflación de 2%.
- Se prevé que en China el crecimiento se acelerará ligeramente, a alrededor del 8% en 2013, reflejo de la persistencia de una sólida demanda interna tanto de consumo como de inversión y de una renovada demanda externa. La inflación solo aumentará moderadamente a un promedio de 3% en 2013.
- En Corea, la mejora de las exportaciones debería contribuir a estimular la inversión privada y ayudar a que el crecimiento repunte a 2¾%. La inflación está en aumento pero se prevé que se mantendrá cerca del límite inferior de la banda fijada como meta.
- En India, el crecimiento se elevará a 5¾% en 2013 como resultado de una mayor demanda externa y de las medidas implementadas recientemente para promover el crecimiento. Es probable que algunas limitaciones estructurales de importancia reduzcan el producto potencial a mediano plazo y también mantengan la inflación en un nivel elevado en comparación con el resto de la región.
- Las economías de ASEAN-5 mantendrán un vigoroso crecimiento de 6% en 2013, reflejo de la pujante demanda interna. Una larga lista de proyectos en marcha en el marco del plan de transformación económica estimulará fuertes inversiones en Malasia; un cuantioso flujo de remesas y las tasas de interés bajas deberían

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		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Asia	5,3	5,7	6,0	3,4	3,9	4,4	1,2	1,1	1,3	...	...	...
Economías avanzadas	2,1	2,2	2,6	1,1	1,2	2,8	1,5	1,1	1,4	4,2	4,0	4,0
Japón	2,0	1,6	1,4	0,0	0,1	3,0	1,0	1,2	1,9	4,4	4,1	4,1
Corea	2,0	2,8	3,9	2,2	2,4	2,9	3,7	2,7	2,4	3,3	3,3	3,3
Australia	3,6	3,0	3,3	1,8	2,5	2,5	-3,7	-5,5	-6,0	5,2	5,3	5,2
Taiwan, provincia china de	1,3	3,0	3,9	1,9	2,0	2,0	10,5	10,3	9,8	4,2	4,2	4,2
Hong Kong, RAE de	1,4	3,0	4,4	4,1	3,5	3,5	2,3	2,0	2,5	3,3	3,2	3,1
Singapur	1,3	2,0	5,1	4,6	4,0	3,4	18,6	16,9	17,2	2,0	2,0	2,1
Nueva Zelanda	2,5	2,7	2,6	1,1	1,4	2,2	-5,0	-5,8	-6,0	6,9	6,6	6,0
Economías en desarrollo	6,6	7,1	7,3	4,5	5,0	5,0	1,1	1,1	1,3	...	...	...
China	7,8	8,0	8,2	2,6	3,0	3,0	2,6	2,6	2,9	4,1	4,1	4,1
India	4,0	5,7	6,2	9,3	10,8	10,7	-5,1	-4,9	-4,6	...	...	...
ASEAN-5	6,1	5,9	5,5	3,9	4,5	4,5	0,8	0,6	0,4	...	...	...
Indonesia	6,2	6,3	6,4	4,3	5,6	5,6	-2,8	-3,3	-3,3	6,2	6,1	6,0
Tailandia	6,4	5,9	4,2	3,0	3,0	3,4	0,7	1,0	1,1	0,5	0,7	0,7
Malasia	5,6	5,1	5,2	1,7	2,2	2,4	6,4	6,0	5,7	3,0	3,0	3,0
Filipinas	6,6	6,0	5,5	3,1	3,1	3,2	2,9	2,4	2,0	7,0	7,0	7,0
Vietnam	5,0	5,2	5,2	9,1	8,8	8,0	7,4	7,9	6,3	4,5	4,5	4,5
Otras economías en desarrollo de Asia⁴	6,2	6,0	6,5	7,4	6,8	6,1	-1,6	-2,2	-2,2	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia ⁵	6,0	6,6	6,9	4,2	4,7	4,7	1,9	1,8	1,9	...	...	...

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 la sección de la base de datos en línea del informe WEO que contiene información sobre cada país (www.imf.org).

¹Los movimientos de los precios al consumidor se indican como promedios anuales. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

⁵Las economías emergentes de Asia comprenden todas las economías en desarrollo de Asia y Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

seguir respaldando el consumo privado y la inversión en Filipinas, e Indonesia se beneficiará de la recuperación de la demanda de materias primas en China. En Tailandia, se prevé que el crecimiento retomará un ritmo más normal tras registrar una recuperación en forma de V, impulsada por las obras públicas de reconstrucción y por otras inversiones relacionadas con las inundaciones en 2012.

El posible impacto en Asia resultante de los riesgos externos sigue siendo considerable. De producirse una desaceleración mundial grave, la caída de la demanda externa sería una poderosa fuerza que pesaría sobre la mayoría de las economías abiertas de Asia, entre otras formas a través del efecto de segunda ronda que tendría una reducción de la inversión y el empleo en los sectores exportadores. Por ejemplo, en el escenario analizado en el capítulo 1 en el cual una reevaluación de los riesgos soberanos en las economías avanzadas induciría la aplicación de políticas fiscales más restrictivas y una disminución del crecimiento, las economías asiáticas

emergentes registrarían, en promedio, un crecimiento alrededor de 1 punto porcentual menor en 2015–16.

A medida que se atenúan en cierta medida los riesgos extremos mundiales, cobran relevancia los riesgos y desafíos para el crecimiento que tienen su origen dentro de la región. En una serie de economías se están acumulando desequilibrios financieros y los precios de los activos están aumentando, impulsados por el rápido crecimiento del crédito y por condiciones de financiamiento favorables. En China, el uso de más instrumentos financieros basados en el mercado implica que alrededor de la mitad de la intermediación financiera actualmente tiene lugar fuera de los canales bancarios tradicionales en sectores del sistema financiero que no están tan bien supervisados, lo cual genera riesgos crecientes. En el escenario analizado en el capítulo 1 según el cual las perspectivas de crecimiento para los mercados emergentes se revisan a la baja y la inversión disminuye, el producto de Asia podría ser más de 2% inferior a la proyección de base, e incluso menor si un aumento de

los diferenciales de tasas provoca una salida de capitales. Hay una serie de riesgos adicionales que son más difíciles de prever pero que podrían causar perturbaciones teniendo en cuenta el alto grado de integración de la red de la cadena de suministros en Asia y la dependencia cada vez mayor de la demanda y el financiamiento regionales. Estos riesgos comprenden las perturbaciones al comercio exterior derivadas de litigios territoriales, una pérdida de confianza en los esfuerzos por restablecer la solidez de la economía japonesa y la interrupción de las reformas y la recuperación en China¹.

Las autoridades de la región deben recomponer el margen de maniobra de la política macroeconómica a la vez que contienen los riesgos para la estabilidad financiera. Los bancos centrales asiáticos ya han imprimido a la política monetaria una orientación laxa, reduciendo las tasas de política monetaria o manteniéndolas bajas durante 2012 en el contexto de perspectivas de crecimiento inciertas y de una inflación en general baja y estable. Esta orientación les ha sido útil, pero en el futuro habrá divergencias en la dirección de las medidas de política monetaria dentro de la región. En las economías emergentes de Asia, las medidas macroprudenciales deberán desempeñar un papel importante en aquellas economías donde el crédito sigue creciendo con demasiada rapidez y pone en peligro la estabilidad financiera, especialmente si está acompañado de cuantiosas y persistentes entradas de capitales. En China, debería acelerarse la reforma del sector financiero a fin de contener los riesgos relacionados con el veloz crecimiento del crédito total y evitar que siga acumulándose un exceso de capacidad. Asimismo, la Comisión China de Regulación Bancaria ha anunciado recientemente medidas orientadas a reforzar la supervisión de las actividades de los bancos no consignadas en los balances. La adopción en Japón de un nuevo marco de distensión monetaria cuantitativa y cualitativa es un paso positivo, y para que tenga éxito y logre una inflación de 2% en un plazo de dos años, la distensión debe estar acompañada de reformas de gran alcance en pro del crecimiento y en el plano fiscal que aseguren una recuperación sostenida con limitados riesgos fiscales.

Las circunstancias de cada país también determinarán el ritmo adecuado de la consolidación fiscal,

¹Por ejemplo, como se destaca en el informe *2012 Spillover Report* (FMI, 2012) un aumento brusco de los rendimientos podría reducir el crecimiento en Asia alrededor de dos puntos porcentuales.

incluida la necesidad de reequilibrar la demanda y la disponibilidad de un margen de maniobra adecuado para adoptar políticas. Para algunas economías con grandes superávits externos y una baja deuda pública, puede resultar apropiado recurrir a medidas fiscales para respaldar la demanda interna. En términos más generales, los déficits estructurales son mayores que antes de la crisis y es necesario recomponer el margen de maniobra fiscal. Los estabilizadores automáticos deberían ser la primera línea de defensa si el crecimiento es menor de lo esperado.

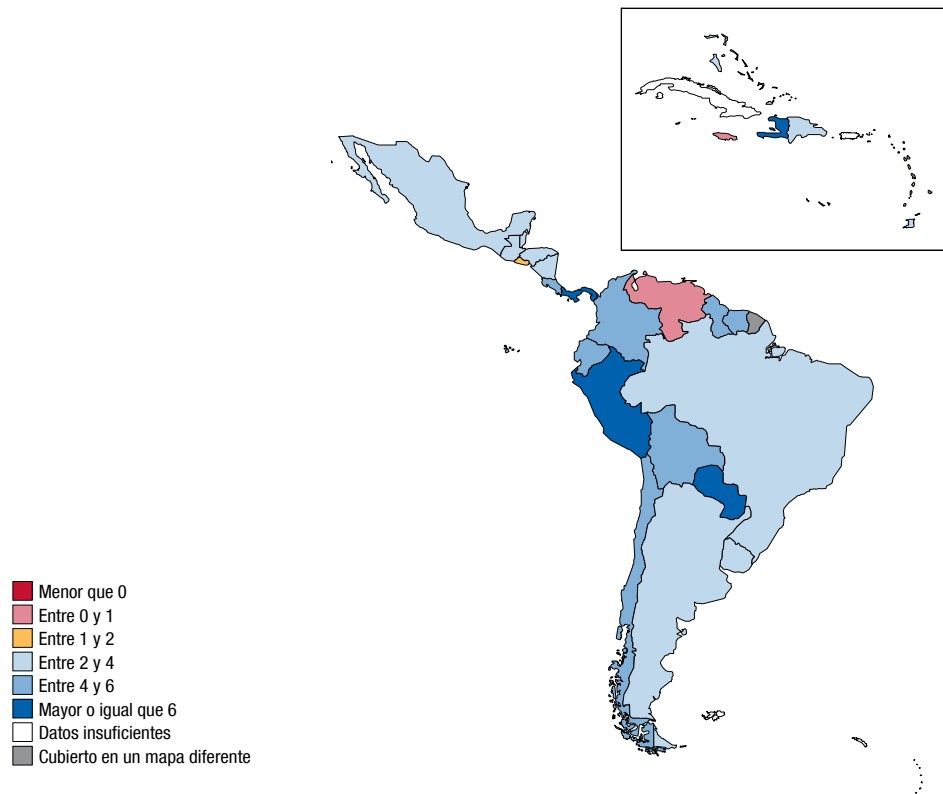
La prioridad fundamental a mediano plazo es mantener el crecimiento económico y lograr que sea más inclusivo. También a este respecto, las medidas de política que han de adoptarse son diferentes entre los distintos países de la región e incluyen reequilibrar la economía, fortalecer la inversión privada, reformar los mercados de trabajo y de productos, mejorar las políticas de impuestos y gastos y hacer frente a los rápidos cambios demográficos. Las autoridades asiáticas deberían emprender medidas colectivas coordinadas para profundizar la integración comercial de la región.

América Latina y el Caribe: Mayor crecimiento respaldado por condiciones de financiamiento favorables

El crecimiento del producto se moderó en cierta medida en América Latina y el Caribe (ALC) durante 2012, pero la demanda interna se mantiene firme y los déficits en cuenta corriente externa se han ampliado más, a pesar del alto nivel de precios de las materias primas. Se proyecta que el crecimiento aumentará a 3½% en 2013, gracias a un repunte de la demanda externa, condiciones de financiamiento favorables y el efecto de la aplicación de políticas más laxas en algunos países (gráfico 2.9). Las autoridades en América Latina tienen que reforzar las defensas fiscales, frenar la acumulación de factores de vulnerabilidad financiera e impulsar reformas que promuevan el crecimiento. En la región del Caribe, los desafíos de política económica son más apremiantes porque el crecimiento sigue frenado por los altos niveles de deuda y la poca competitividad.

El crecimiento del PIB real en la región de ALC descendió de 4½% en 2011 a 3% en 2012 debido a la desaceleración de la demanda externa y, en algunos casos, al impacto de factores internos. La desaceleración fue especialmente pronunciada en Brasil,

Gráfico 2.9. América Latina y el Caribe: Pronósticos de crecimiento del PIB en 2013
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: Las 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 (producto interno bruto). 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.

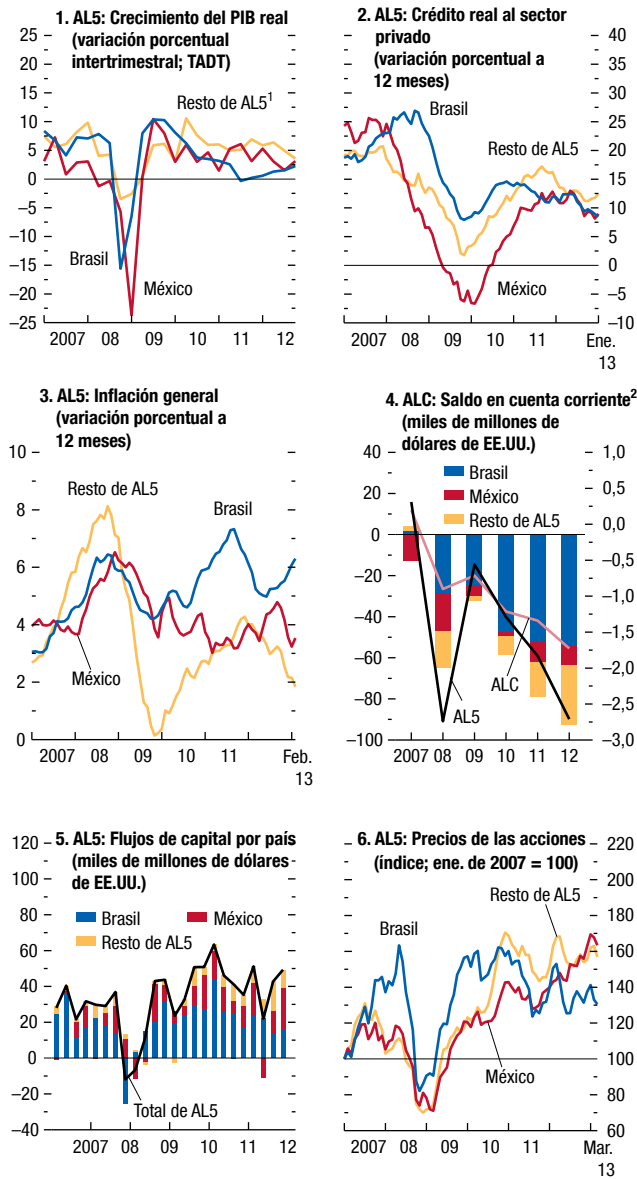
la mayor economía de la región, donde el fuerte estímulo de la política económica no logró incentivar la inversión privada. La desaceleración en Brasil se propagó a sus socios comerciales en la región, en particular Argentina, Paraguay y Uruguay. En Argentina, los amplios controles a las operaciones cambiarias y a las importaciones también incidieron en la confianza y la inversión. En la mayoría de las otras economías integradas a los mercados financieros (Chile, México, Perú), el crecimiento se mantuvo vigoroso, y se moderó gradualmente hacia su nivel potencial (gráfico 2.10). La actividad económica en América Central también demostró ser resistente y se expandió en promedio un 4¾% en 2012. Sin embargo, en buena parte de la región del Caribe la recuperación se mantuvo reprimida por los altos niveles de deuda y los flojos ingresos generados por el turismo.

A pesar de la moderación del crecimiento, la demanda interna siguió siendo robusta en la mayor parte de América Latina, respaldada por condiciones de financiamiento favorables y un alto nivel de precios de las materias primas. En las principales economías integradas a los mercados financieros, los déficits en cuenta corriente externa aumentaron en promedio a 3% del PIB en 2012 (de 1¼% en 2010)². Mientras tanto, la inflación en estas economías se mantuvo en general bien anclada, aunque por encima del punto medio de la meta de inflación en algunos casos (como Brasil y Uruguay). Han entrado cuantiosos capitales, y el aumento de los flujos de inversión de cartera en el segundo semestre de 2012 elevó los precios de las acciones y las monedas locales. El crecimiento del

²Este grupo incluye Chile Colombia, México, Perú y Uruguay.

Gráfico 2.10. América Latina: Crecimiento respaldado por condiciones de financiamiento favorables

El crecimiento del producto se moderó en gran parte de la región, observándose la mayor desaceleración en Brasil. La demanda interna y el crédito bancario continuaron creciendo a buen ritmo; la inflación ha estado en general contenida, pero siguen aumentando los déficits en cuenta corriente. Los flujos de capitales siguen siendo vigorosos, con un reciente aumento en los flujos de inversión de cartera que fortaleció tanto las monedas como los mercados de acciones.



Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: ALC = América Latina y el Caribe. AL5 incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Resto de AL5 se refiere al promedio simple para Chile, Colombia y Perú (salvo indicación contraria). TADT = tasa anualizada desestacionalizada. ¹Para Colombia, el crecimiento corresponde aproximadamente a cuatro trimestres. ²Resto de AL5: total para Chile, Colombia, Perú. AL5: promedio simple; porcentaje del PIB, escala derecha. ALC: porcentaje del PIB, escala derecha.

crédito bancario y la emisión de bonos siguieron siendo fuertes en muchos países, y se registró un aumento de la deuda de los hogares y las empresas.

En este contexto, se proyecta que el crecimiento del PIB real en ALC aumentará a 3½% en 2013 (cuadro 2.4):

- En Brasil, el crecimiento, que fue inferior al 1% en 2012, subirá a 3% debido al efecto rezagado de la aplicación de políticas internas más laxas y medidas destinadas a fomentar la inversión privada. Sin embargo, las limitaciones de la oferta podrían frenar el ritmo de crecimiento a corto plazo. Se prevé que la actividad en otros países exportadores de materias primas seguirá siendo fuerte. Una excepción notable es Venezuela, cuyo crecimiento se proyecta que se desacelerará bruscamente a medida que disminuya el ritmo de gasto fiscal. Se prevé asimismo que el crecimiento del consumo privado en Venezuela disminuirá a corto plazo tras la reciente devaluación de la moneda y la aplicación de controles cambiarios más estrictos.
- En México se prevé que el crecimiento se aproximará a su nivel potencial y será de 3½% tanto en 2013 como en 2014, ya que la demanda interna estará apuntalada por la confianza sostenida de las empresas y los consumidores y la resistencia de las exportaciones. La amplia utilización de la capacidad hace pensar que la inversión seguirá recuperándose, y el crecimiento sostenido del empleo y las favorables condiciones crediticias deberían apoyar el consumo.
- Se proyecta que la mayoría de las economías de América Central se expandirán en línea con su potencial (aproximadamente un 4½%) gracias al fortalecimiento de las exportaciones y las remesas, aunque la consolidación fiscal puede reprimir la demanda en algunos casos.
- La recuperación continuará en gran parte de la región del Caribe, con un repunte gradual de los flujos de turismo. Sin embargo, los altos niveles de deuda y la escasa competitividad seguirán reprimiendo el crecimiento.

Los riesgos a la baja para las perspectivas a corto plazo de ALC se han atenuado, ya que las medidas de política adoptadas en Estados Unidos y la zona del euro han contenido las amenazas inmediatas para el crecimiento mundial. No obstante, mientras no concluya el saneamiento del sector financiero de la zona del euro, las filiales de los bancos europeos en la región siguen siendo vulnerables a un potencial desapalancamiento. Mientras tanto, la reacceleración del crecimiento en China debería ayudar a apoyar los precios de las materias primas y las exportaciones de la región. La expansión de la demanda interna, que

Cuadro 2.4. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de América
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
América del Norte	2,3	2,0	2,9	2,2	2,0	1,9	-3,0	-2,8	-2,9	...	...	...
Estados Unidos	2,2	1,9	3,0	2,1	1,8	1,7	-3,0	-2,9	-3,0	8,1	7,7	7,5
Canadá	1,8	1,5	2,4	1,5	1,5	1,8	-3,7	-3,5	-3,4	7,3	7,3	7,2
México	3,9	3,4	3,4	4,1	3,7	3,2	-0,8	-1,0	-1,0	4,8	4,8	4,5
América del Sur⁴	2,6	3,4	4,1	6,8	7,2	6,7	-1,7	-1,6	-2,1	...	...	...
Brasil	0,9	3,0	4,0	5,4	6,1	4,7	-2,3	-2,4	-3,2	5,5	6,0	6,5
Argentina ⁵	1,9	2,8	3,5	10,0	9,8	10,1	0,1	-0,1	-0,5	7,2	7,1	6,8
Colombia	4,0	4,1	4,5	3,2	2,2	3,0	-3,4	-3,4	-2,9	10,4	10,3	10,0
Venezuela	5,5	0,1	2,3	21,1	27,3	27,6	2,9	6,2	7,7	7,8	7,8	7,8
Perú	6,3	6,3	6,1	3,7	2,1	2,3	-3,6	-3,5	-3,4	6,8	6,8	6,8
Chile	5,5	4,9	4,6	3,0	2,1	3,0	-3,5	-4,0	-3,6	6,5	6,5	6,6
Ecuador	5,0	4,4	3,9	5,1	4,7	4,1	-0,5	-1,3	-1,5	5,3	5,8	6,0
Bolivia	5,2	4,8	5,0	4,5	4,6	4,3	7,5	4,8	3,5	5,4	5,4	5,3
Uruguay	3,8	3,8	4,0	8,1	7,3	7,2	-3,4	-2,9	-2,5	6,1	6,5	7,0
Paraguay	-1,2	11,0	4,6	3,8	3,6	5,0	-2,0	-2,4	-2,9	5,8	5,4	5,5
América Central⁶	4,8	4,4	4,1	4,5	4,6	4,7	-6,6	-6,6	-6,3	...	...	...
El Caribe⁷	2,4	2,2	3,0	5,1	5,1	4,6	-4,5	-3,3	-2,4	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe ⁸	3,0	3,4	3,9	6,0	6,1	5,7	-1,7	-1,7	-2,0	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental ⁹	0,0	1,2	2,2	3,0	3,1	2,6	-17,8	-18,3	-18,0	...	...	...

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 la sección de la base de datos en línea del informe WEO que contiene información sobre cada país (www.imf.org).

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴También incluye Guyana y Suriname.

⁵Las cifras 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 del PIB (producto interno bruto) y del IPC-GBA (índice de precios al consumidor para el Gran Buenos Aires). Otras fuentes de datos muestran un crecimiento real significativamente más bajo que el que indican los datos oficiales desde 2008 y tasas de inflación considerablemente más altas que las que indican los datos oficiales desde 2007. En este contexto, el FMI también está usando otras estimaciones del crecimiento del PIB y de la inflación del IPC a los efectos de la supervisión de la evolución macroeconómica en Argentina.

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

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

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

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

está apoyada por la gran afluencia de capitales y por condiciones de financiamiento favorables, quizá sea mayor de lo proyectado, particularmente si se producen desviaciones en la ejecución de los planes de consolidación fiscal.

Sin embargo, a mediano plazo continúan predominando los riesgos a la baja. Los principales riesgos siguen siendo la potencial reversión de las condiciones favorables de financiamiento externo y los precios de las materias primas. Como se observa en los escenarios de riesgo en el capítulo 1, la región se vería gravemente afectada por una desaceleración brusca en las economías de mercados emergentes, en particular en China. Específicamente, una disminución de 10% de la inversión privada en el grupo BRICS (Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica) podría reducir el producto de América Latina en más de 1 punto porcentual

durante 2013–14, debido al efecto en la demanda de materias primas y otras exportaciones. Una combinación de menor inversión y menor retiro de capitales reduciría el producto de la región en más de 2 puntos porcentuales con respecto al escenario base. Además, la persistente incertidumbre acerca de las perspectivas fiscales a mediano plazo para las economías avanzadas podría incrementar la aversión al riesgo y ampliar los diferenciales soberanos, con implicaciones negativas para el crecimiento mundial.

La deuda y los déficits fiscales de muchos países permanecen en niveles más altos que antes de la crisis. Como las brechas del producto se han cerrado en la mayor parte de la región, las autoridades deberían aprovechar las condiciones económicas relativamente favorables para avanzar con la consolidación

fiscal. La prudencia fiscal también ayudaría a mitigar el aumento de las cuentas corrientes y la apreciación de los tipos de cambio reales. Los esfuerzos de consolidación fiscal deben proteger la inversión pública y el gasto en educación, que son muy necesarios. Si se materializaran los riesgos a la baja para las perspectivas, la política monetaria debería ser la primera línea de defensa en los países donde las expectativas de inflación están firmemente ancladas.

La afluencia de cuantiosos capitales potencialmente volátiles sigue siendo un desafío para la región. Las políticas tienen que procurar limitar la acumulación de factores de vulnerabilidad en los sectores financiero y empresarial en un entorno en que el financiamiento externo es barato y está fácilmente disponible. Debe seguir usándose la flexibilidad del tipo de cambio para amortiguar los shocks y evitar flujos de capitales especulativos. También será crucial una estricta regulación y supervisión prudencial, centrada en identificar factores de vulnerabilidad y limitar los riesgos sistémicos, así como niveles adecuados de capitalización y dotación de provisiones para préstamos incobrables en las economías donde el crédito ha experimentado un rápido crecimiento recientemente.

A mediano plazo el desafío básico sigue consistiendo en promover la productividad y la competitividad. Las fuertes tasas de crecimiento en América Latina en los últimos años han estado respaldadas por una mayor utilización de la mano de obra y un rápido crecimiento del crédito, factores que probablemente se moderarán. Para mantener las altas tasas de crecimiento del producto potencial, la región tiene que invertir más en infraestructura y capital humano, mejorar el clima de negocios y el marco regulatorio y diversificar las exportaciones. El aumento de la competitividad es asimismo crucial para la región del Caribe, donde un mayor crecimiento también ayudaría a aliviar la pesada carga de la deuda.

Oriente Medio y Norte de África: Reducción de las diferencias en una región que avanza a dos velocidades

El desempeño económico de Oriente Medio y Norte de África una vez más arrojó resultados mixtos en 2012. Si bien la mayoría de los países exportadores de petróleo de la región crecieron a ritmos saludables, el crecimiento económico siguió siendo lento en los países importadores de petróleo, que en muchos casos están atravesando transiciones políticas. Se prevé que en 2013 estas diferencias se reducirán

debido a una contracción de la producción de hidrocarburos en los exportadores de petróleo y una leve recuperación económica de los importadores de petróleo. Muchos países tienen ante sí el reto inmediato de restablecer o mantener la estabilidad macroeconómica en un entorno de incertidumbre política y malestar social, pero la región no puede perder de vista el desafío a mediano plazo de diversificar sus economías, creando más puestos de trabajo y generando un crecimiento más inclusivo.

El crecimiento en la región de OMNA se situó en un nivel relativamente robusto de 4¾% en 2012, pero se espera que descienda a 3% en 2013, en gran medida debido a la desaceleración prevista entre los países exportadores de petróleo (gráfico 2.11; cuadro 2.5)³.

Economías exportadoras de petróleo

En 2012 los países exportadores de petróleo de la región de OMNA registraron un crecimiento robusto que alcanzó aproximadamente 5¾%, debido sobre todo al casi completo restablecimiento de la producción petrolera de Libia y a fuertes expansiones en los países del Consejo de Cooperación del Golfo. Según las proyecciones, el crecimiento económico descenderá a 3¼% en 2013, a medida que la producción petrolera se desacelere a raíz de una demanda mundial de petróleo relativamente débil. Se prevé que la oferta adicional de crudo de Iraq y Libia compensará con creces una merma de las exportaciones de petróleo de Irán este año, en tanto que una menor demanda neta de exportaciones de Arabia Saudita reducirá levemente la producción. Como resultado, se prevé un estancamiento del PIB petrolero agregado en 2013, a diferencia del crecimiento de 4½% registrado en 2012.

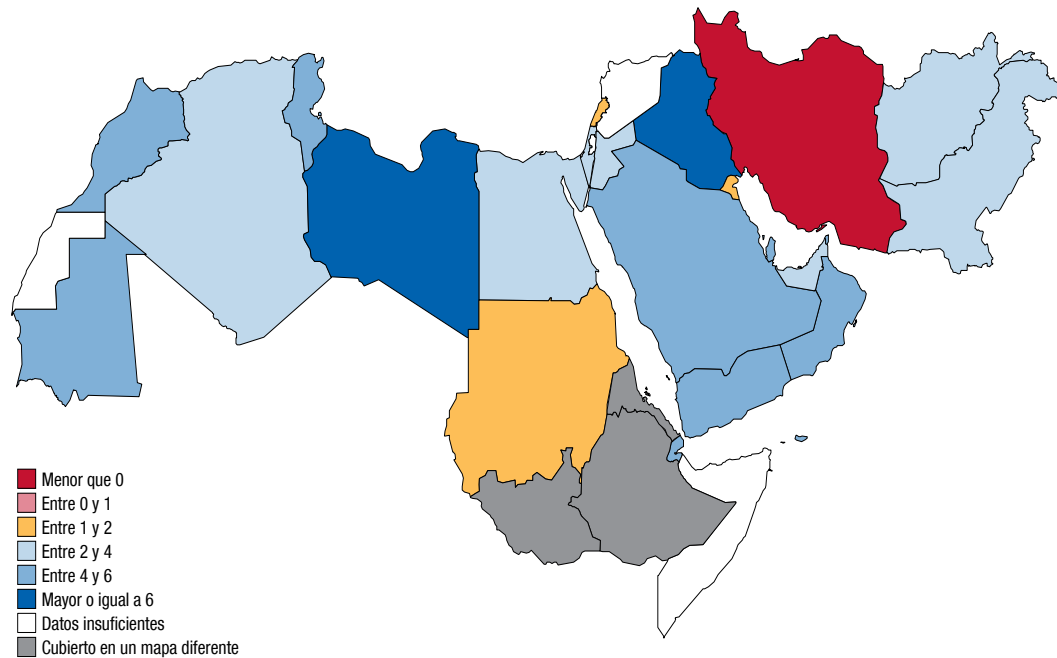
Un cuantioso y sostenido gasto público seguirá respaldando el crecimiento pujante del PIB no petrolero, que se prevé será de 4¼% este año. En general, se proyecta que el crecimiento en los países exportadores de petróleo de la región aumentará a alrededor de 3¾% en 2014 gracias al mayor crecimiento del PIB no petrolero y a la reanudación del crecimiento del PIB petrolero⁴.

Se prevé que la inflación seguirá siendo moderada en la mayoría de los países exportadores de petró-

³Siria ha sido excluida de los agregados regionales y las proyecciones desde 2011 debido a la actual guerra civil.

⁴Arabia Saudita revisó recientemente sus datos sobre el PIB, y el resultado fue un nivel del PIB significativamente más alto y mayores tasas de crecimiento estimado en 2011 y 2012.

Gráfico 2.11. Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: Pronósticos de crecimiento del PIB en 2013
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: Incluye Israel.

leo debido a una menor inflación de precios de los alimentos, un entorno favorable de inflación mundial y menores aumentos de los alquileres en algunos países del Consejo de Cooperación del Golfo. En el caso de Irán, se prevé que algunos de estos factores contribuirán a reducir la inflación en 2013. Sin embargo, es probable que el entorno macroeconómico siga siendo complicado, dada la fuerte depreciación de la moneda y las condiciones externas desfavorables, que tenderán a mantener la inflación en niveles relativamente altos.

Los riesgos para las perspectivas a corto plazo de los países exportadores de petróleo giran en torno a la evolución de los precios del crudo y el crecimiento mundial. Si bien los saldos fiscales y externos son sensibles a las fluctuaciones de los precios del petróleo, muchos países tienen niveles bajos de deuda pública y podrían recurrir a sus reservas acumuladas para apuntalar la demanda en el caso de una baja de precios del petróleo. No obstante, una caída prolongada de los precios del crudo provocada por una desaceleración de la actividad económica mundial se traduciría en déficits fiscales para la mayoría de los países exportadores de petróleo. De hecho, en el escenario de desaceleración de los mercados emergentes que se describe en el capítulo

1, los precios del petróleo se situarían por debajo del nivel necesario para equilibrar los presupuestos de la mayoría de los países por muchos años, a menos que se adopten políticas internas de respuesta.

En el caso de los países exportadores de petróleo, se deben contener los aumentos del gasto público que son difíciles de revertir, como los salarios, para generar capacidad de resistencia ante un posible descenso sostenido del precio del petróleo. Los gastos de capital pueden continuar pero es necesario establecer un orden de prioridad para garantizar que la calidad de la inversión pública no se vea comprometida. La consolidación fiscal reviste más urgencia para algunos países exportadores de petróleo de bajo ingreso (en particular Yemen), que ya soportan la carga de sus limitadas posiciones fiscales. En términos más generales, los países necesitan seguir adelante con los esfuerzos para formular marcos de política fiscal que mitiguen los efectos económicos de la volatilidad del precio del petróleo y que garanticen el uso sostenible de la riqueza derivada de los recursos naturales.

Para abordar los desafíos a mediano plazo, los países exportadores de petróleo deben seguir impulsando reformas para acelerar el ritmo de diversificación económica y apoyar la creación de empleo. Lo primero

Cuadro 2.5. 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		
	2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
Oriente Medio y Norte de África	4,8	3,1	3,7	10,7	9,6	9,0	12,5	10,8	8,9	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	5,7	3,2	3,7	11,3	10,0	8,5	16,6	14,3	12,0	...	...	...
Irán	-1,9	-1,3	1,1	30,6	27,2	21,1	4,9	3,6	1,9	12,5	13,4	14,7
Arabia Saudita	6,8	4,4	4,2	2,9	3,7	3,6	24,4	19,2	16,1	...	...	...
Argelia	2,5	3,3	3,4	8,9	5,0	4,5	5,9	6,1	4,5	9,7	9,3	9,0
Emiratos Árabes Unidos	3,9	3,1	3,6	0,7	1,6	1,9	8,2	8,4	7,9	...	...	...
Qatar	6,6	5,2	5,0	1,9	3,0	4,0	29,5	29,3	23,7	...	...	...
Kuwait	5,1	1,1	3,1	2,9	3,3	3,8	45,0	40,8	37,6	2,1	2,1	2,1
Iraq	8,4	9,0	8,4	6,1	4,3	5,5	7,0	3,6	2,9	...	...	...
Importadores de petróleo⁵	1,9	2,7	3,7	8,7	8,3	10,6	-7,7	-5,7	-4,9	...	...	...
Egipto	2,2	2,0	3,3	8,6	8,2	13,7	-3,1	-2,1	-1,6	12,3	13,5	14,3
Marruecos	3,0	4,5	4,8	1,3	2,5	2,5	-9,6	-7,0	-5,8	8,8	8,7	8,6
Túnez	3,6	4,0	4,5	5,6	6,0	4,7	-8,0	-7,3	-6,6	18,9	16,7	16,0
Sudán	-4,4	1,2	2,6	35,5	28,4	29,4	-11,2	-6,9	-5,9	10,8	9,6	8,4
Libano	1,5	2,0	4,0	6,6	6,7	2,4	-16,1	-16,1	-14,6	...	...	...
Jordania	2,8	3,3	3,5	4,8	5,9	3,2	-18,1	-10,0	-9,1	12,2	12,2	12,2
<i>Partidas informativas</i>												
Oriente Medio, Norte de África,												
Afganistán y Pakistán	4,7	3,1	3,7	10,7	9,4	9,0	11,5	9,9	8,2	...	...	...
Pakistán	3,7	3,5	3,3	11,0	8,2	9,5	-2,0	-0,7	-0,8	7,7	9,2	10,7
Afganistán	10,2	3,1	4,8	4,4	6,1	5,8	4,0	1,6	0,3	...	...	...
Magreb ⁶	15,3	6,1	5,0	5,9	4,1	4,1	6,3	5,5	3,6	...	...	...
Mashreq ⁷	2,2	2,1	3,3	8,2	7,9	11,8	-6,1	-4,6	-4,1	...	...	...

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 la sección de la base de datos en línea del informe WEO que contiene información sobre cada país (www.imf.org).

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.

⁶El Magreb comprende Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez.

⁷El Mashreq comprende Egipto, Jordania y Libano. Excluye Siria.

depende de que se sigan realizando inversiones en infraestructura para mejorar más el clima de negocios, mientras que para lograr lo segundo será necesario promover la educación y capacitación, mejorar los servicios de colocación y examinar los incentivos laborales en el sector privado en comparación con los del sector público.

Economías importadoras de petróleo

En los países importadores de petróleo de la región de OMNA el crecimiento en 2012 superó en algo lo proyectado en el informe WEO de octubre de 2012 y se situó en alrededor de 2%, pero sigue estando refrenado por varios factores: continua incertidumbre política y episodios de tensión social en diversos países árabes en transición, importantes efectos de contagio a escala regional por la agudización del conflicto

en Siria, débil demanda externa proveniente de los socios comerciales europeos y carestía persistente de las materias primas (en especial alimentos y combustibles)⁵. Como resultado, las exportaciones de bienes y los flujos de inversión extranjera directa (IED) han disminuido, los flujos de turismo permanecen por debajo de los niveles de 2010 (inclusive en Egipto y Libano) y el desempleo ha aumentado en muchos países (gráfico 2.12). Al mismo tiempo, la inflación en general ha permanecido contenida, debido a una floja demanda. Aparte de estas tendencias generales, unos cuantos factores destacados en determinados países también han incidido en los resultados:

⁵Los países árabes en transición son Egipto, Jordania, Libia, Marruecos, Túnez y Yemen.

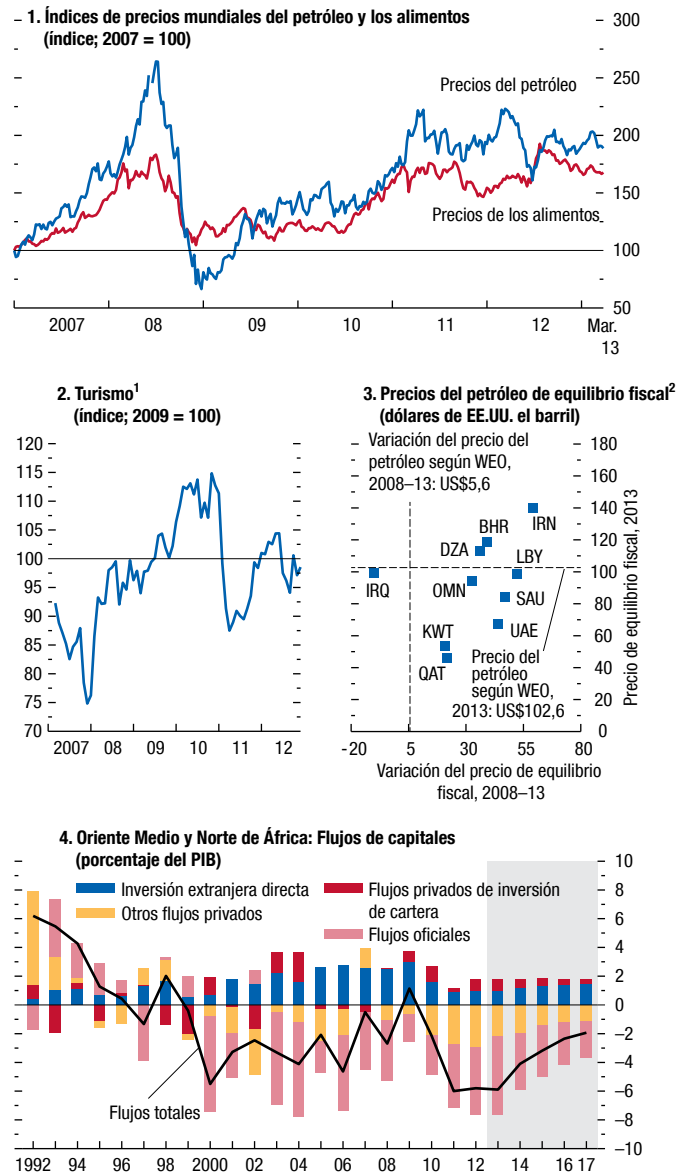
- Los casos de crecimiento sorpresivo al alza en 2012 estuvieron relacionados con una cosecha favorable en Afganistán, el repunte del turismo en Túnez e ingresos derivados de las materias primas mayores de lo previsto en Mauritania.
- En Egipto, la incertidumbre generada por una prolongada transición política reprimió el crecimiento y causó un aumento de los desequilibrios fiscales y externos.
- En Jordania, el crecimiento se ha visto afectado por perturbaciones en las rutas de comercio que atraviesan Siria y huelgas en el sector minero.
- En Marruecos, un período prolongado de buen desempeño económico se ha visto complicado por el deterioro de la situación en Europa; los elevados precios del petróleo y los alimentos y, en 2012, una producción agrícola inferior al promedio, y una mayor presión sobre las cuentas públicas y externas.
- En Pakistán, los fuertes déficits fiscales y un complicado clima de negocios están contribuyendo a una drástica caída de la inversión privada y el crecimiento.
- En Sudán, la actividad agrícola repuntó considerablemente, pero las continuas escaramuzas militares con el vecino Sudán del Sur, así como la pérdida de la producción petrolera y las exportaciones tras la secesión, provocaron una merma importante del producto en 2012.

Las débiles condiciones internas y externas seguirán planteando desafíos a los países importadores de petróleo de la región de OMNA en 2013–14. Se proyecta que el crecimiento será de 2¾% este año, que equivale a una revisión a la baja de ½ punto porcentual en relación con el informe WEO de octubre de 2012 y que se debe al progreso más lento de las transiciones políticas y la prolongada recuperación en los socios comerciales de Europa. No obstante, suponiendo que avanzaran las transiciones políticas y económicas de la región, el crecimiento de los países importadores de petróleo podría acelerarse a 3¾% en 2014. Se prevé que durante 2013–14 la inflación subirá, como resultado de la monetización de los desequilibrios fiscales en varios países y de recortes de los subsidios de los precios de las materias primas, pese a la moderación de los precios de importación de dichas materias.

Los riesgos a la baja siguen siendo elevados para la mayoría de los países importadores de petróleo, principalmente debido a la inestabilidad política y la tensión social a escala nacional y regional. Varios gobiernos de la región son de transición, y la continua inestabilidad

Gráfico 2.12. Oriente Medio y Norte de África: Se achican las diferencias en una región que crece a dos velocidades

Las tasas de crecimiento convergirán en cierta medida conforme los países exportadores de petróleo reducen la producción de petróleo y los países importadores de petróleo se recuperan ligeramente.

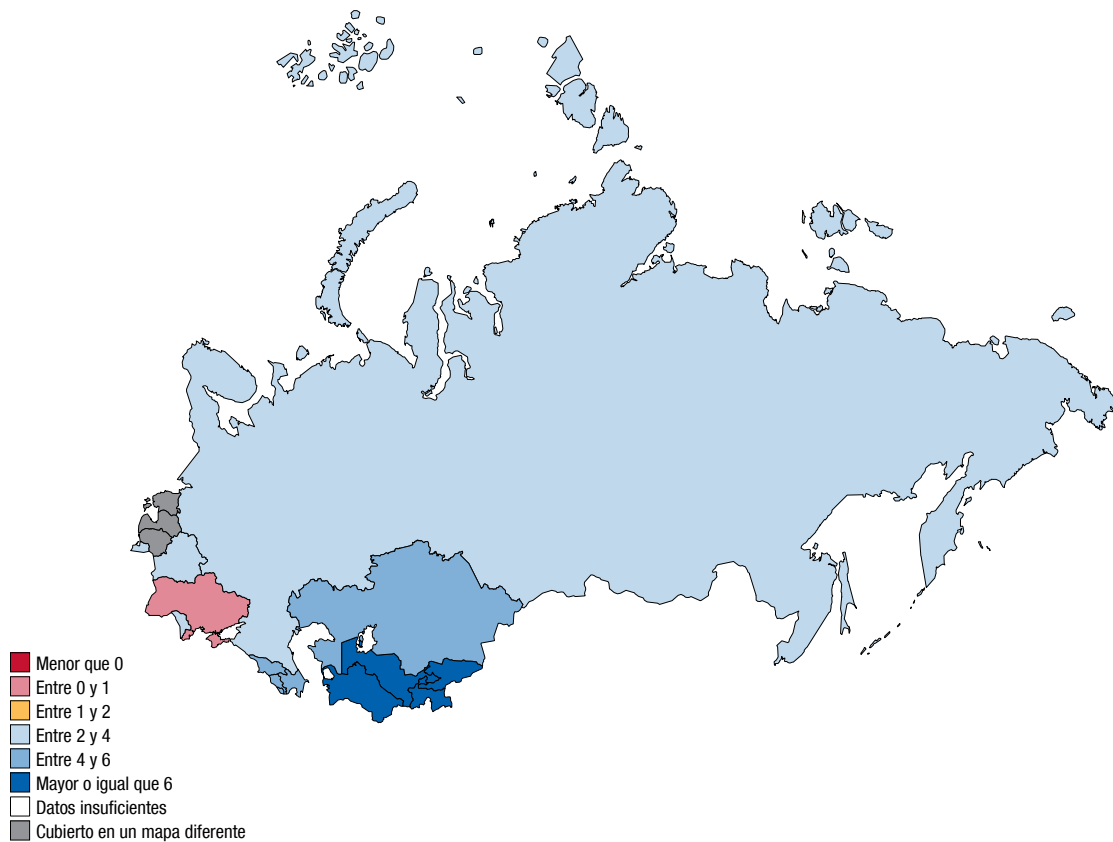


Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia* (noviembre de 2012); autoridades nacionales; Organización Mundial del Turismo de las Naciones Unidas, Barómetro del Turismo Mundial; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹El índice de turismo se calcula sobre el promedio simple de llegadas de turistas de Egipto, Jordania, Libano, Marruecos y Túnez. Marruecos se excluye en 2007 debido a limitaciones de los datos.

²DZA = Argelia; BHR = Bahrein; IRN = Irán; IRQ = Iraq; KWT = Kuwait; LBY = Libia; OMN = Omán; QAT = Qatar; SAU = Arabia Saudita; UAE = Emiratos Árabes Unidos. Para Yemen, el precio del petróleo de equilibrio fiscal es US\$215 el barril.

Gráfico 2.13. Comunidad de Estados Independientes: Pronósticos de crecimiento del PIB en 2013
(Porcentaje)



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

política podría seguir postergando las medidas de política que son necesarias para preservar la estabilidad macroeconómica y ayudar a la recuperación. Por otro lado, existe el riesgo de que el conflicto en Siria se propague a los países vecinos (Iraq, Jordania, Líbano) y a la subregión en sentido más amplio. Además de los riesgos políticos, un alza de los precios mundiales de los alimentos y los combustibles podría reducir el producto y empeorar los déficits fiscales y externos de los países importadores de petróleo, que ya son abultados. Un período prolongado de crecimiento lento en Europa podría afectar más el crecimiento de los países importadores de petróleo de OMNA por vía de los vínculos económicos, como comercio, turismo, remesas e IED. Sin embargo, también existen riesgos al alza relacionados con las potenciales “ventajas de la estabilización” si el ímpetu de reforma continúa en Europa, un escenario que se analiza en el capítulo 1; este riesgo al alza tiene

el potencial de estimular la actividad, sobre todo en el Magreb (Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania, Túnez)⁶.

Desde 2010, los países importadores de petróleo de la región de OMNA han recurrido a los márgenes de maniobra de política económica para dar cabida a fuertes déficits fiscales y en cuenta corriente externa. Sin embargo, el uso de dichos márgenes ha provocado un aumento de la deuda pública (como porcentaje del PIB) y una reducción de las reservas internacionales. En meses recientes, varios países han realizado ajustes macroeconómicos, en forma de una mayor flexibilidad cambiaria (Egipto, Túnez) y reducciones de los subsidios a la energía (Egipto, Jordania, Marruecos, Mau-

⁶En el anexo 1.2 de la edición de noviembre de 2012 de *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia* consta un análisis más detallado sobre los efectos de contagio de Europa al Magreb y otras economías de OMNA.

ritania, Túnez)⁷. Se necesita una mayor consolidación fiscal, que exigirá reducciones del gasto ineficiente en subsidios generalizados y aumentos del gasto en redes de protección social focalizadas, así como incentivos a la inversión pública. La movilización de financiamiento oficial externo puede ayudar a amortiguar el ajuste, y una mayor flexibilidad cambiaria puede ayudar a proteger las reservas y a mantener la competitividad frente a shocks externos e internos. Al mismo tiempo, se precisan medidas para formular y poner en marcha un programa creíble y de gran alcance de reformas institucionales y regulatorias, que mejorará el clima de negocios, fomentará la actividad del sector privado y dará acceso más equitativo a oportunidades económicas y de empleo.

Comunidad de Estados Independientes: Un panorama más favorable pero vulnerable

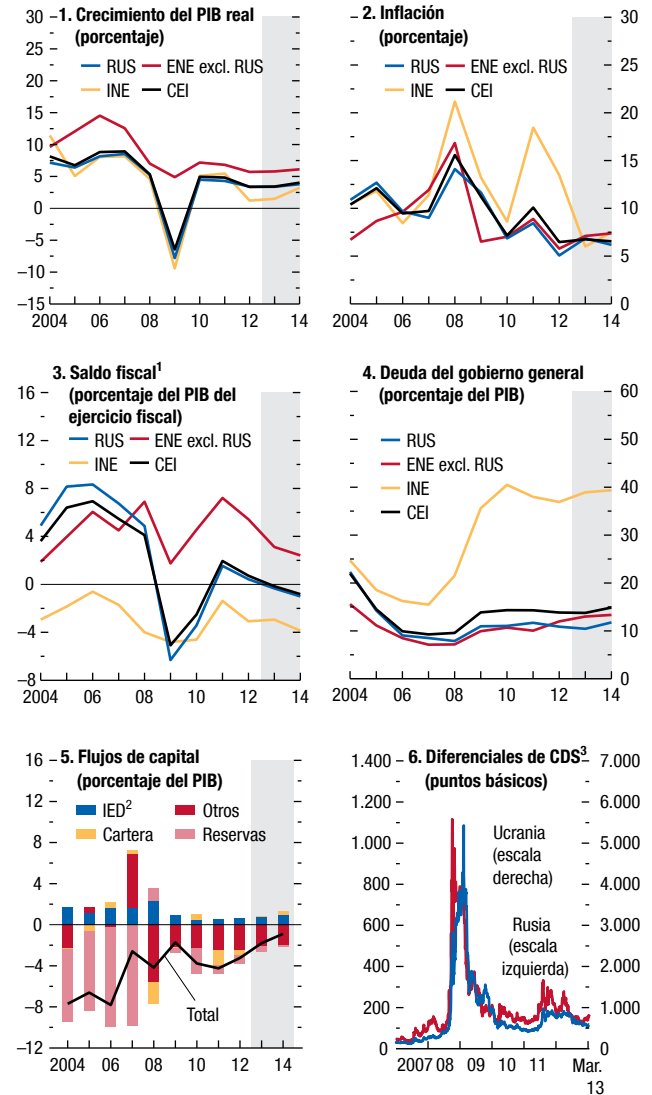
Es probable que el crecimiento de la CEI repunte ligeramente con respecto al mediocre ritmo de 2012, a medida que mejoren gradualmente las condiciones externas y los precios del petróleo se estabilicen en niveles altos. El crecimiento será mayor en el Cáucaso y Asia Central que en los países europeos de la CEI, gracias al respaldo de las remesas y de los altos precios de las materias primas (gráfico 2.13). La mayoría de los países de la región se beneficiarían de la aplicación de políticas estructurales que estimulen el crecimiento, pero algunos, entre ellos Belarús y Ucrania, también tienen desequilibrios macroeconómicos que abordar.

Tras un comienzo relativamente pujante, la actividad se desaceleró en la CEI durante el curso de 2012, con lo cual el crecimiento se redujo a 3½% para el año, en comparación con 4¾% en 2011 (gráfico 2.14). La desaceleración mundial afectó a las exportaciones de toda la región, aunque el impacto fue más intenso en los países europeos de la CEI que en el Cáucaso y Asia central. La demanda interna también se debilitó, por diversas razones: en Rusia debido a que los precios de exportación del petróleo dejaron de subir; y en Ucrania debido al aumento de las tasas de interés para proteger el tipo de cambio. En Georgia la economía se desaceleró en el segundo semestre del

⁷Véase un análisis más detallado sobre la reforma de los subsidios a la energía en el apéndice 1 del informe *Monitor Fiscal* de la edición de abril de 2013.

Gráfico 2.14. Comunidad de Estados Independientes: Las perspectivas mejoran, en un contexto de vulnerabilidad a la desaceleración mundial

Es probable que el crecimiento de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) aumente ligeramente conforme mejoran gradualmente las condiciones externas y se estabilizan los precios del petróleo a niveles altos. Reconstruir las defensas de política fiscal sigue siendo una prioridad fundamental para varias economías de la CEI. El descenso de los riesgos extremos en la zona del euro ha contribuido a reducir los diferenciales de los swaps de incumplimiento crediticio (CDS) en la región y ha facilitado el acceso a los mercados internacionales de capital.



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: Exportadores netos de energía (ENE): Azerbaiyán, Kazakstán, Rusia (RUS), Turkmenistán, Uzbekistán. Importadores netos de energía (INE): Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán, Ucrania. ENE excl. RUS = exportadores netos de energía excluido Rusia.

¹Préstamo/endeudamiento neto del gobierno general excepto para los INE, para los que se toma el saldo general.

²IED = inversión extranjera directa.

³Datos desde enero de 2007 hasta marzo de 2013.

Cuadro 2.6. 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		
	2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
Comunidad de Estados Independientes (CEI)	3,4	3,4	4,0	6,5	6,8	6,5	3,2	1,9	0,9	...	...	...
Exportadores netos de energía	3,8	3,8	4,2	5,2	6,9	6,4	4,5	2,9	1,9	...	...	...
Rusia	3,4	3,4	3,8	5,1	6,9	6,2	4,0	2,5	1,6	6,0	5,5	5,5
Kazakstán	5,0	5,5	5,6	5,1	7,2	6,4	4,6	4,0	2,2	5,4	5,3	5,3
Uzbekistán	8,0	7,0	6,5	12,1	10,9	11,0	2,7	3,5	4,2	0,2	0,2	0,2
Azerbaiyán	2,2	4,1	5,8	1,1	3,4	6,7	20,3	10,6	6,0	6,0	6,0	6,0
Turkmenistán	11,0	7,7	7,9	4,9	5,6	5,5	1,7	2,5	2,8	...	...	...
Importadores netos de energía	1,2	1,5	3,2	13,5	6,0	7,5	-7,3	-7,3	-7,2	...	...	...
Ucrania	0,2	0,0	2,8	0,6	0,5	4,7	-8,2	-7,9	-7,8	8,0	8,2	7,9
Belarús	1,5	2,1	2,6	59,2	20,5	15,5	-2,9	-5,2	-5,5	0,6	0,6	0,6
Georgia ⁴	6,5	6,0	6,0	-0,9	1,0	4,6	-12,0	-10,0	-8,4	14,6	14,0	13,3
Armenia	7,2	4,3	4,1	2,5	4,2	4,0	-10,6	-9,6	-8,2	19,0	18,5	18,0
Tayikistán	7,5	7,0	6,0	5,8	7,7	7,0	-1,9	-2,2	-2,4	...	...	...
República Kirguisa	-0,9	7,4	7,5	2,8	8,6	7,2	-12,7	-7,6	-6,1	7,7	7,6	7,6
Moldova	-0,8	4,0	4,0	4,7	4,6	5,0	-9,4	-10,0	-9,7	5,5	6,2	5,7
<i>Partidas informativas</i>												
Cáucaso y Asia central ⁵	5,7	5,8	6,1	5,2	6,7	7,1	5,4	3,8	2,4	...	...	...
Países de bajo ingreso de la CEI ⁶	6,5	6,4	6,1	7,5	8,0	8,4	-3,3	-2,1	-1,1	...	...	...
Exportadores netos de energía, excluido Rusia	5,7	5,8	6,1	5,8	7,1	7,4	7,1	5,1	3,3	...	...	...

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Puede consultarse una lista completa de los periodos de referencia para cada país en la sección de la base de datos en línea del informe WEO que contiene información sobre cada país (www.imf.org).

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales del desempleo pueden variar.

⁴Georgia, que no pertenece a la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitud de estructura económica.

⁵Incluye Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazakstán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán.

⁶Las economías de bajo ingreso de la CEI comprenden Armenia, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán y Uzbekistán.

año debido a incertidumbres derivadas de las elecciones de octubre y de la consiguiente transición política. El crecimiento de Moldova se interrumpió en 2012, como resultado de una magra cosecha, la desaceleración del comercio exterior y el estancamiento de las remesas. El crecimiento de la República Kirguisa registró una caída abrupta, inducida por una insuficiente producción de oro. La reducción transitoria de la producción de petróleo fue la causa de la desaceleración del crecimiento del PIB en Kazakstán.

Se proyecta que en la CEI el crecimiento se mantendrá en 3½% en 2013 y aumentará a 4% en 2014, sustentándose en la gradual recuperación mundial y en precios estables para las materias primas (cuadro 2.6). El mejoramiento de las condiciones financieras aportó un respaldo adicional. Desde mediados de 2012, la disminución de los riesgos extremos en la zona del euro ha contribuido a reducir significativamente los diferenciales de los swaps de incumplimiento crediticio en la región y a facilitar el acceso a los mercados de capitales internacionales. En el Cáucaso y Asia central,

se proyecta que el crecimiento se mantendrá cerca del 6% durante 2013–14, muy por encima del crecimiento agregado de la región de CEI. Un sustancial flujo de remesas de Rusia y los altos precios de las materias primas (energía y minerales) seguirán apuntalando el crecimiento.

- En Rusia se proyecta que el crecimiento se mantendrá en 3½% este año debido a que la brecha del producto prácticamente se ha cerrado y el crecimiento se sitúa cerca de su nivel potencial.
- Después de registrar un crecimiento prácticamente nulo en 2012 debido al deterioro de los términos de intercambio, es probable que en 2013 el crecimiento del PIB de Ucrania se mantenga flojo de no modificarse las políticas.
- El crecimiento de Armenia, que en 2012 había superado el 7%, se moderará a alrededor de 4¼% durante 2013–14, dado que al normalizarse las condiciones meteorológicas, desacelerarse la expansión del crédito y continuar el proceso de consolidación fiscal la economía regresará a su crecimiento potencial.

- En Turkmenistán, el crecimiento será cercano al 8% durante 2013–14, impulsado por la expansión de las exportaciones de gas a China y por el gasto en inversión pública.

Se prevé que la inflación se mantendrá cercana a los niveles actuales en 2013. En Rusia, promediara alrededor del 7%. En Ucrania, se proyecta que la inflación se mantendrá en ½% en 2013. Existe la preocupación de que una distensión prematura de las políticas obstaculice la desinflación en Belarús. En Uzbekistán, la inflación probablemente se mantendrá en un nivel de dos dígitos en 2013, estimulada por los altos precios administrados.

La balanza de riesgos para las perspectivas de la región sigue inclinándose a la baja, como reflejo de la balanza de riesgos para la economía mundial. En el marco de varios escenarios, como la desaceleración de la inversión en los mercados emergentes y el escenario de deterioro en la zona del euro que se analiza en el capítulo 1, el descenso de los precios del petróleo transmitiría la evolución adversa de la economía mundial a Rusia y Kazakstán, y de estos a toda la CEI. Las vinculaciones a través del comercio exterior, los flujos de inversión extranjera directa (IED) y las remesas constituyen otros canales fundamentales de contagio de Rusia a otras economías de la CEI; por ejemplo, las remesas de inmigrantes que trabajan en Rusia son un importante factor determinante de la actividad económica en Armenia, la República Kirguisa y Tayikistán. En lo que respecta a los riesgos del sistema financiero, los balances de los bancos siguen siendo frágiles en las economías con cuantiosos préstamos en mora (Kazakstán, Tayikistán).

Reconstruir los márgenes de maniobra de la política fiscal sigue siendo una prioridad fundamental para varias economías de la CEI. En los países importadores de energía, la reducción de los déficits fiscales ayudará a lograr la sostenibilidad de la deuda pública (República Kirguisa, Tayikistán) y contribuirá a reducir los grandes déficits en cuenta corriente (Georgia). La consolidación fiscal también es importante para Azerbaiyán, cuyo saldo fiscal no petrolero supera con creces el nivel sostenible a largo plazo.

La región necesita promover reformas estructurales que eleven su potencial de crecimiento. En Rusia y Kazakstán, esto implica llevar a cabo las medidas planificadas para mejorar el clima de negocios y diversificar la economía. En Ucrania hace tiempo que es necesaria la reforma del sector del gas. En la

República Kirguisa y Tayikistán, podría estimularse el crecimiento con inversiones en infraestructura financiadas con prudencia y debidamente priorizadas. En Belarús, la liberalización de precios, la reforma de las empresas y las privatizaciones deberían ser las prioridades. Asimismo, los países europeos de la CEI necesitan mantener tipos de cambio flexibles, y Belarús y Ucrania deberían abordar los desequilibrios macroeconómicos: Belarús necesita asegurar una mayor desinflación, y Ucrania debería reducir los cuantiosos déficits fiscales y en cuenta corriente. Un mayor fortalecimiento y desarrollo de las instituciones ayudará a aplicar con éxito las políticas que se requieren en la región.

África subsahariana: Se mantiene un crecimiento vigoroso

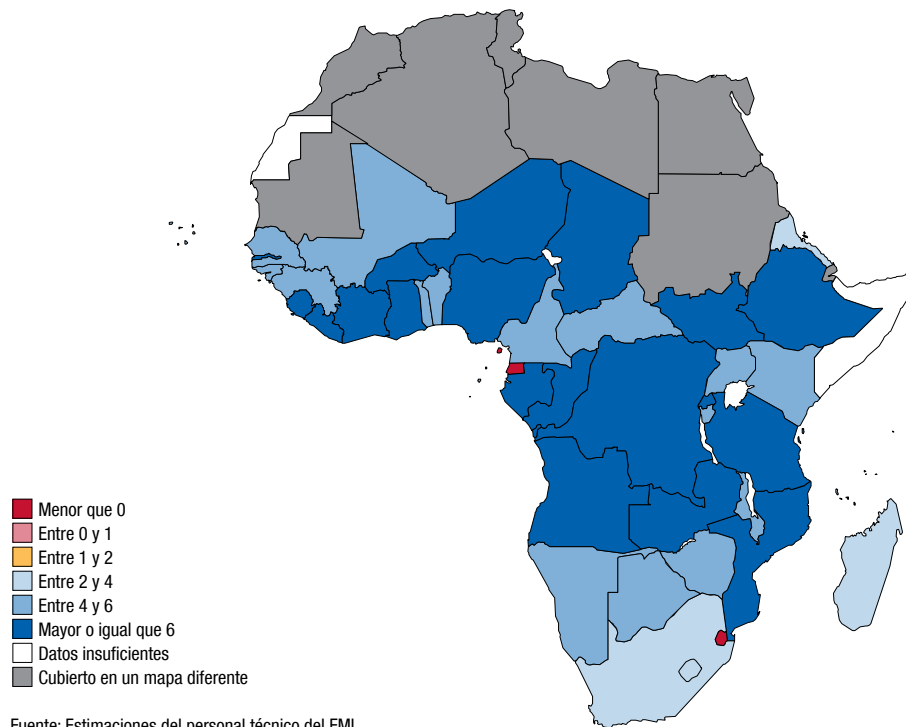
Se prevé que la región de África subsahariana siga registrando un rápido ritmo de crecimiento durante 2013–14, y que tanto los países ricos en recursos naturales como las economías de menor ingreso se beneficien de una sólida demanda interna (gráfico 2.15). La principal fuente de riesgos para el crecimiento es el contexto externo, sobre todo para las economías de mediano ingreso y las economías exportadoras de minerales. Teniendo en cuenta que el entorno mundial aún es incierto, los países de vigoroso crecimiento que disponen de escaso margen para la aplicación de políticas deberían recomponer sus saldos fiscales sin menoscabar la inversión productiva.

Respaldada en gran medida por el impulso interno del consumo y la inversión del sector privado, así como por las exportaciones, África subsahariana experimentó un crecimiento vigoroso en 2012, continuando una prolongada tendencia de expansión que solo se vio brevemente interrumpida en 2009 (gráfico 2.16)⁸. El crecimiento del PIB de la región, de 4¾%, fue ligeramente inferior al pronosticado en el informe WEO de octubre de 2012, principalmente debido al impacto de las inundaciones en la producción petrolera y no petrolera de Nigeria y a las huelgas en Sudáfrica.

La tasa global de crecimiento de África subsahariana en 2012 se vio visiblemente afectada por

⁸En el capítulo 4 se presenta un análisis en profundidad de los actuales países dinámicos de bajo ingreso y de sus diferencias con las economías de rápido crecimiento de generaciones anteriores.

Gráfico 2.15. África subsahariana: Pronósticos de crecimiento del PIB en 2013
(Porcentaje)



la interrupción de las exportaciones de petróleo de Sudán del Sur. La actividad en Malí y Guinea-Bissau se vio adversamente afectada por conflictos civiles; en Malí, 400.000 personas han sido desplazadas, la mitad de las cuales huyeron a países vecinos. En el aspecto positivo, la producción de petróleo de Angola se afianzó, y Côte d'Ivoire registró una fuerte reactivación económica después de las perturbaciones relacionadas con las elecciones de 2011.

Se proyecta que el crecimiento llegará al 5½% en 2013, es decir solo ligeramente menos de lo pronosticado en el informe WEO de octubre de 2012 (cuadro 2.7). El desempeño en general sólido se basa en gran medida en las inversiones que se están realizando en infraestructura y capacidad productiva, la persistencia de un consumo robusto y la activación de nueva capacidad en sectores extractivos. En Nigeria, la recuperación tras las inundaciones y la implementación de reformas en el sector energético estimularán el crecimiento en 2013. En lo que respecta a los países de mediano ingreso, para Sudáfrica se pronostica un crecimiento limitado, de 2¾%, debido a

una menor producción minera y a la reducción de la demanda en la zona del euro, su principal mercado de exportación.

En 2014, se proyecta que el crecimiento económico de la región será de alrededor de 6%. Un importante factor del crecimiento en 2014 será el fortalecimiento de la actividad en Sudáfrica y otros países de mediano ingreso, sobre la premisa de mejores condiciones externas. Análogamente, se prevé un mejor desempeño en algunos países de bajo ingreso y países frágiles, entre ellos países que actualmente están atravesando por conflictos internos.

A corto plazo se prevé que los saldos en cuenta corriente de varios países se deterioren en cierta medida, en gran parte debido a la previsión de un cambio desfavorable de los términos de intercambio, especialmente entre los países exportadores de petróleo. En lo que respecta a los países de bajo ingreso, parte de la inversión que ha estado impulsando el aumento de la demanda final debería incrementar la capacidad en los sectores de bienes transables a mediano plazo.

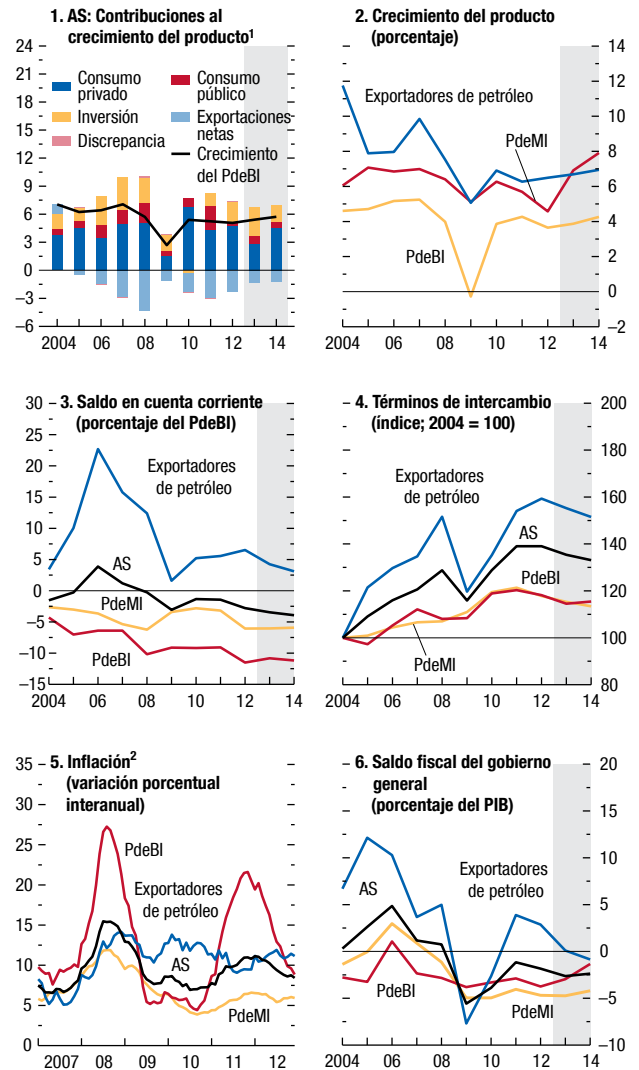
La inflación se moderó en la región, de 10% al final de 2011 a menos de 8% al final de 2012, una tendencia que se espera continúe, si no se producen nuevos shocks de precios de los combustibles y los alimentos. En 2012 se registró una mejora especialmente marcada en África oriental, debido a la aplicación de una política monetaria más restrictiva y a un descenso de los precios de los alimentos asociado a la recuperación de la producción local de alimentos. Se han observado algunos factores contrarios a estas tendencias en países que están reformando los subsidios a la energía, donde el nivel de precios ha registrado aumentos puntuales (Nigeria), y en Malawi, donde la depreciación de la moneda se ha traspasado en cierta medida a los precios internos. En África subsahariana en su conjunto, se proyecta que la inflación se reducirá aún más en 2013, hasta situarse en el 7%.

Los principales riesgos para las perspectivas de África subsahariana provienen del contexto externo, aunque no pueden desestimarse los riesgos internos relacionados con la seguridad y la situación política. Por lo menos dos de los escenarios a la baja analizados en el capítulo 1 plantearían desafíos para la región: el escenario de deterioro en la zona del euro, en el cual los países de mediano ingreso de África subsahariana se verían especialmente afectados, y la reducción de la inversión en las economías de mercados emergentes (incluido Sudáfrica), que debilitaría los precios de materias primas clave y afectaría a los países exportadores de minerales. Los países que regulan los precios de los alimentos y combustibles se verían ante presiones presupuestarias si estos productos se vieran afectados por shocks de precios. Para 2013 se han programado relativamente pocas elecciones, pero en algunos casos podrían producirse perturbaciones; en la región del Sahel, las dificultades relacionadas con la seguridad representan una amenaza para la actividad en los países afectados.

La orientación de las políticas macroeconómicas es apropiada en líneas generales en la mayoría de los países de la región. En los países de rápido crecimiento en los cuales aún es necesario recomponer los márgenes de maniobra para la aplicación de políticas, las autoridades nacionales deberían considerar medidas orientadas a reforzar los saldos fiscales, entre otras formas corrigiendo los subsidios de precios ineficientes e inadecuadamente focalizados. Las decisiones fiscales resultan más difíciles en los países de débil crecimiento, dado que es necesario lograr un equilibrio entre respaldar

Gráfico 2.16. África subsahariana: Se mantiene la capacidad de resistencia

Se prevé que África subsahariana (AS) continúe creciendo a un fuerte ritmo durante 2013–14 como resultado de su robusta demanda interna. Se espera cierto deterioro de la cuenta corriente impulsado por los descensos pronosticados en los términos de intercambio. La inflación se ha moderado. Las defensas fiscales deben fortalecerse en muchas economías de la región.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos International Financial Statistics; y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: PdeBI = países de bajo ingreso (AS); PdeMI = país de mediano ingreso (AS).
¹Se excluyen Liberia, Sudán del Sur y Zimbabwe debido a limitaciones de los datos.
²Por limitaciones de los datos, se excluyen los siguientes países: Guinea Ecuatorial de los países exportadores de petróleo; Camerún, Côte d'Ivoire y Zambia de los países de mediano ingreso; Burkina Faso, Comoras, Eritrea, Gambia, Guinea, Mozambique, la República Centroafricana, la República Democrática del Congo, Santo Tomé y Príncipe, Sudán del Sur y Zimbabwe de los países de bajo ingreso.

Cuadro 2.7. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de África subsahariana

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
África subsahariana	4,8	5,6	6,1	9,1	7,2	6,3	-2,8	-3,5	-3,9	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	6,5	6,7	6,9	10,9	9,5	7,6	6,5	4,2	3,1	...	...	...
Nigeria	6,3	7,2	7,0	12,2	10,7	8,2	6,6	5,5	4,8	...	...	...
Angola	8,4	6,2	7,3	10,3	9,4	8,4	9,6	3,5	1,3	...	...	...
Guinea Ecuatorial	2,0	-2,1	-0,8	5,5	5,0	5,4	-14,7	-11,2	-11,9	...	...	...
Gabón	6,2	6,1	6,8	3,0	3,0	3,0	12,6	10,5	7,1	...	...	...
República del Congo	3,8	6,4	5,8	5,0	4,5	3,0	3,6	2,8	-0,1	...	...	...
Economías de ingreso mediano⁵	3,6	3,9	4,3	5,6	5,7	5,3	-6,1	-6,1	-5,9	...	...	...
Sudáfrica	2,5	2,8	3,3	5,7	5,8	5,5	-6,3	-6,4	-6,5	25,2	25,7	25,9
Ghana	7,0	6,9	6,8	9,2	8,4	8,2	-12,6	-11,6	-10,1	...	...	...
Camerún	4,7	5,4	5,5	3,0	3,0	2,5	-4,4	-3,5	-3,4	...	...	...
Côte d'Ivoire	9,8	8,0	8,0	1,3	3,1	2,5	-1,8	-2,7	-3,3	...	...	...
Botswana	3,8	4,1	4,2	7,5	7,2	6,9	4,9	3,9	3,3	...	...	...
Senegal	3,5	4,0	4,6	1,1	1,5	1,6	-9,8	-8,5	-7,8	...	...	...
Economías de bajo ingreso⁶	4,6	6,9	7,9	12,7	6,9	6,1	-11,5	-10,8	-11,2	...	...	...
Etiopía	7,0	6,5	6,5	22,8	8,3	9,6	-5,8	-7,5	-6,5	...	...	...
Kenya	4,7	5,8	6,2	9,4	5,2	5,0	-9,1	-7,4	-8,1	...	...	...
Tanzania	6,9	7,0	7,2	16,0	9,0	5,9	-15,8	-14,8	-13,3	...	...	...
Uganda	2,6	4,8	6,2	14,1	5,5	5,0	-10,9	-12,9	-14,8	...	...	...
República Democrática del Congo	7,1	8,3	6,4	9,3	6,8	8,0	-12,4	-12,0	-13,3	...	...	...
Mozambique	7,5	8,4	8,0	2,1	5,4	5,6	-26,1	-25,4	-40,6	...	...	...
Partida informativa												
África subsahariana excluido												
Sudán del Sur	5,1	5,4	5,7	8,9	7,2	6,3	-2,8	-3,5	-4,1	...	...	...

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 la sección de la base de datos en línea del informe WEO que contiene información sobre cada país (www.imf.org).

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.

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, Sudán del Sur, Togo y Zimbabue.

la actividad económica y contener la acumulación de deuda. En el caso de que el crecimiento se desacelere, los países deberían permitir que operen los estabilizadores automáticos y evitar una contracción fiscal procíclica. El éxito en la reducción de la inflación ha creado margen de maniobra para una distensión gradual de

la política monetaria en varios países. Las autoridades también deberían hacer lo posible por lograr un crecimiento más inclusivo, entre otros medios introduciendo reformas que promuevan la diversificación de la economía y creen empleo; profundicen el sector financiero, y corrijan las deficiencias de infraestructura.

Sección especial sobre los efectos de contagio: Efectos derivados de la incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos y Europa

Una opinión común es que la gran incertidumbre general y, más concretamente, la gran incertidumbre en torno a las políticas, ha restringido la inversión y el crecimiento del producto a nivel mundial en los últimos dos años. Gran parte de la incertidumbre en torno a las políticas se originó en Estados Unidos, con la controversia sobre el tope de la deuda de agosto de 2011 y las negociaciones sobre el “abismo fiscal” de diciembre de 2012. La incertidumbre en torno a las políticas también ha sido elevada en Europa, especialmente tras el llamado del Primer Ministro griego, George Papandreou, a un referendo sobre el plan de salvataje griego (y su posterior dimisión) en noviembre de 2011, y durante las negociaciones sobre una respuesta paneuropea a la crisis durante gran parte de 2012. Preocupan a autoridades y dirigentes empresariales del mundo entero las implicaciones de esa incertidumbre en Estados Unidos y Europa, las dos economías más grandes del mundo.

Los efectos derivados de la incertidumbre en torno a las políticas pueden ocurrir a través de varios canales. El comercio exterior puede verse afectado si el recrudecimiento de dicha incertidumbre perjudica la actividad económica y la demanda de importaciones en Estados Unidos y Europa. Esta incertidumbre también podría exacerbar la aversión mundial al riesgo, provocando fuertes correcciones en los mercados financieros y salidas de capitales de los mercados emergentes.

Esta sección especial busca cuantificar el impacto de la incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses y europeas en otras regiones⁹. Específicamente, aborda las siguientes preguntas: ¿a qué nos referimos cuando hablamos de incertidumbre en torno a las

políticas? ¿Con qué precisión la podemos medir? En el caso de Estados Unidos y Europa, ¿cómo ha evolucionado en las últimas décadas? ¿Y cuál es la magnitud de los efectos derivados en la actividad económica de otras regiones?

El análisis lleva a pensar que los fuertes aumentos de la incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses y europeas en el pasado han reducido provisionalmente y en distintos grados la inversión y el producto de otras regiones. El análisis apunta a la posibilidad de que una disminución marcada de la incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos y Europa a corto plazo contribuya al aumento de la inversión y el producto a escala mundial.

Incertidumbre y actividad económica

La idea de que la incertidumbre puede afectar negativamente a la actividad económica se remonta a John Maynard Keynes (1936), que sostenía que la inversión es el componente más volátil de la actividad agregada porque depende de opiniones sobre el futuro, que son las más inciertas. La idea quedó formalizada en una serie de modelos teóricos, desde Bernanke (1983) hasta Bloom (2009). Ante un aumento pasajero de la incertidumbre vale la pena postergar la inversión, que es imposible o costosa de replegar o alterar. La inversión tiende a recuperarse una vez que se disipa la incertidumbre, y puede terminar siendo excesiva como resultado de la demanda reprimida. Lo propio ocurre con el consumo de productos no perecederos, que está sujeto a las mismas fuerzas.

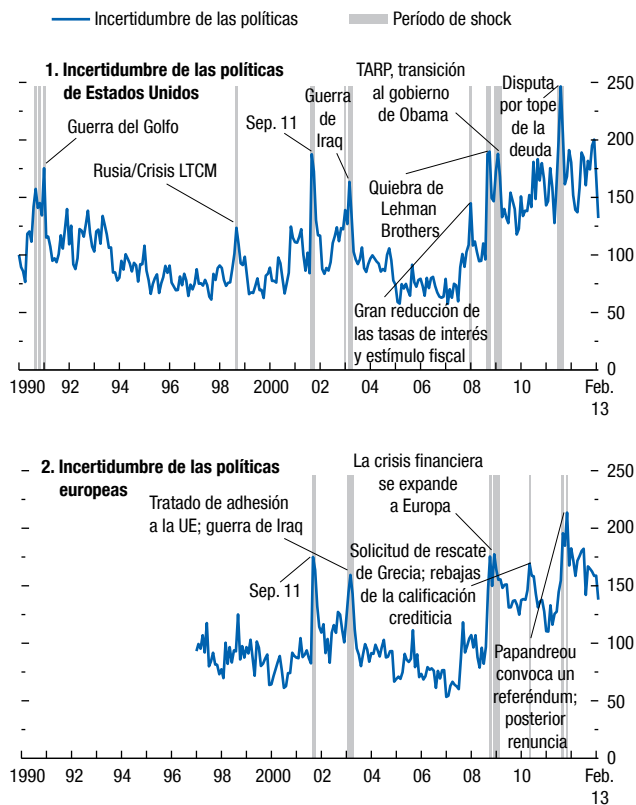
Se plantean dos dificultades críticas al intentar estimar los efectos secundarios de la incertidumbre en torno a las políticas. Primero, es necesario evitar que la causalidad se mueva en dirección contraria; es decir, que la incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos y Europa responda a la actividad económica en otras regiones. Esta suposición es en gran medida plausible: los estallidos de incertidumbre en torno a las políticas suelen estar vinculados a eventos económicos o políticos internos, o a eventos geopolíticos mundiales que pueden considerarse exógenos a la mayoría de los países tomados individualmente (gráfico 2.SE.1). En la medida en que haya habido eventos específicos

El autor principal de esta sección es Abdul Abiad, con la colaboración de Nadia Lepeshko y Katherine Pan.

⁹Una serie de estudios empíricos han analizado los efectos de la incertidumbre en la actividad económica interna únicamente; por ejemplo, Bloom, Bond y van Reenen (2007); Bloom (2009); Bekaert, Hodrick y Zhang (2010); Baker, Bloom y Davis (2012); y el recuadro 1.3 del informe WEO de octubre de 2012. Una excepción es Carrière-Swallow y Céspedes (de próxima publicación), que analiza los efectos de la incertidumbre (medida como la volatilidad implícita del mercado accionario estadounidense) en la actividad económica de un puñado de economías de mercados emergentes. El presente análisis es parecido en su esencia al de Carrière-Swallow y Céspedes (de próxima publicación), pero analiza específicamente la incertidumbre en torno a las políticas y su impacto en todas las regiones del mundo.

Gráfico 2.SE.1. Incertidumbre en torno a las políticas en Estados Unidos y Europa

La incertidumbre en torno a las políticas tiende a agudizarse en respuesta a acontecimientos económicos, financieros y geopolíticos identificables.



Fuentes: Baker, Bloom y Davis (2012), y Haver Analytics.
 Nota: Los shocks de incertidumbre se definen como períodos durante los cuales la incertidumbre con tendencia suprimida supera su media en más de 1,65 desviaciones estándar. LTCM = Long-Term Capital Management; TARP = Troubled Asset Relief Program (Programa de alivio de activos problemáticos).

que pueden haber producido una causalidad invertida (por ejemplo, cuando las crisis de Rusia y del fondo de inversión especulativa Long Term Capital Management en 1998 hicieron estallar la incertidumbre en torno a las políticas), el análisis verifica que los resultados se mantienen invariables incluso cuando se excluyen estos eventos.

La segunda dificultad es evitar atribuir a la incertidumbre en torno a las políticas los efectos de otros factores, como una incertidumbre económica más general, cambios en la confianza de los consumidores o las empresas, o fluctuaciones de la actividad económica. Para ello, controlamos por esas variables, lo cual es importante porque tienden a moverse juntas: la incertidumbre tiende a aumentar, y la confianza, a disminuir durante fases descendentes de la actividad económica. Eso significa que distintos indicadores de la incertidumbre podrían estar captando cambios efectivos de las perspectivas económicas, y no solo la incertidumbre que las rodea.

Medición de la incertidumbre en torno a la política económica

El análisis comienza con los indicadores de incertidumbre en torno a la política económica estadounidense y europea elaborados por Baker, Bloom y Davis (2012), que utilizan parámetros de incertidumbre económica relacionada con las medidas de política basados en noticias (la frecuencia relativa de artículos periodísticos dedicados a “incertidumbre”, “economía” y “políticas”), el número de disposiciones impositivas que caducan y la dispersión de los pronósticos de los economistas sobre los niveles de gasto público e inflación¹⁰. Estas medidas se combinan para construir mensualmente índices de incertidumbre en torno a las políticas que se remontan a 1985 en el caso de Estados Unidos y a 1997 en el de Europa.

Esta medida de incertidumbre en torno a la política económica no está exenta de problemas. Primero, el componente basado en las noticias constituye una medida indirecta, y es difícil determinar si mide la incertidumbre debidamente. Segundo, muchas disposiciones de la legislación tributaria que caducan se renuevan con regularidad y es poco probable que

¹⁰El indicador europeo se basa exclusivamente en un parámetro —basado en las noticias— de la incertidumbre relacionada con la política económica y en la dispersión de las previsiones de los economistas porque no se dispone de datos sobre la caducación de las disposiciones tributarias europeas.

representen una gran fuente de incertidumbre. Por último, los componentes de dispersión del pronóstico podrían aumentar debido a otros factores: los pronósticos de inflación podrían dispersarse más como consecuencia de la incertidumbre en torno a los precios del petróleo o los alimentos, por ejemplo, y no de la incertidumbre en torno a la política monetaria.

Para despejar la primera inquietud, Baker, Bloom y Davis (2012) aplican a varios casos una “prueba de concepto”. Por ejemplo, construyen una medida parecida basada en las noticias, aplicada esta vez a la incertidumbre financiera, buscando artículos periodísticos con los términos “incertidumbre”, “economía” y “mercado bursátil”, y muestran que el índice construido sigue de cerca el índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VIX). También observan que su medida de la incertidumbre en torno a las políticas está sumamente correlacionada con otros indicadores, como los de Fernández-Villaverde *et al.* (2011) y Born y Pfeifer (2011), que se construyen con metodologías muy diferentes¹¹. En cuanto a la segunda y la tercera inquietud, los resultados presentados abajo siguen siendo robustos si se excluyen la caducación de los impuestos y la dispersión de los pronósticos como componentes del indicador de la incertidumbre en torno a las políticas y se usa exclusivamente la medida de incertidumbre basada en las noticias.

La evolución de la incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses y europeas

La incertidumbre en torno a las políticas tiende a estallar en respuesta a eventos económicos, financieros y geopolíticos identificables (gráfico 2.SE.1). Los shocks de incertidumbre en torno a las políticas, identificados con líneas verticales en el gráfico 2.SE.1, se definen como períodos durante los cuales el valor del índice —una vez aplicado el filtro Hodrick-Prescott y suprimida la tendencia— supera la media en más de 1,65 desviaciones estándar, como en Carrière-Swallow y Céspedes (de próxima publicación). Como lo señalan Baker, Bloom y Davis (2012), muchos estallidos de la incertidumbre en torno a las políticas están vinculados a eventos identificables. Por ejemplo, en Estados Unidos, la incertidumbre estalló tras el comienzo de

la Guerra del Golfo en agosto de 1990, los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 y la gestación de la Guerra de Iraq a principios de 2003. Lo propio ocurrió posteriormente en relación con eventos económicos y financieros, como la expansión monetaria y fiscal lanzada en respuesta a la recesión en enero de 2008, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la controversia en torno al tope de la deuda en agosto de 2011 y las negociaciones sobre el abismo fiscal a fines de 2012.

En Europa, la incertidumbre en torno a las políticas también estalló tras los atentados del 11 de septiembre, y nuevamente a principios de 2003 con la firma del Tratado de Adhesión a la UE (la expansión puntual más grande de la Unión Europea), que hizo recrudescer la incertidumbre en torno a la Guerra de Iraq. Otros eventos asociados a una elevada incertidumbre en torno a las políticas en Europa incluyen la solicitud de salvataje de Grecia en mayo de 2010, el llamado a un referendo en Grecia en noviembre de 2011 sobre las condiciones del salvataje y las deliberaciones sobre las políticas de respuesta de la UE a la creciente crisis en 2012.

Estos eventos agravaron la incertidumbre sobre las políticas económicas, pero también despertaron la incertidumbre financiera y económica general y provocaron una caída de la confianza; por esa razón, es crítico controlar por estas otras correlacionadas. La incertidumbre en torno a las políticas tiende a moverse junto con la incertidumbre económica general, ya sea medida con indicadores de la incertidumbre financiera (como la volatilidad implícita del mercado bursátil) o de la incertidumbre económica (como la dispersión de los pronósticos del PIB elaborados por los economistas; gráfico 2.SE.2, paneles 1 y 2). Sin embargo, existen divergencias. Fundamentalmente, la incertidumbre económica general ha dejado atrás los máximos de 2008, en tanto que la incertidumbre en torno a las políticas se ha mantenido elevada, y de hecho ha aumentado. La correlación entre los indicadores de la confianza (gráfico 2.SE.2, paneles 3 y 4) y la incertidumbre en torno a las políticas es también evidente pero imperfecta, y por eso es posible incluirlos como variables de control en el análisis.

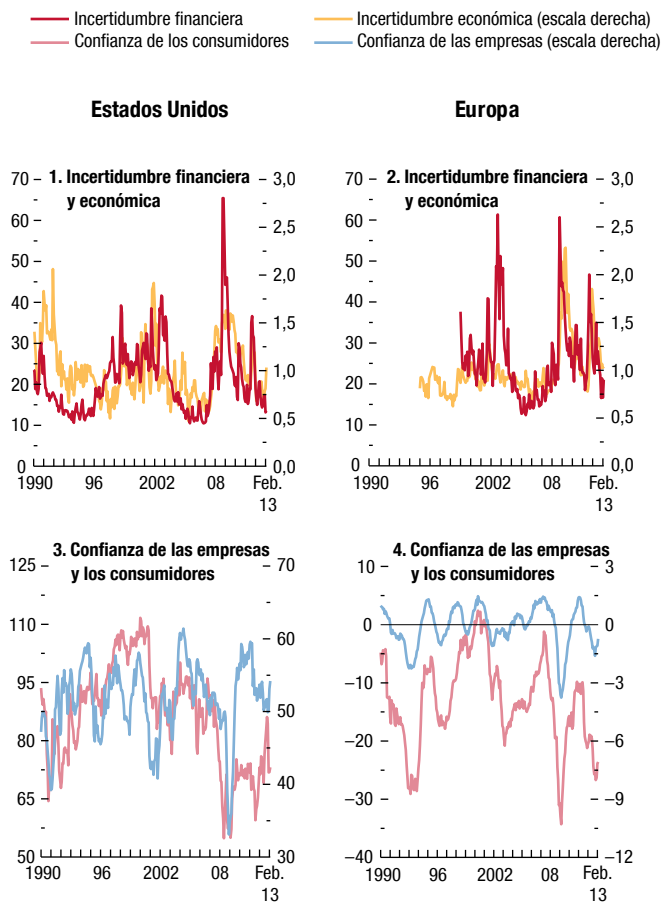
Efectos derivados de la incertidumbre en torno a las políticas

Los shocks de incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos y Europa se usan como regresores

¹¹Fernández-Villaverde *et al.* (2011) y Born y Pfeifer (2011) usan métodos con series cronológicas para estimar la volatilidad de los impuestos y del gasto público que varía a lo largo del tiempo.

Gráfico 2.SE.2. Incertidumbre general y confianza en Estados Unidos y Europa

A pesar de que la incertidumbre en torno a las políticas está correlacionada con indicadores de incertidumbre financiera o económica más generales y con indicadores de la confianza de las empresas o de los consumidores, existen divergencias. Concretamente, la incertidumbre en torno a las políticas se ha mantenido elevada en los últimos años incluso cuando ha descendido la incertidumbre general financiera y económica.



Fuentes: Bloomberg L.P.; Consensus Forecast, y Haver Analytics.
 Nota: La incertidumbre financiera se mide mediante la volatilidad implícita de los mercados de acciones (Mercado de Opciones de Chicago, VXO), y la incertidumbre económica se mide por la dispersión de los pronósticos de los economistas.

para explicar el comportamiento del producto y la inversión en otras regiones. La metodología es parecida a la de Cerra y Saxena (2008) y Romer y Romer (2010), entre otros. Específicamente, se emplean el crecimiento del PIB real y de la inversión real (ambos medidos en diferencias logarítmicas) como regresores para explicar sus valores rezagados y capturar la dinámica normal del proceso de crecimiento, así como valores contemporáneos y rezagados de una variable ficticia que es igual a 1 durante los shocks de incertidumbre en torno a las políticas descritos arriba, y a cero de lo contrario^{12,13}. Al incluir rezagos se tiene en cuenta la posibilidad de que los efectos derivados de la incertidumbre en torno a las políticas afecte a otras economías con demora. La especificación también incluye un conjunto completo de variables ficticias nacionales que dan cuenta de las diferencias en las tasas normales de crecimiento, pero no es posible incluir variables ficticias cronológicas debido a que la variable de interés es una variable mundial común a todos los países.

El modelo se estima por región, usando datos trimestrales desestacionalizados de 43 economías entre 1990 y 2012, aunque la amplia variación de la disponibilidad de datos trimestrales sobre el PIB significa que la muestra está sumamente desequilibrada¹⁴. Los efectos de los shocks de incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses y europeas se estiman por separado, dada su elevada correlación; por ende, los impactos estimados deben considerarse un límite superior, ya que cada uno probablemente esté captando los efectos del otro.

El gráfico 2.SE.3 muestra el impacto estimado que un shock de incertidumbre en torno a las políti-

¹²Usando el nivel de la variable de incertidumbre en torno a las políticas, o de un híbrido que hace interactuar la variable ficticia 0–1 con el nivel, se obtienen resultados parecidos. Excluir los shocks de la incertidumbre en torno a las políticas originados fuera de Estados Unidos o Europa tampoco afecta sustancialmente a las determinaciones.

¹³La regresión se estima en variaciones (es decir, tasas de crecimiento) debido a la no estacionalidad de los niveles logarítmicos del PIB real y la inversión real. Las respuestas estimadas de la regresión se acumulan para recobrar la respuesta del nivel del producto o la inversión a un shock en torno a la incertidumbre de las políticas. Los errores estándar de las respuestas al impulso se calculan con el método delta.

¹⁴Las definiciones regionales son las utilizadas en el capítulo 2. No se estiman los efectos derivados en Oriente Medio y Norte de África debido a la falta de datos trimestrales sobre el PIB. Como los datos trimestrales sobre África subsahariana incluyen solo Botswana y Sudáfrica, debe considerarse que las estimaciones reflejan efectos derivados únicamente en las economías abiertas de ingreso mediano de la región.

cas fuerte pero pasajero —similar en magnitud a los shocks presentados en el gráfico 2.SE.1— tiene en el PIB real de economías de varias regiones. Se muestran las respuestas al impulso en un horizonte de ocho trimestres, con bandas de confianza de 90% en torno a las estimaciones sombreadas en gris. El impacto en el crecimiento anual es significativo. Un shock de incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses reduce temporalmente el crecimiento del PIB en otras regiones hasta ½ punto porcentual el año siguiente al shock (gráfico 2.SE.4, panel 1). Un shock de incertidumbre en torno a las políticas europeas reduce temporalmente el crecimiento del PIB en otras regiones en una proporción más pequeña (gráfico 2.SE.4, panel 2)¹⁵.

Una de las maneras en que la incertidumbre en torno a las políticas afecta a la actividad económica en otras regiones es reduciendo la inversión. El gráfico 2.SE.5 muestra los resultados de un ejercicio parecido en el cual la inversión real es la variable dependiente. Se producen caídas significativas de la inversión en todas las regiones, excepto África subsahariana; la caída más pronunciada se observa en la Comunidad de Estados Independientes (CEI)¹⁶. El efecto de los shocks de incertidumbre en torno a las políticas europeas tiende a ser parecido o ligeramente inferior al de los shocks estadounidenses (gráfico 2.SE.4, paneles 3 y 4). Asimismo, los shocks europeos tienden a producir un efecto más pequeño en Estados Unidos que viceversa.

La mecánica de los efectos derivados de la incertidumbre en torno a las políticas

El análisis aborda la posibilidad de que el indicador de la incertidumbre en torno a las políticas esté captando los efectos de otras variables controlando por la incertidumbre general, la confianza decreciente o una reducción de la actividad económica estadounidense o europea. Cabe señalar que los resultados pueden interpretarse de dos maneras:

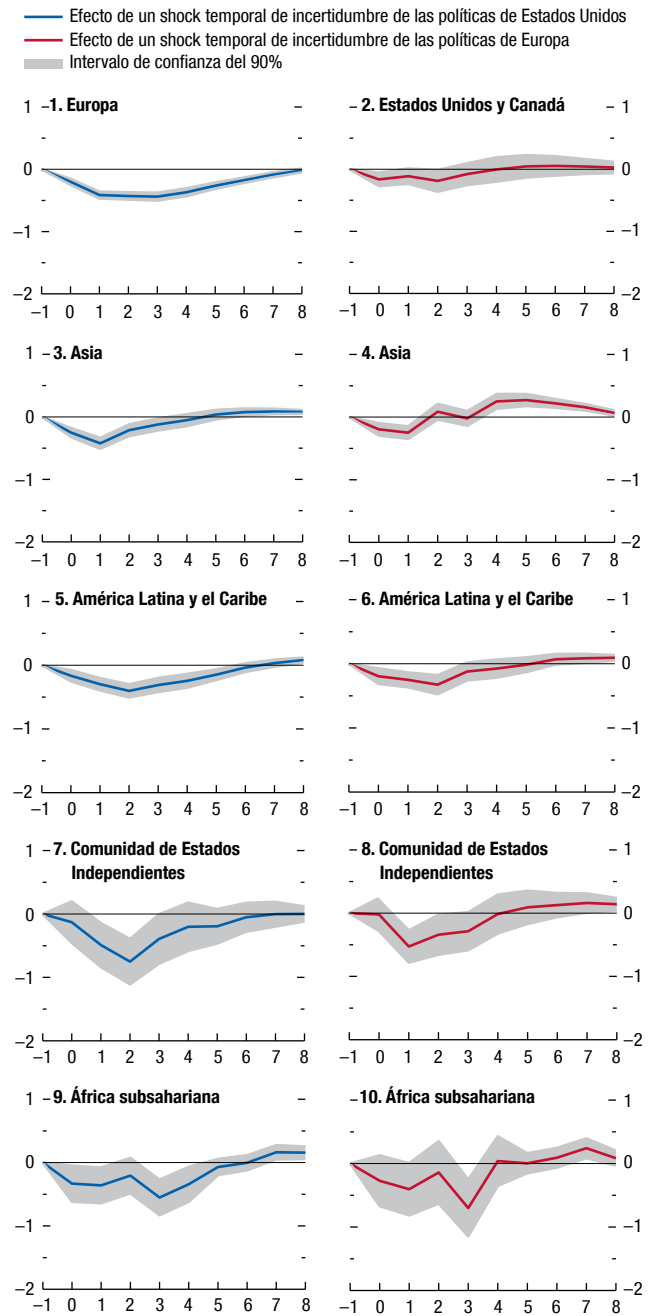
¹⁵No estimamos el impacto en la actividad interna de Estados Unidos ni de Europa porque ambos están mucho más sujetos al problema de la endogeneidad (la incertidumbre en torno a las políticas está afectada por la actividad interna). Pero para los efectos de la comparación, Baker, Bloom y Davis (2012) utilizan un enfoque basado en la autorregresión vectorial y determinan que un aumento de la incertidumbre en torno a la política de Estados Unidos de la magnitud ocurrida entre 2006 y 2011 reduciría el producto estadounidense hasta 3,2%, y la inversión privada, 16%.

¹⁶Si se utiliza solamente Sudáfrica en la muestra de AS (es decir, si se excluye Botswana), la disminución de la inversión es mayor.

Gráfico 2.SE.3. Efecto de un shock por la incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos o Europa sobre el PIB real en otras regiones

(Trimestres en el eje de la abscisa, variación porcentual del PIB real en el eje de la ordenada)

Los shocks de incertidumbre en torno a las políticas en Estados Unidos y Europa tienen un efecto negativo en la actividad real de otras regiones. Su magnitud, persistencia y significancia estadística varían de una región a otra. En general, el efecto de los shocks de incertidumbre de las políticas en Estados Unidos tiende a ser ligeramente mayor y más persistente que el de shocks de incertidumbre de las políticas europeas, y los shocks de Estados Unidos afectan más a Europa que a la inversa.



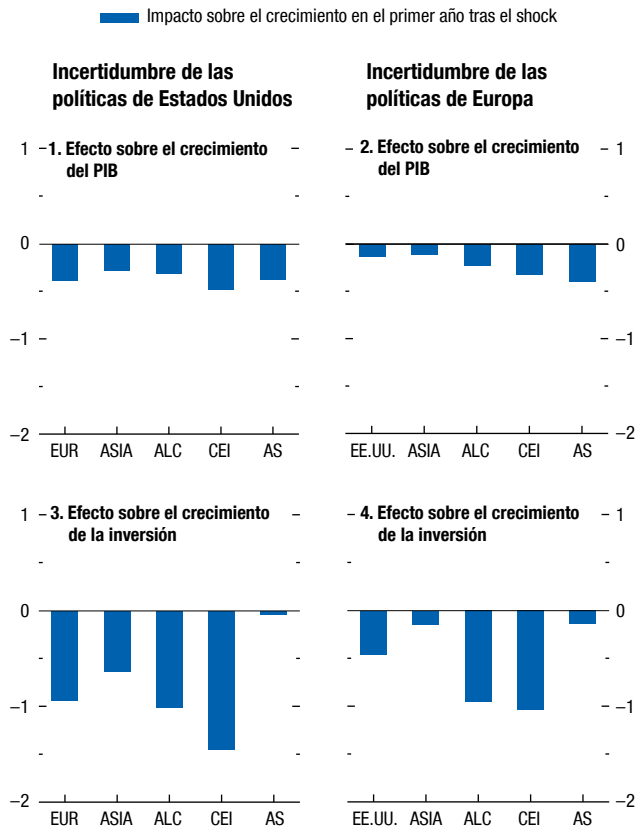
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los shocks de incertidumbre en torno a las políticas se definen como períodos durante los que la incertidumbre con tendencia suprimida supera su media en más de 1,65 desviaciones estándar.

Gráfico 2.SE.4. Impacto de los shocks de incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos y Europa sobre el crecimiento

(Puntos porcentuales)

Los shocks de incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos tienden a reducir el crecimiento del PIB en otras regiones entre 0,2 y 0,5 puntos porcentuales. Los shocks de incertidumbre en torno a las políticas europeas tienen un impacto menor. Los shocks de Estados Unidos afectan más a Europa que a la inversa.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CEI = Comunidad de Estados Independientes; EUR = Europa; ALC = América Latina y el Caribe; AS = África subsahariana; EE.UU. = Estados Unidos.

- Una posibilidad es que la variable de control adicional —por ejemplo, la incertidumbre económica general— afecte a la incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses o europeas así como a la actividad económica en otros países. En este caso, añadiendo la variable de control se mejora la estimación de los efectos secundarios de la incertidumbre en torno a las políticas.
- Una segunda posibilidad es que la variable de control sea una variable mediadora a través de la cual se transmite efectivamente la incertidumbre en torno a las políticas; por ejemplo, el aumento de la incertidumbre en torno a las políticas incrementa la incertidumbre general y esto a su vez afecta a la actividad en otras regiones. En este caso, añadiendo la variable de control se destila todo efecto de la incertidumbre en torno a las políticas que haya sido transmitido a través de esta variable mediadora, con lo cual se subestiman los efectos secundarios globales.

El escenario más probable es que ambas interpretaciones sean válidas; es decir, la incertidumbre en torno a las políticas afecta a las variables de control (incertidumbre general, confianza y actividad) y se ve afectada por ellas. En consecuencia, lo más probable es que la verdadera magnitud de los efectos secundarios de la incertidumbre en torno a las políticas se sitúe entre el efecto de base presentado en los gráficos 2.SE.3 y 2.SE.5 y los efectos estimados con las variables de control del gráfico 2.SE.6.

Además de mostrar el efecto máximo en el PIB real y la inversión real, el gráfico 2.SE.6 muestra también el efecto máximo en el consumo real. Las barras en azul oscuro muestran el efecto máximo cuando no hay variables de control más que las de la incertidumbre en torno a las políticas: estos son los valores mínimos de las funciones de respuesta al impulso representadas en los gráficos 2.SE.3 y 2.SE.5. Las barras rojas muestran el efecto máximo de la incertidumbre en torno a las políticas cuando los shocks de incertidumbre financiera —medidos según el VXO— se añaden a la regresión como variable de control¹⁷. En términos amplios, la magnitud del efecto de la incertidumbre en torno a las políticas es más bien parecido al de la estimación de base. Lo mismo puede decirse de las regresiones que controlan por la confianza

¹⁷El índice de volatilidad S&P 100 elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VXO) es un indicador de la volatilidad implícita del mercado de acciones parecido al VIX, que es más conocido y con el cual está sumamente correlacionado, pero su cobertura cronológica es más larga, ya que se remonta a 1985.

de las empresas o el nivel del mercado bursátil (gráfico 2.SE.6, barras amarillas y grises).

Las barras rosadas del gráfico 2.SE.6 muestran que al controlar por el crecimiento de las importaciones de Estados Unidos o Europa se reduce el efecto estimado de la incertidumbre en torno a las políticas en algunas regiones, pero no en todas¹⁸. Una interpretación es que la incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses o europeas podría afectar negativamente a la actividad interna, que afecta a la actividad en otra región al reducir la demanda de importaciones. La reducción del impacto de la incertidumbre en torno a las políticas sería indicativa entonces de la intensidad de este canal de transmisión. En el caso de la CEI, por ejemplo, los efectos de la incertidumbre en torno a las políticas europeas disminuyen, pero no así los efectos de la incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses. Según esta interpretación, la incertidumbre en torno a las políticas europeas afecta a la CEI principalmente a través de canales comerciales, en tanto que la incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses se transmite por otros canales.

Un análisis similar puede medir hasta qué grado los efectos secundarios de la incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses y europeas se transmiten al agudizar la incertidumbre en otras economías (medida según la dispersión de los pronósticos). Los efectos secundarios de la incertidumbre en torno a las políticas se reducen en algunos casos, pero no en otros (gráfico 2.SE.6, barras celestes), lo cual sugiere que el aumento de la incertidumbre puede ser otro canal de transmisión. En la mayoría de las regiones, la incertidumbre en torno a las políticas parece reducir la inversión, al menos en parte, a través de su efecto amplificador de la incertidumbre interna.

Conclusión

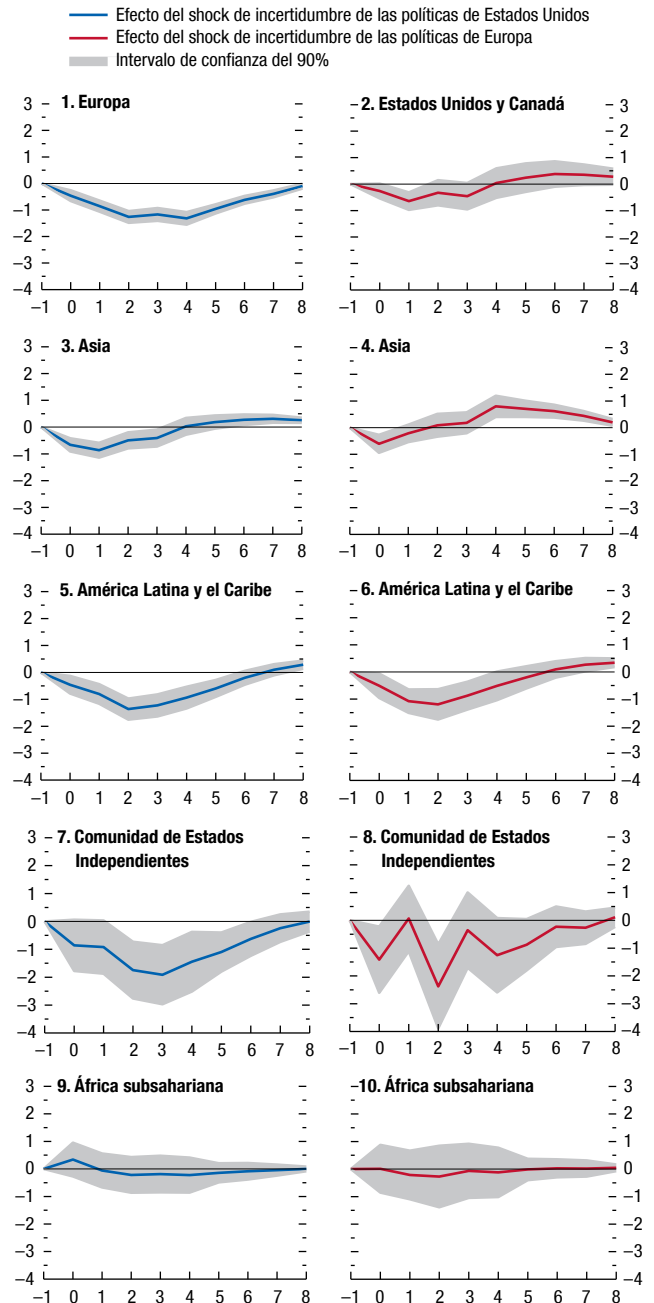
Este análisis documenta efectos secundarios significativos originados por la incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos y Europa que alcanzan a otras regiones. Concluye que los estallidos fuertes de incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses pueden reducir provisionalmente la inversión y el producto en otras regiones. Los efectos secundarios de la incertidumbre en torno a las políticas europeas tienden

¹⁸Controlando por el crecimiento del PIB estadounidense y europeo, en lugar del crecimiento de las importaciones, se obtienen resultados parecidos.

Gráfico 2.SE.5. Efecto de un shock por la incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos o Europa sobre la inversión real en otras regiones

(Trimestres en el eje de la abscisa, variación porcentual en la inversión real en el eje de la ordenada)

Una forma en que los shocks de incertidumbre en torno a las políticas en Estados Unidos y Europa afectan a la actividad real en otras regiones es a través de la reducción de la inversión. Como en el caso del producto, la magnitud, persistencia y significancia estadística de los efectos difieren según la región. El efecto de los shocks de incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos tiende a ser ligeramente mayor y más persistente que el de los shocks de incertidumbre en torno a las políticas europeas, y los shocks de Estados Unidos afectan más a Europa que a la inversa.

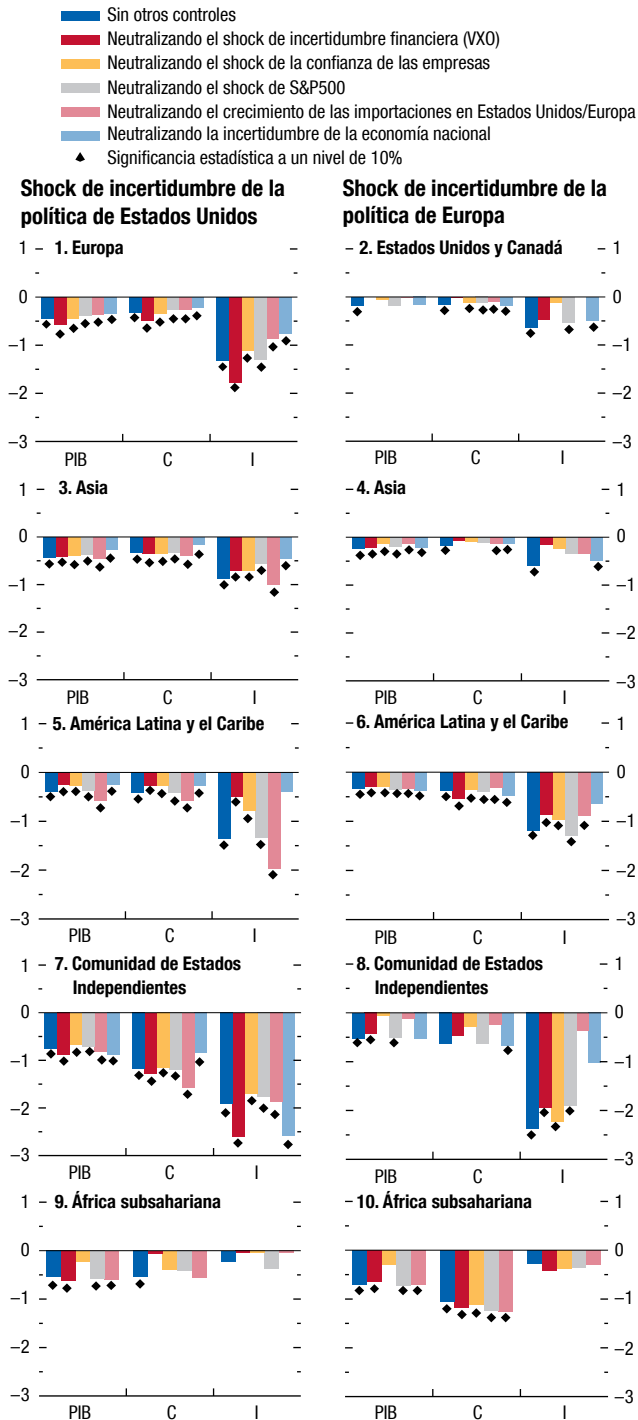


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los shocks de incertidumbre en torno a las políticas se definen como períodos durante los que la incertidumbre con tendencia suprimida supera su media en más de 1,65 desviaciones estándar. Si solo se utiliza Sudáfrica en la muestra de AS (es decir, si se excluye Botswana), la reducción de la inversión es mayor.

Gráfico 2.SE.6. Efecto máximo de un shock de incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos o Europa sobre el PIB real, el consumo y la inversión en otras regiones

El impacto que tienen los shocks de incertidumbre en torno a las políticas sobre la actividad económica tiende a ser atenuado, pero a menudo sigue siendo significativo cuando se añaden otros controles.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: C = consumo; I = inversión; VXO = Índice de Volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago del S&P 100.

a ser más ligeros y menos persistentes, y tienden a repercutir menos en la actividad de Estados Unidos que viceversa.

La incertidumbre en torno a las políticas es elevada en Estados Unidos y Europa desde la Gran Recesión, a pesar de que la incertidumbre más general ha disminuido y de que se han recuperado varios indicadores de la confianza de los consumidores y las empresas. La evidencia presentada aquí apunta a la posibilidad de que ese elevado nivel de incertidumbre en torno a las políticas haya contribuido a la serie de decepciones y revisiones a la baja de la inversión y el crecimiento del producto observadas en el mismo período. No tiene sentido intentar aislar de otras variables los efectos de la incertidumbre en torno a las políticas, pero hay evidencia que sugiere que una reducción de este tipo de incertidumbre en Estados Unidos y Europa a corto plazo puede infundir renovado ímpetu a la inversión y el producto a nivel mundial.

Referencias

- Baker, Scott, Nicholas Bloom y Steven J. Davis, 2012, “Measuring Economic Policy Uncertainty” (inédito). El estudio y los índices están disponibles en www.policyuncertainty.com.
- Bekaert, Geert, Robert Hodrick y Xiaoyan Zhang, 2010, “Aggregate Idiosyncratic Uncertainty”, NBER Working Paper No. 16058 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bernanke, Ben, 1983, “Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, No. 1, págs. 85–106.
- Bloom, Nicholas, 2009, “The Impact of Uncertainty Shocks”, *Econometrica*, vol. 77, No. 3, págs. 623–85.
- , Stephen Bond y John van Reenen, 2007, “Uncertainty and Investment Dynamics”, *Review of Economic Studies*, vol. 74, No. 2, págs. 391–415.
- Born, Benjamin, y Johannes Pfeifer, “Policy Risk and the Business Cycle”, Bonn Economics Discussion Paper No. 06/2011 (Bonn: University of Bonn).
- Carrière-Swallow, Yan, y Luis Felipe Céspedes, de próxima publicación, “The Impact of Uncertainty Shocks in Emerging Economies”, *Journal of International Economics*.
- Cerra, Valerie, y Sweta Saxena, 2008, “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery”, *American Economic Review*, vol. 98, No. 1, págs. 439–57.
- Fernández-Villaverde, Jesús, Pablo Guerrón-Quintana, Keith Kuester y Juan Rubio-Ramírez, 2011, “Fiscal Volatility Shocks and Economic Activity”, Working Paper No. 11–32 (Filadelfia: University of Pennsylvania Press).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2012, 2012 *Spillover Report* (Washington). www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070912.pdf.
- Keynes, John Maynard, 1936, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (Londres: MacMillan).
- Romer, Christina D., y David H. Romer, 2010, “The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks”, *American Economic Review*, vol. 100, No. 3, págs. 763–801.

